



BANCO DE GUATEMALA



**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
A JUNIO DE 2014**

CONTENIDO¹

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA	1
DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA.....	3
RESUMEN EJECUTIVO.....	4
I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL	11
A. COYUNTURA RECIENTE.....	11
1. Panorama general.....	11
2. Desempeño de las economías avanzadas.....	13
3. Desempeño de las economías emergentes	19
4. Mercados financieros internacionales	22
5. Precios internacionales de algunas materias primas	25
6. Inflación y política monetaria	31
B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS.....	35
II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO	40
A. ACTIVIDAD ECONÓMICA	40
B. SECTOR EXTERNO	41
C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	43
1. Evolución reciente de la inflación	43
2. Proyecciones y expectativas de inflación para el corto y mediano plazos	46
3. Variables informativas de la política monetaria	49
D. FINANZAS PÚBLICAS	54
1. Ingresos.....	55
2. Gastos	55
3. Resultado fiscal y financiamiento	56
 ANEXOS	
 ANEXO 1	
ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL	59

¹ El Informe fue elaborado tomando en cuenta la información disponible al 24 de julio de 2014.

ANEXO 2	
EFFECTO DE LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE LOS ALIMENTOS SOBRE LOS PRECIOS INTERNOS EN GUATEMALA	63
ANEXO 3	
REGLAS FISCALES: LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL.....	68
ANEXO 4	
¿UNO O MÁS OBJETIVOS DEL BANCO CENTRAL? ESTADO DEL DEBATE POST CRISIS.....	75
ANEXO 5	
FUNCIONES DE DEMANDA DE EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE GUATEMALA	80
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	87

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A JUNIO DE 2014

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA

En Guatemala, la implementación de la política monetaria, cambiaria y crediticia se fundamenta en el 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. En 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 de bienes, de servicios, de dinero y cambiario, que los precios relativos sean más estables y que se reduzca la incertidumbre, lo que coadyuva a moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos, proveyendo una referencia clara y única sobre la evolución futura de la inflación. Lo anterior genera un clima propicio para lograr mayores niveles de inversión, productividad y desarrollo financiero. Es por ello que existe consenso a nivel internacional de que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al crecimiento ordenado de la economía es el mantenimiento de una inflación baja y estable.

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

mercado), así como con el fortalecimiento de la transparencia en las actuaciones del Banco Central.

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

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

DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA

Conforme el calendario previsto, la Junta Monetaria se reunió en febrero, marzo, abril, mayo y junio para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria. Luego de haber mantenido dicha tasa en 5.00% en su reunión de febrero, en marzo decidió reducirla a 4.75%, la mantuvo en ese nivel en abril y mayo y la redujo 25 puntos básicos nuevamente en junio para ubicarla en 4.50%. Dichas decisiones tomaron en consideración que el desempeño de la actividad económica mundial siguió recuperándose como resultado, principalmente del desempeño de las economías avanzadas; y que la actividad económica sigue desempeñándose conforme lo esperado, apoyada, entre otros factores, por la evolución del consumo privado, las remesas familiares y el crédito bancario y la evolución de los precios internos y externos. Asimismo, tomó en cuenta los pronósticos de inflación para el horizonte relevante de política, que apuntan a que la inflación observada podría ubicarse alrededor del valor central de la meta de inflación.

RESUMEN EJECUTIVO

En el entorno externo, durante el primer semestre de 2014, la economía mundial continuó el proceso gradual de recuperación iniciado en la segunda mitad de 2013, en el que ha destacado el mejor desempeño de las economías avanzadas, sustentado en un menor ritmo de consolidación fiscal, políticas monetarias acomodaticias y condiciones financieras que siguen siendo favorables. Por su parte, las economías emergentes seguirían creciendo a tasas superiores a las de las economías avanzadas, aunque sus riesgos a la baja son un poco más marcados, especialmente por la disminución de las expectativas de crecimiento de la República Popular China, los efectos de la normalización de la política monetaria de los países avanzados y algunas debilidades internas provenientes de factores estructurales. En ese contexto, según proyecciones realizadas por varios expertos internacionales (*Fondo Monetario Internacional, Consensus Forecasts y la Unidad de Inteligencia de The Economist*), el crecimiento económico mundial podría ubicarse en 3.4% en 2014 y en 4.0% en 2015. Las economías avanzadas crecerían 1.8% y 2.4% en 2014 y en 2015, en su orden; en tanto que las economías con mercados emergentes y países en desarrollo continuarían siendo, a pesar de la ralentización en su crecimiento, el principal motor del crecimiento económico mundial² al crecer 4.6% en 2014 y 5.2% en 2015.

En cuanto a las economías avanzadas, en los Estados Unidos de América, el incremento de las exportaciones y los aumentos temporales en la demanda impulsaron la actividad económica a partir del segundo semestre de 2013; sin embargo, en el primer trimestre de 2014, se contrajo ante los efectos de un invierno más intenso de lo normal. Se prevé que a partir del segundo trimestre, retorne a la senda de crecimiento iniciada a finales del año anterior, lo cual se refleja en el comportamiento favorable del mercado accionario y condiciones crediticias menos restrictivas, así como en el aumento de la riqueza de los hogares derivado del alza en el precio de las viviendas, en un contexto en el que continúa fortalecida la confianza, tanto de los consumidores como de las empresas y el desempleo sigue disminuyendo. En ese entorno, se prevé que el PIB registre un crecimiento de 1.7%

² En conjunto, estas economías aportan más de 50.0% del PIB mundial.

en 2014 y de 3.1% en 2015.

En la Zona del Euro, luego de un largo período de recesión, a finales del año pasado la región empezó una fase de recuperación, aunque concentrada en los países del centro, particularmente Alemania. Los principales indicadores de confianza, tanto de los empresarios como de los consumidores, han aumentado significativamente, en un contexto de mejora en las condiciones de financiamiento y una menor consolidación fiscal, con una política monetaria altamente acomodaticia por parte del Banco Central Europeo (BCE). Sin embargo, los riesgos siguen sesgados a la baja, debido a los altos niveles de desempleo, fragmentación de los sistemas financieros, altos niveles de deuda (pública y privada) y los posibles efectos de una intensificación de la crisis entre Rusia y Ucrania. En ese contexto, se anticipa un crecimiento de 1.1% para 2014 y de 1.5% para 2015.

En Japón, las políticas Abenómicas contribuyeron en 2013 al desempeño favorable de la actividad económica, pero, a pesar de que se mantendrían condiciones monetarias altamente acomodaticias, no se espera un impulso adicional al crecimiento económico para 2014, debido a que el incremento en el impuesto sobre ventas vigente a partir del 1 de abril, disminuiría el consumo privado. Por ello, las expectativas de crecimiento de la economía japonesa son de 1.7% en 2014 y de 1.3% en 2015.

En cuanto a las economías emergentes y países en desarrollo, el crecimiento previsto se sustenta en la recuperación de la demanda en las economías avanzadas que puede brindar un impulso adicional a sus exportaciones; sin embargo, se mantienen algunos riesgos a la baja, debido, en parte, a factores estructurales que limitan el dinamismo de la demanda interna, lo que aunado a la normalización de la política monetaria de las economías avanzadas, especialmente en los Estados Unidos de América, podría incrementar los costos de financiamiento externo y afectar su crecimiento económico. En ese grupo de países destaca la República Popular China, donde las expectativas de crecimiento económico se han moderado derivado del cambio gradual en el modelo de desarrollo que tiende a privilegiar el consumo, respecto de la inversión y de las exportaciones. Además influirían las acciones de las autoridades chinas orientadas a desacelerar el crecimiento del crédito al sector

privado y a moderar la injerencia del sistema bancario paralelo, denominado “*shadow banking*”. En ese contexto, las tasas de crecimiento económico se situarían en 7.3% para 2014 y en 7.1% para 2015.

En América Latina y el Caribe, se prevé un crecimiento de 2.0% en 2014 (2.6% en 2013) y de 2.6% en 2015. En dicha previsión existen riesgos a la baja, que en adición a los efectos de la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América, pueden materializarse ante una desaceleración mayor a la prevista de la economía china que induzca a una reducción en los precios de algunas materias primas (no petroleras) y la intensificación de sus problemas estructurales. En el caso de las economías de Centroamérica, para 2014 se prevé una tasa de crecimiento de alrededor de 3.2%, especialmente por el mejor desempeño de los Estados Unidos de América, su principal socio comercial; y para 2015 de 3.3%.

Los principales índices accionarios a nivel mundial, en general, han evolucionado de manera positiva, particularmente en los Estados Unidos de América, debido a mejores perspectivas económicas, altos niveles de liquidez y menor incertidumbre fiscal y monetaria, lo cual ha repercutido favorablemente en la Zona del Euro y en otras economías avanzadas. De igual manera, ha contribuido a revertir la tendencia a la baja que presentaban los mercados accionarios de algunas economías emergentes, en especial en América Latina. Vale destacar que los costos del financiamiento soberano para las economías emergentes han disminuido en el transcurso del presente año, lo cual reduce la presión sobre los mercados financieros y cambiarios.

En cuanto al comportamiento de los precios internacionales de las principales materias primas, durante el primer semestre del año, éstos registraron una tendencia al alza. En el caso del petróleo, siguen latentes los riesgos al alza asociados a conflictos geopolíticos, especialmente en Oriente Medio y en el norte de África y, recientemente, los relativos al conflicto entre Rusia y Ucrania. Otro factor que podría impulsar el precio al alza es el incremento de la demanda mundial, especialmente de las economías emergentes. En el caso del maíz y del trigo, aunque los precios se han moderado recientemente debido a la percepción de que la cosecha 2014/2015 será abundante, no se descartan los riesgos al alza, en particular, los que provienen de

los conflictos geopolíticos actuales que podrían reducir o interrumpir el suministro de dichas materias primas, así como los derivados de condiciones climáticas adversas en algunos de los principales países productores.

En cuanto a la inflación mundial, en general, en las economías avanzadas continúa ubicándose en niveles cercanos a 2.0%, con excepción de Japón, país en el que la política monetaria expansiva y el reciente incremento al impuesto sobre las ventas elevaron la inflación a 3.70% en mayo. A junio, la inflación en los Estados Unidos de América se ubicó en 2.07% debido a aumentos en los precios de los alimentos y de la energía. En el caso de las economías emergentes y países en desarrollo, aunque la situación es más heterogénea, la inflación ha empezado a registrar incrementos. En los países de Centroamérica y la República Dominicana, con excepción de Honduras, la inflación se moderó en el primer trimestre del año, debido, entre otros factores, a una menor presión inflacionaria en el rubro de alimentos y en algunos casos a precios estables en algunos productos energéticos (combustibles). No obstante, a principios del segundo trimestre la inflación empezó a aumentar derivado del incremento en el precio de los alimentos.

En cuanto a las tasas de interés de política monetaria en América Latina, países como Brasil, Colombia y Costa Rica decidieron incrementarlas, Perú la ha mantenido sin cambio; mientras que Chile, México y Guatemala las han reducido.

En el ámbito interno, en el primer trimestre de 2014, el PIB registró una tasa de crecimiento de 3.4%. Dicho crecimiento se sustenta, por el lado del origen de la producción, en incrementos en todas las actividades económicas y, por el lado del destino del gasto, en el comportamiento positivo de la demanda interna y externa (principalmente del gasto de consumo, tanto privado como público, y de las exportaciones de bienes y servicios).

El crecimiento de la actividad económica en el primer trimestre del año fue mayor al registrado en el cuarto trimestre de 2013 (3.1%), lo que continúa sustentando la estimación del Banco Central de un crecimiento del PIB anual entre 3.3% y 3.9%. Este incremento ha sido acompañado por un aumento del crédito bancario al sector privado, de los flujos de remesas familiares y, aunque moderado, de la inversión privada, particularmente la

relativa a la construcción. Esta tendencia de crecimiento se manifiesta también en la evolución de indicadores de corto plazo como el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) que a mayo de 2014 evidencia un crecimiento de 4.2%.

En cuanto a las variables del sector externo, a mayo, el comercio exterior muestra un mayor dinamismo con respecto a similar período de 2013, en congruencia con las mejores perspectivas del volumen de comercio mundial para 2014. En dicho comportamiento destaca el crecimiento en el valor de las exportaciones de bienes FOB de 2.7%, respecto a similar período del año anterior, principalmente, por el aumento en el volumen exportado (7.5%), moderado por la reducción en el precio medio (4.5%). Entre los principales productos que se exportaron destacan, en su orden, los artículos de vestuario; el azúcar; el café; el banano; bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres; y las piedras y metales preciosos y semipreciosos.

A la misma fecha, el valor CIF de las importaciones aumentó 2.8%, explicado por el aumento en el volumen importado (8.9%) y por una caída en el precio medio de importación (5.9%). Los principales incrementos se observaron en materiales de construcción; combustibles y lubricantes; bienes de consumo; y bienes de capital, aumento que fue contrarrestado, en parte, por menores importaciones de materias primas y productos intermedios.

Al 30 de junio de 2014, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$2,704.0 millones, superior en US\$225.5 millones (9.1%) respecto del registrado en igual período de 2013; dicho comportamiento se asocia, principalmente, a la recuperación en el mercado laboral de los Estados Unidos de América, país en el que radican la mayoría de los migrantes guatemaltecos. A esa misma fecha, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue de US\$7,096.4 millones, equivalente a un financiamiento de 4.6 meses de importación de bienes, lo que, de acuerdo con estándares internacionales, continúa reflejando una sólida posición externa del país. Con relación al tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, en términos generales, ha mantenido un comportamiento consistente con su estacionalidad, registrando al 30 de junio de 2014, una apreciación de 0.80% respecto del 31 de diciembre de 2013, y, en términos interanuales, de 0.69%.

Con relación a los precios internos, el ritmo inflacionario continuó con la tendencia a la desaceleración iniciada a partir del segundo semestre de 2013 y se situó a junio en 3.13%, ubicándose dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual). En cuanto a la inflación subyacente, ésta se situó en 1.80%. Los pronósticos a la fecha, anticipan que la inflación estaría dentro de la indicada meta tanto en 2014 como en 2015. En esa línea, las expectativas de inflación de los agentes económicos han venido moderándose, y han comenzado a anclarse muy cerca del valor puntual de la referida meta.

En cuanto a las tasas de interés de corto plazo, éstas se ubicaron en torno a la tasa de interés líder de política monetaria, mientras que la tasa de interés activa del sistema bancario continuó estable, lo que permitió el financiamiento normal de la actividad productiva, consistente con una postura de política monetaria relativamente acomodaticia.

Los principales agregados monetarios y de crédito exhibieron en el semestre un comportamiento congruente con la previsión de crecimiento económico y la meta de inflación. Al finalizar junio, el crecimiento interanual de la emisión monetaria fue de 4.0%, el de los medios de pago totales de 8.5% y el del crédito bancario al sector privado de 12.0%.

En cuanto al desempeño de las finanzas públicas, de conformidad con cifras preliminares, al 30 de junio de 2014, los ingresos totales del gobierno central fueron mayores en 5.0% respecto al mismo período del año anterior, mientras que los gastos totales aumentaron 6.1%, como resultado, se registró un déficit fiscal de Q2,461.9 millones (0.5% del PIB). En mayo, el gobierno central concluyó la colocación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala por un monto de Q8,335.2 millones. De dicho monto, el 80.5% fue colocado en moneda nacional (Q6,708.2 millones), en plazos de 7, 10, 12 y 15 años; mientras que el restante 19.5% (equivalente a Q1,627.0 millones) fue colocado en moneda extranjera (aproximadamente US\$210.1 millones) a 7 años plazo, a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 4.88%.

En síntesis, durante el semestre, en el entorno externo, la actividad económica mundial siguió recuperándose, como resultado del mejor desempeño de las economías avanzadas y un

continuado dinamismo en algunas economías con mercados emergentes y en desarrollo. Por su parte, el comportamiento de los precios internacionales de algunas materias primas como el petróleo, el maíz y el trigo continúan en niveles menores a los del año previo. A lo interno, la actividad económica sigue desempeñándose conforme lo previsto para 2014 (entre 3.3% y 3.9%) apoyada, entre otros factores, por la evolución de las remesas familiares, el crédito bancario al sector privado y la disciplina fiscal y monetaria; lo cual ha contribuido también a que el ritmo inflacionario total se mantenga dentro de la meta de 4.0% +/- 1 punto porcentual.

I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL

A. COYUNTURA RECIENTE

1. Panorama general

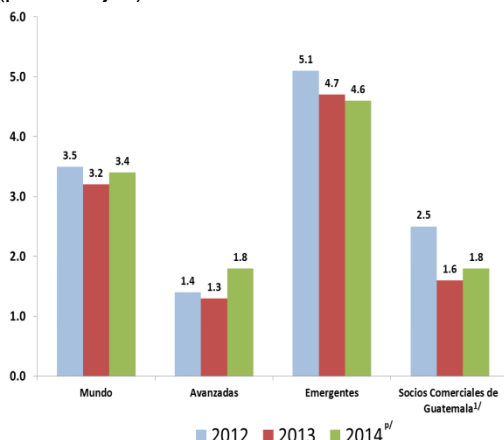
Durante el primer semestre de 2014, la economía mundial continuó el proceso gradual de recuperación iniciado en la segunda mitad de 2013, en el que ha destacado el mejor desempeño de las economías avanzadas, sustentado en un menor ritmo de consolidación fiscal, políticas monetarias acomodaticias y condiciones financieras que siguen siendo favorables. Por su parte, las economías emergentes seguirían creciendo a tasas superiores a las de las economías avanzadas, pero sus riesgos a la baja son un poco más marcados, especialmente por la disminución de las expectativas de crecimiento de la República Popular China, los efectos de la normalización de la política monetaria de los países avanzados y algunas debilidades internas provenientes de factores estructurales. En ese contexto, de conformidad con proyecciones efectuadas por varios expertos internacionales (FMI, *Consensus Forecasts* y la *Unidad de Inteligencia de The Economist*), el crecimiento económico mundial se ubicaría en 3.4% en 2014 y en 4.0% en 2015. Las economías avanzadas crecerían 1.8% y 2.4% en 2014 y en 2015, en su orden; mientras que las economías con mercados emergentes y países en desarrollo registrarían un crecimiento de 4.6% en 2014 y 5.2% en 2015.

En cuanto a las economías avanzadas, en los Estados Unidos de América el incremento de las exportaciones y los aumentos temporales en la demanda impulsaron la actividad económica en el segundo semestre de 2013; sin embargo, en el primer trimestre de 2014, la actividad se contrajo ante los efectos de un invierno más fuerte de lo normal. Se prevé que a partir del segundo trimestre, la economía estadounidense retorne a la senda iniciada a finales del año anterior, lo cual se refleja en el comportamiento favorable del mercado accionario y condiciones crediticias menos restrictivas, así como en el aumento de la riqueza de los hogares derivado del alza en el precio de las viviendas, en un contexto en el que continúa fortalecida la confianza, tanto de los consumidores como de las empresas y el desempleo sigue disminuyendo.

En la Zona del Euro, luego de un largo período de recesión, a finales del año pasado la región empezó una fase de recuperación, aunque concentrada en los países del centro,

Gráfica 1

Crecimiento Económico Anual (porcentajes)



^{p/} Proyectado.

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

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

particularmente Alemania. Los principales indicadores de confianza, tanto de los empresarios como de los consumidores, han aumentado significativamente, en un contexto de mejora en las condiciones de financiamiento y una menor consolidación fiscal, acompañada de una política monetaria altamente acomodaticia por parte del Banco Central Europeo (BCE).

En Japón, las políticas Abenómicas contribuyeron en 2013 al desempeño favorable de la actividad económica. Para 2014, a pesar de que se mantendrían condiciones monetarias altamente acomodaticias, no se espera un impulso adicional al crecimiento económico derivado de dichas políticas, debido a que el incremento en el impuesto sobre ventas, vigente a partir del 1 de abril, disminuiría el consumo privado.

Por su parte, en las economías con mercados emergentes y en desarrollo, como se indicó, prevalecen algunos riesgos a la baja debido en buena medida a factores estructurales que limitan el dinamismo de la demanda interna y a los efectos del retiro del estímulo monetario en los Estados Unidos de América, pero se prevé que la recuperación de la demanda de las economías avanzadas pueda brindar un impulso adicional a sus exportaciones. En ese grupo de países destaca la República Popular China, donde las expectativas de crecimiento económico se han moderado derivado del cambio gradual en el modelo de desarrollo que tiende a privilegiar el consumo sobre la inversión y las exportaciones. Además, influirían las acciones orientadas a desacelerar el crecimiento del crédito al sector privado y a menguar la incidencia del sistema bancario paralelo denominado “*shadow banking*”.

Los principales índices accionarios a nivel mundial, en general, han evolucionado de manera positiva, particularmente en los Estados Unidos de América, debido a mejores perspectivas económicas, altos niveles de liquidez y una menor incertidumbre fiscal y monetaria, lo cual también ha repercutido favorablemente en la Zona del Euro y en otras economías avanzadas; además, ha contribuido a revertir la tendencia a la baja que presentaban los mercados accionarios de algunas economías emergentes, en especial en América Latina. Vale destacar que los costos del financiamiento soberano para las economías emergentes han disminuido en el transcurso del presente año, lo cual reduce la presión sobre los mercados financieros y cambiarios.

En cuanto al comportamiento de los precios internacionales de las principales materias primas que afectan la inflación en Guatemala, durante el primer semestre del año, en términos generales, registraron una tendencia al alza. En el caso del petróleo, privan los riesgos al alza asociados a conflictos geopolíticos, especialmente en Oriente Medio y en el norte de África y, desde finales del año pasado, al conflicto entre Rusia y Ucrania, así como por el incremento en la demanda mundial, especialmente de las economías emergentes. En el caso de los precios internacionales del maíz y del trigo, aunque éstos se han moderado recientemente debido a la percepción de que la cosecha 2014/2015 será abundante, no se pueden descartar los riesgos al alza, en particular, los que provienen de los conflictos geopolíticos que podrían reducir o interrumpir el suministro de dichas materias primas, así como los derivados de condiciones climáticas adversas en algunos de los principales países productores.

En cuanto a la inflación mundial, en términos generales, la inflación en las economías avanzadas continúa ubicándose en niveles por debajo de 2%, con excepción de Japón, donde la política monetaria expansiva y el reciente incremento al impuesto sobre las ventas llevaron la inflación a 3.70% en mayo. A junio, la inflación en los Estados Unidos de América se ubicó en 2.07%, debido a aumentos en los precios de los alimentos y de la energía. En el caso de las economías emergentes y países en desarrollo, aunque la situación es más heterogénea, la inflación ha empezado a registrar incrementos. En los países de Centroamérica y la República Dominicana, con excepción de Honduras, la inflación se moderó en el primer trimestre del año, debido, entre otros factores, a una menor presión inflacionaria en el rubro de alimentos y en algunos casos a precios estables en algunos productos energéticos (combustibles). No obstante, a principios del segundo trimestre la inflación empezó a aumentar derivado de un aumento en el precio de los alimentos.

2. Desempeño de las economías avanzadas

En los Estados Unidos de América, el incremento de las exportaciones y los aumentos temporales en la demanda impulsaron la actividad económica en el segundo semestre de 2013 (3.4% en promedio); sin embargo, durante el primer trimestre de este año el crecimiento se contrajo 2.9%, debido a condiciones climáticas inusualmente adversas. En la referida contracción

influyó la caída de los inventarios privados y, en menor medida, la desaceleración de las exportaciones y del gasto de los gobiernos estatales. No obstante, indicadores recientes, en particular, los asociados al mercado laboral, al precio de las viviendas y a la producción manufacturera y de servicios, sugieren que la economía estadounidense estaría fortaleciéndose a partir del segundo trimestre, lo cual se confirma con el comportamiento favorable del mercado accionario y del mercado inmobiliario, que ha contribuido al aumento en la riqueza de los hogares. También han influido positivamente las condiciones crediticias menos restrictivas, en un contexto en el que continúa fortalecida la confianza, tanto de los consumidores como de las empresas.

Luego de la recuperación de la economía estadounidense registrada en la segunda mitad de 2013, en su reunión de diciembre, la Reserva Federal (FED) acordó iniciar, a partir de enero de 2014, la reducción gradual de los estímulos monetarios (proceso conocido como *tapering*), mediante una disminución por US\$10.0 millardos en las compras mensuales, tanto de títulos respaldados por hipotecas como de bonos del tesoro (de US\$85.0 millardos a US\$75.0 millardos). En sus reuniones de enero, marzo, abril y junio, la FED disminuyó las referidas compras en US\$10.0 millardos en cada reunión, por lo que las compras mensuales de estos títulos actualmente ascienden a US\$35.0 millardos. Asimismo, la FED en su última reunión decidió mantener la tasa de interés objetivo de fondos federales entre 0.00% y 0.25%. Cabe recordar que hasta marzo, la FED aplicó una orientación basada en un criterio cuantitativo en el sentido de que cuando la tasa de desempleo alcance un nivel inferior a 6.50%³, empezaría el proceso de ajustes en la tasa de interés objetivo; sin embargo, por considerar que la debilidad del mercado laboral puede ser mayor a la que sugiere la tasa actual de desempleo de 6.1%, amplió dicha orientación (*forward guidance*)⁴, según la cual el ajuste al alza en la tasa de interés objetivo se realizaría cuando las condiciones económicas fueran consistentes con una situación de pleno empleo e inflación en torno a 2.0%. Para el efecto, la FED analiza

³ La tasa de desempleo ha venido registrando una disminución gradual y progresiva, situándose actualmente en el nivel más bajo (6.1%) desde septiembre de 2008.

⁴ La FED, tomando en cuenta la particular importancia que tiene la comunicación de los bancos centrales en la coyuntura actual, utiliza la estrategia de *forward guidance* para proveer información a los agentes económicos sobre la postura de su política monetaria en el futuro cercano, en particular sobre las condiciones que deben prevalecer para mantener su tasa de interés en niveles excepcionalmente bajos. Ello, según la FED permitiría rebajar la presión sobre las tasas de interés de largo plazo y facilitar el mantenimiento de un bajo costo en el financiamiento de las actividades de los hogares y de las empresas.

el comportamiento actual y previsto de indicadores sobre condiciones del mercado laboral, indicadores de presiones inflacionarias y expectativas de inflación y datos sobre resultados del mercado financiero, entre otros. La FED indica que, aunque los niveles de empleo e inflación están cerca del objetivo, las condiciones económicas sugieren la necesidad de que la tasa de interés objetivo permanezca baja por un tiempo más prolongado⁵.

En la parte fiscal, en el primer semestre de 2014, la incertidumbre se redujo, debido a los consensos políticos logrados en diciembre de 2013 para sancionar el proyecto de presupuesto federal para 2014 y en febrero de este año para la aprobación de la Ley de Extensión Temporal del Techo de la Deuda (S.540), por medio de la cual se suspendió temporalmente el límite al referido techo hasta el 15 de marzo de 2015; además, con la vigencia del presupuesto se reduce el ajuste para el presente ejercicio fiscal. En ese sentido, el Fondo Monetario Internacional (FMI), en su informe de abril sobre las perspectivas económicas mundiales, destaca dos factores favorables para el desempeño de dicha economía: la reducción en 2014 del impacto de la consolidación fiscal de 2.5% a 0.5% respecto del PIB y que la política monetaria se mantendría acomodaticia, a pesar del retiro gradual por parte de la FED de los estímulos monetarios (*tapering*).

Con relación a la Zona del Euro, luego de un largo período de recesión (siete trimestres consecutivos), en el cuarto trimestre de 2013 se registró una tasa de crecimiento positiva (0.5%), marcando el inicio de la salida de la recesión. En el primer trimestre de 2014, dicha región mostró un crecimiento interanual de 0.9%, asociado al mejor desempeño de las exportaciones, a la reactivación de la demanda interna (particularmente en España y Alemania) y a la inversión (principalmente en los países del centro). Dicho crecimiento fue débil respecto de lo esperado por el mercado, pero los principales indicadores de confianza, tanto de los empresarios como de los consumidores, se han fortalecido significativamente, en un ambiente de mejora de las condiciones de financiamiento y menores presiones sobre el proceso de

⁵ Algunos analistas indican que con el *Quantitative Easing* la FED acumuló un monto significativo de reservas bancarias (alrededor de US\$3,000 millardos), lo que desvinculó la tasa de interés objetivo del mercado. Lo anterior implica que para que la referida tasa afecte efectivamente las condiciones monetarias, la FED debería drenar las reservas bancarias, lo cual no es una tarea fácil. Una opción es afectar dichas condiciones estableciendo un objetivo sobre tasas de interés que actualmente están más asociadas al mercado, por ejemplo, la tasa de interés para las operaciones de reporto inversas (*reverse repo operations*) o la tasa de interés pagada sobre el exceso de reservas. La consecuencia de lo anterior sería que los aumentos en la tasa de interés objetivo de fondos federales serían lentos y de poca magnitud.

consolidación fiscal y de reformas estructurales, así como el fortalecimiento gradual de la demanda externa.

Las expectativas económicas también han mejorado tras la cómoda salida de Irlanda y Portugal de sus respectivos programas de ajuste, la contención de los problemas bancarios en España y la casi descartada posibilidad de que Grecia salga de la Unión Monetaria. Además, ha contribuido la aprobación por parte de las autoridades europeas del Mecanismo Único de Resolución (MUR), que junto con el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), complementa la Unión Bancaria de la Zona. Sin embargo, los riesgos siguen sesgados a la baja, debido a los altos niveles de desempleo, la fragmentación de los sistemas financieros y los altos niveles de endeudamiento tanto del sector público como del sector privado, a lo que se suman los posibles efectos que implicaría una intensificación de la crisis Rusia-Ucrania. Otro aspecto relevante es que la recuperación ha sido heterogénea, ya que ha sido impulsada por los países del centro (principalmente Alemania), dado que varios de los países de la periferia aunque ya salieron de la recesión (como España), su crecimiento todavía es muy bajo. En el contexto descrito, se prevé para la Zona un crecimiento económico de 1.1% en 2014 y de 1.5% en 2015.

Cabe destacar que, en su reunión de junio, el Banco Central Europeo (BCE) decidió recortar en 10 puntos básicos la tasa de interés de política monetaria, al ubicarla en un mínimo histórico de 0.15% debido, fundamentalmente, a los renovados temores de deflación en la región y a que el proceso de recuperación económica todavía demanda el mantenimiento de una postura de política monetaria altamente acomodaticia.

En Japón, las expectativas para 2014 apuntan a un crecimiento de 1.7%, levemente superior al registrado en 2013 (1.5%). El crecimiento observado en el primer trimestre del presente año fue significativamente superior al esperado por el mercado, como resultado de un mayor dinamismo tanto de las exportaciones de bienes y servicios, como de la demanda interna del sector privado, en particular del consumo y de la inversión. Las expectativas para el resto del año son más moderadas porque el incremento en el impuesto sobre ventas (de 5.0% a 8.0%, a partir del 1 de abril de 2014) afectaría de manera relevante tanto el consumo privado como el del gobierno, aunque ello no impediría que la economía japonesa crezca a una tasa similar a la del año

anterior (1.5%), debido a que la caída prevista en el consumo sería compensada parcialmente por un aumento en la inversión y en las exportaciones. Entre los riesgos a la baja, destacan un menor incremento en las exportaciones si se diera una desaceleración económica mayor a la prevista en la economía china, lo que también afectaría a otros socios comerciales de Japón en el resto de Asia. Lo anterior deterioraría la cuenta corriente, no sólo por la desaceleración de las exportaciones, sino también porque es posible que no disminuya la demanda de importaciones (particularmente las relacionadas con energía y maquinaria pesada), dado el incremento previsto en la inversión tanto residencial como no residencial. Vale indicar que algunos analistas destacan que las políticas Abenómicas, por el lado monetario, constituyen una especie de experimento que podría conllevar niveles muy altos de inflación, sin que ello genere expectativas de inflación de mediano plazo. De hecho, se ha destacado que es posible que un alto grado de relajamiento monetario sea necesario para anclar las expectativas de los agentes económicos que han estado tradicionalmente más acostumbrados a inflaciones cercanas a cero o a deflaciones.

RECUADRO 1

¿HA CAMBIADO LA PRÁCTICA DE LA POLÍTICA MONETARIA Y SU TEORÍA CON LA CRISIS?

La crisis financiera y económica mundial de 2008-2009 y la recesión económica que le siguió, generaron grandes retos y respuestas excepcionales de política macroeconómica que rebasaron las políticas convencionales, especialmente por parte de las economías avanzadas. La mayoría de dichas economías, luego de haber entrado en la crisis y después de un período prolongado de baja inflación, encontraron que con las reducciones de la tasa de interés de largo plazo, su principal herramienta monetaria para estimular la actividad económica (tasa de interés de política monetaria) llegó casi inmediatamente al límite inferior de la misma (cero). En ese sentido, los gobiernos y los bancos centrales, ante una recesión prolongada y una lenta recuperación económica, y al darse cuenta que la política monetaria convencional era insuficiente, buscaron nuevas herramientas para estimularla y emprendieron un relajamiento monetario cuantitativo a gran escala y sin precedentes (denominada política monetaria no convencional), teniendo claro que sería únicamente para atender una coyuntura excepcional.

La principal herramienta nueva utilizada para enfrentar la crisis fue la hoja de balance (*balance sheet*) de los bancos centrales. Ciertamente, en muchos países, el gobierno y/o el banco central extendieron créditos extraordinarios a bancos y a otras empresas clave; en particular, los bancos centrales implementaron, entre otras, políticas de crédito dirigido, de compra de nuevas clases de activos y de recapitalización de bancos y empresas financieras no bancarias. Una segunda herramienta de política a la que algunos bancos centrales recurrieron durante la crisis fue la orientación con respecto a sus propias acciones futuras (*forward guidance*). Los bancos centrales ya no se limitaron únicamente a determinar cuánto tiempo podrían mantener una postura de política monetaria altamente acomodaticia, sino también a proporcionar mayor información a los mercados, incluidas las medidas adicionales de las condiciones del mercado laboral, los indicadores de las presiones inflacionarias, las expectativas de inflación y las lecturas sobre la evolución de los mercados financieros.

Las medidas no convencionales han tenido un éxito razonable. En primer lugar, cuando éstas han sido utilizadas, las tasas de interés a largo plazo se han reducido con relación a las tasas de corto plazo; asimismo, se han reducido las tasas de interés de activos más riesgosos en comparación con las obligaciones de menor riesgo. En segundo lugar, la introducción de dichas medidas viene a llenar un vacío conceptual que se ha mantenido en el centro del análisis de la política monetaria durante la mayor parte del siglo pasado, a partir de la concepción de la banca central moderna, en cuanto a la utilización de la hoja de balance del banco central como una herramienta alternativa de la política monetaria.

Las medidas no convencionales están revistiendo profundas implicaciones para la teoría monetaria, dado que podrían convertirse en parte del conjunto de herramientas estándar de la política monetaria en tiempos normales. Al respecto, cabe distinguir que la base de la eficacia de las compras de activos del banco central está en función del activo del balance del banco central, lo que riñe con el entendimiento común que ha prevalecido durante décadas de que la política monetaria tiene sólo un instrumento independiente a su disposición. Sin embargo, es muy probable que, en la medida en que las nuevas formas de conducir la política monetaria (en concreto, las compras de activos no relacionados con los cambios en la tasa de interés de política del banco central), sigan formando parte de los instrumentos al alcance de los bancos centrales y que se conciertan en parte de la teoría monetaria.

Algunos economistas han argumentado sobre los posibles inconvenientes asociados al uso de las compras de activos o ventas, especialmente a gran escala, como instrumento de la política monetaria. Hasta la fecha, la discusión se enfoca en dos de ellos, el primero está asociado a las pérdidas de cartera que el banco central podría sufrir, ya sea por la fluctuación en el valor de mercado de las obligaciones a más largo plazo o por el incumplimiento de los emisores del sector privado. El otro riesgo deriva del pago que requieren estas compras, toda vez que cuando un banco central aumenta sus tenencias de activos aumenta simultáneamente sus obligaciones pendientes de pago y, de acuerdo a la teoría monetaria tradicional, una mayor cantidad de pasivos del banco central significa un nivel general de precios más alto para los bienes y servicios de la economía. Por tanto, los teóricos que ven la macroeconomía a través del lente de los bancos centrales, señalan que con una mayor oferta monetaria se esperaría no sólo un aumento en las tasas de inflación de estas economías, sino quizás riesgos de hiperinflación.

En cuanto al anuncio público de la postura de política monetaria y su orientación a futuro, aún no se ha determinado si éstas serán herramientas temporales o pasarán a ser usuales en tiempos normales. El punto crucial acá es que los participantes del mercado están en el negocio de la especulación, con fines de lucro, y están pendientes de las acciones que el banco central toma y de la sincronización con que las pone en práctica, por lo que, en este contexto, en realidad no importa el nivel de transparencia e información que el banco central proporciona. Por tanto, a menos que se bloquee su trayectoria política en la determinación de una fórmula rígida, que se da a conocer públicamente y se compromete a seguir sin salidas, el mercado inevitablemente va a querer saber más de lo que los políticos revelan.

La macroeconomía es un campo en el que la teoría va a la zaga de la experiencia y la práctica. Poniendo este asunto en el vocabulario de Tiberger, se diría que durante décadas la teoría relevante ha concebido la política monetaria como una cuestión de la implementación de un instrumento de política; sin embargo, ahora está claro que un banco central que opera en una economía con mercados de activos desarrollados tiene a su disposición dos instrumentos de política (y, en algunas concepciones, tal vez tres). Como resultado de ello, seguramente los bancos centrales continuarán utilizando alguna forma de compra de activos (o venta cuando sea necesario) una vez que el límite inferior (cero) de la tasa de interés de la política monetaria ya no sea vinculante. Finalmente, como es usual en la macroeconomía, la teoría reconocerá la nueva realidad únicamente después de la experiencia.

Fuente: NBER Working Paper Series No. 20128. "Has the Financial Crisis Permanently Changed the Practice of Monetary Policy? Has it Changed the Theory of Monetary Policy? Benjamin M. Friedman. Mayo de 2014.

3. Desempeño de las economías emergentes

En las economías con mercados emergentes, la demanda agregada mostró, en términos generales, un aumento, aunque moderado, durante el segundo semestre de 2013, impulsado por mayores exportaciones, ante la mejora en la actividad económica de las economías avanzadas. No obstante, el ritmo de crecimiento económico de las economías emergentes se ha visto limitado, en parte, por la disminución en el precio internacional de algunos de sus principales productos de exportación, la debilidad observada en la inversión y las condiciones cada vez más restrictivas en el financiamiento, tanto interno como externo. A pesar de ello, dichas economías seguirían siendo la principal fuente del crecimiento económico global.

Entre los retos más relevantes que deben enfrentar estas economías destaca la normalización de la política monetaria de las economías avanzadas y, por ende, un mayor endurecimiento de las condiciones financieras externas. Dicha incertidumbre se centra en aquellas economías emergentes que dependen de flujos de capital foráneos y que tienen fundamentos macroeconómicos menos sólidos y, por tanto, son más sensibles a la evolución de las condiciones financieras externas. A partir de mayo de 2013, en algunas de estas economías las condiciones monetarias se han restringido para mejorar la confianza, impedir una mayor depreciación de sus monedas, evitar salidas de capitales y reafirmar su compromiso con la estabilidad macroeconómica.

La República Popular China continuó reflejando señales de ralentización durante el primer semestre de 2014; sin embargo, los análisis del FMI y de otros entes internacionales sugieren que la probabilidad de un “aterrizaje forzoso” de la economía china sigue siendo muy baja. La ralentización de la economía china es congruente con la estrategia establecida por su gobierno de realizar reformas estructurales para corregir algunos desequilibrios internos y asegurar la sostenibilidad del crecimiento en el largo plazo, por lo que el rebalanceo de su modelo de crecimiento económico se centra en incentivar el consumo privado. En ese contexto, los indicadores de la actividad manufacturera, del sector de servicios, de la confianza del consumidor, de la producción industrial, de la actividad inmobiliaria y de las ventas minoristas, muestran una moderación relevante.

Durante el primer trimestre del año la economía china creció

7.4%, anticipándose que el resto de año siga creciendo a tasas superiores a 7.0% en congruencia con el pronóstico anual, aunque por debajo de sus valores históricos. Si bien el desempeño reciente de la economía china podría generar un deterioro en las perspectivas de las principales economías vinculadas con dicho país, la recuperación de la demanda de las economías avanzadas podría brindar un impulso adicional a sus exportaciones.

En cuanto a América Latina, sus principales economías, Brasil y México, moderaron su actividad económica, principalmente durante el cuarto trimestre de 2013, mientras que otros países de América del Sur se vieron afectados por la caída en los precios de las materias primas, situación que redujo el valor de sus exportaciones, especialmente las relativas a energéticos, metales y alimentos.

En Brasil, la economía registró un crecimiento de 2.5% en 2013, impulsado por el dinamismo en las exportaciones que fueron favorecidas por el incremento de la demanda externa y la depreciación nominal del real brasileño. Sin embargo, la desaceleración gradual del consumo privado podría seguir influyendo en el crecimiento económico para el resto de 2014, en un entorno en el que las exportaciones y la inversión no presentan un crecimiento lo suficientemente fuerte como para compensar la desaceleración del consumo. Asimismo, la desaceleración de la economía china, la moderación en los precios de las materias primas y la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América, así como algunos factores que restringen la demanda interna (principalmente la inversión), podrían seguir incidiendo en los niveles de confianza, tanto de los consumidores como de los inversionistas. Adicionalmente, un mayor endurecimiento de las condiciones financieras internacionales podría afectar la actividad económica interna en Brasil, lo que aunado al anuncio del gobierno federal de que podría contener el gasto este año con el fin de obtener un superávit primario de 1.9%, han deteriorado la confianza de los inversionistas. Estos factores estarían incidiendo en un moderado crecimiento económico el cual se prevé podría ubicarse en alrededor de 1.3% al finalizar 2014.

En México, el crecimiento de 1.1% en 2013 reflejó la reducción en el dinamismo del valor de las exportaciones, del consumo privado y de la inversión privada, lo que fue moderado en parte por el dinamismo del gasto público en el segundo semestre

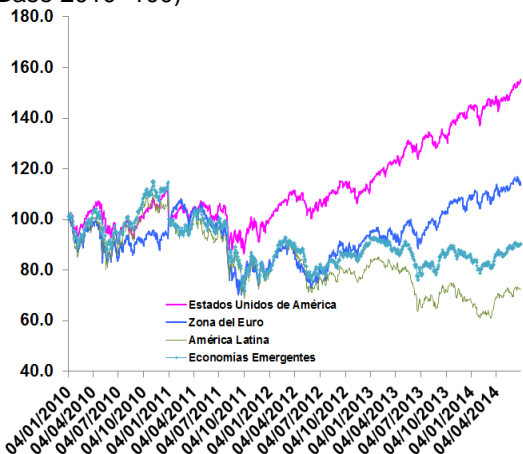
de ese año. Durante el primer trimestre de 2014, la actividad económica registró un crecimiento interanual de 1.8%, superior al observado en el cuarto trimestre del año anterior (0.7%), lo que se reflejó en algunos componentes de la demanda agregada que muestran un desempeño más favorable, especialmente las exportaciones y el gasto público. Se espera que el crecimiento económico adquiera mayor impulso en la medida que la economía estadounidense se acelere, lo que contribuiría a incrementar la demanda externa en un entorno en el que continúa siendo importante el proceso de reforma económica impulsado por el gobierno, cuyo propósito es reducir algunos problemas que han limitado el desempeño económico, principalmente en sectores importantes como el energético y el de las telecomunicaciones. Aun cuando recientemente el gobierno de México redujo su estimación de crecimiento económico para 2014 (de 3.9% a 2.7%), las proyecciones de expertos internacionales apuntan a un crecimiento de 2.5%, considerando el menor desempeño económico de los Estados Unidos de América durante el primer trimestre del presente año.

En otras economías importantes de la región (Chile, Colombia y Perú), el crecimiento económico en 2013 (4.2%, 4.3% y 5.0%, en su orden), fue superior al promedio de América Latina y el Caribe (2.7%) y durante el primer semestre han registrado comportamientos heterogéneos. En Chile y Perú se ha desacelerado debido a una moderación en el crecimiento de la demanda interna y una caída en los precios de sus principales productos de exportación, mientras que en Colombia se ha acelerado, reflejo de un fuerte crecimiento de la demanda interna, principalmente el consumo. Para 2014 se estiman crecimientos de 3.2%, 4.5% y 5.5%, respectivamente.

En Centroamérica, los indicadores de actividad económica de corto plazo durante el primer trimestre de 2014 apuntan a que el crecimiento económico podría ser ligeramente mayor que el año previo (3.2%, respecto de 3.1% en 2013). Las perspectivas para la región siguen siendo positivas, especialmente por el mejor desempeño de los Estados Unidos de América, su principal socio comercial.

Gráfica 2

Principales Índices Accionarios (1) (2)
2010-2014
(Base 2010=100)



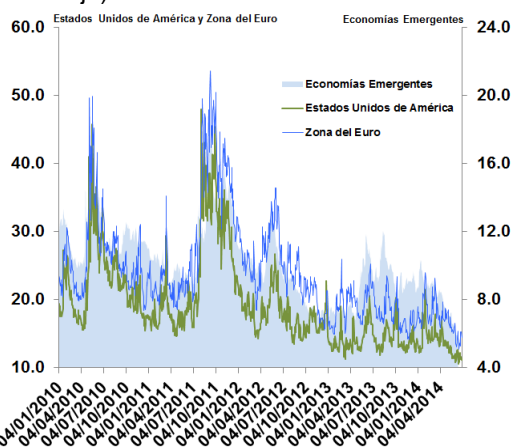
(1) Al 30 de junio 2014.

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

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 3

Volatilidad de los Principales Índices Accionarios
(1) (2)
2010-2014
(porcentaje)



(1) Al 30 de junio 2014.

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

Fuente: Bloomberg.

4. Mercados financieros internacionales

Durante el primer semestre de 2014, los mercados financieros internacionales exhibieron una menor volatilidad, luego del estrés a mediados del año pasado y en los primeros días del presente año, lo cual se refleja en la disminución de la volatilidad de los principales índices accionarios y de la aversión al riesgo. Lo anterior se debe, en parte, a que la normalización de la política monetaria estadounidense ha venido ocurriendo conforme lo previsto por el mercado, al mismo tiempo que la estrategia de comunicación de la FED ha permitido inferir que la normalización de la parte convencional del estímulo monetario (que implica incrementar el nivel de la tasa de interés objetivo) será un proceso lento y gradual. En ese contexto, el comportamiento de los principales índices accionarios durante el semestre ha sido al alza.

A pesar del ligero episodio de volatilidad en enero de este año, y ante la expectativa de una normalización gradual de las tasas de interés y de las primas de riesgo soberano, las condiciones financieras para los mercados emergentes y países en desarrollo mejoraron significativamente respecto del segundo semestre de 2013. En ese sentido, los costos de financiamiento soberano para dichos países han caído⁶, lo que se atribuye en buena parte a la disminución de los rendimientos de los bonos referentes de los países avanzados, ante la expectativa de que los bancos centrales de los Estados Unidos de América, Japón y la Zona del Euro, mantengan sus tasas de política en niveles bajos por un período largo de tiempo, en apoyo a la recuperación económica y, en el caso específico de la Zona del Euro, ante la posibilidad de que una inflación muy baja genere expectativas de deflación.

Si bien la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos de América se percibe como un proceso gradual, no se descarta la posibilidad de que los mercados puedan sobre-reaccionar a las comunicaciones de la FED, como ocurrió en mayo del año pasado (cuando los mercados empezaron a anticipar el retiro gradual de los estímulos monetarios en los Estados Unidos de América) y anticipar alzas mayores o más rápidas de las tasas de interés en dicho país, lo cual ocasionaría un aumento en la

⁶ El Banco Mundial, en su documento sobre perspectivas económicas globales, junio 2014, indica que los referidos costos bajaron de 6.7% en septiembre del año pasado a 5.2% en junio del presente año. Vale indicar que dos tercios de la reducción se asocian a una caída en los *spreads* de riesgo soberano (que en el período indicado cayeron 110 puntos básicos), lo que hizo que varios países volvieran a los mercados internacionales.

aversión al riesgo, salida de capitales y, por ende, depreciaciones cambiarias. El incremento en los costos de financiamiento externo para las economías con mercados emergentes y países en desarrollo podría también afectar la demanda interna. Sin embargo, de acuerdo con lo señalado por el FMI, algunos de los países que tomaron acciones desde mayo de 2013 han mostrado una mayor resistencia a los efectos negativos; asimismo, la participación en el mercado cambiario por parte de los bancos centrales ha logrado estabilizar y, en algunos casos, fortalecer sus monedas. Por tanto, como lo menciona la agencia calificadora *Fitch Ratings*, en las economías emergentes el período de abundancia de crédito externo y bajas tasas de interés pudo haber llegado a su fin, cuya consecuencia lógica es que las economías que sustentaron su crecimiento económico reciente en dichas condiciones podrían enfrentar alguna desaceleración en su actividad económica.

En cuanto a las economías avanzadas, el FMI destaca que éstas deben estar atentas a los efectos de las nuevas políticas en sus propias economías, dado que podrían gestar apreciaciones en sus monedas y provocar entradas de capital significativas (especialmente de cartera). Por otro lado, la dinámica de los índices accionarios evidencia que los bajos rendimientos de los precios accionarios en las economías con mercados emergentes se pueden transmitir por medio de los mercados financieros, sobre todo en Japón y en la Zona del Euro.

RECUADRO 2

ESTRATEGIAS PARA ENFRENTAR LA NORMALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LOS PAÍSES DE INGRESO ALTO

Dado que en las economías avanzadas, principalmente los Estados Unidos de América, la recuperación económica ha ganado impulso, gradualmente ha iniciado el retiro de los estímulos monetarios implementados a partir de la crisis global y financiera de 2008-2009. Derivado de ello, los países en desarrollo pueden esperar que la demanda de sus exportaciones crezca debido al impulso en el comercio mundial, a pesar de enfrentarse tasas de interés más altas y potenciales salidas de capitales.

Según proyecciones del Banco Mundial, el crecimiento económico mundial en 2014 sería de 3.2%, superior al registrado el año anterior (2.4%), mientras que para 2015 y para 2016, prevé crecimientos de 3.4% y 3.5%, respectivamente. El mayor dinamismo de la actividad económica mundial previsto para el presente año reflejaría el repunte del crecimiento en los países de ingresos altos, luego de varios años de extrema debilidad. De hecho, se espera que estos países crezcan 2.2% en 2014 (1.3% en 2013) y 2.4% en 2015 y en 2016.

Al respecto, la recuperación en las principales economías de ingresos altos (los Estados Unidos de América, la Zona del Euro y Japón) se encuentra más avanzada en los Estados Unidos de América, donde el PIB ha venido recuperándose en los últimos 10 trimestres. Por su parte, en la Zona del Euro, el crecimiento del PIB trimestral ha sido positivo desde el cuarto trimestre de 2013, aunque un poco más lento de lo esperado. En cuanto a Japón, los significativos estímulos fiscal y monetario han provocado una fuerte reactivación cíclica, la que, no obstante, requerirá reformas estructurales para garantizar su sostenibilidad.

En tanto, en los países en desarrollo, luego del avance relativamente moderado del crecimiento económico en 2013 (estimado en 4.8%), éste se ha consolidado en los últimos meses, debido al fortalecimiento del crecimiento en los países de ingresos altos y a la recuperación de las principales economías de ingresos medios, como India y la República Popular China. La actividad económica de estos países aumentaría a 5.3% este año, mientras que en 2015 y 2016 crecería 5.5% y 5.7%, respectivamente.

En lo relativo a la política monetaria no convencional, a partir de enero de 2014 inició el retiro del estímulo monetario en los Estados Unidos de América, siendo el escenario más probable una trayectoria ordenada y un lento incremento de las tasas de interés mundiales de largo plazo, que se aceleraría a partir de 2016. Además, se espera que la restricción ordenada de las condiciones financieras tenga un impacto modesto sobre la inversión y el crecimiento de los países en desarrollo, aunque las proyecciones indican que los flujos de capital hacia estos países se reducirán de 4.6% del PIB en 2013 a 4.1% en 2016, a medida que los inversionistas aprovechen el alza del rendimiento en los países de ingreso alto. Sin embargo, si los mercados descontaran aumentos más altos y rápidos en la medida que avanza el proceso del retiro de los estímulos monetarios, los impactos en los países en desarrollo podrían ser más significativos, especialmente en las economías de ingresos medios que están más abiertas a flujos de capital y, por ende, son más vulnerables a cambios en los mercados financieros internacionales. De esa cuenta, si en los mercados internacionales se elevaran con mayor rapidez las tasas de interés a largo plazo, ello podría generar un ajuste rápido y desordenado de las carteras y, por tanto, de los flujos de capital privado hacia los países en desarrollo, los cuales podrían reducirse entre 50% y 80% y provocar una desaceleración de hasta 1.2% del PIB en cuestión de meses. Cabe indicar que las economías que tienen grandes déficits en cuenta corriente y las que han experimentado alzas considerables en el financiamiento bancario durante los últimos años, con bajas tasas de interés, resultarían más afectadas.

Es importante señalar que, mientras las condiciones financieras más restrictivas desfavorecerían a los países en desarrollo, el aumento de la demanda externa de los países de ingresos altos, debería tener el efecto contrario. A medida que repunte la inversión y la demanda de los consumidores en los países de ingresos altos, se espera que se acelere el comercio mundial aumentando 4.6% este año y llegue a 5.2% en 2016.

Cabe recordar que los países en desarrollo respondieron a la crisis financiera mundial ofreciendo estímulos fiscales y monetarios. Sin embargo, considerando que los déficits del sector público y en cuenta corriente alcanzan o incluso superan el 3% del PIB en la mayoría de los países, el margen para la aplicación de tales medidas ha disminuido notablemente.

Por tanto, las autoridades a cargo de formular políticas en los países en desarrollo deben plantearse en este momento cómo responderían a una restricción considerable de las condiciones financieras mundiales, dependiendo del grado de su exposición. Los países con políticas de estabilización adecuadas y confianza de los inversionistas podrán recurrir a mecanismos de mercado y políticas prudenciales y macroeconómicas contracíclicas para enfrentar la disminución de los flujos; mientras que los que cuentan con un espacio limitado para otorgar estímulos pueden verse obligados a aplicar políticas fiscales restrictivas para reducir las necesidades de financiamiento o aumentar las tasas de interés para estimular el ingreso de flujos adicionales. En todo caso, los países que cuenten con reservas monetarias internacionales suficientes, pueden considerar utilizarlas para moderar el exceso de volatilidad de los ajustes cambiarios.

Finalmente, con el mejoramiento de las perspectivas de crecimiento a largo plazo, reformas creíbles pueden mejorar la confianza de los inversionistas y del mercado, lo que podría contribuir a una mayor inversión (incluida la externa) y a un crecimiento del producto a mediano plazo.

Fuente: Banco Mundial. "Perspectivas económicas mundiales: Estrategia para enfrentar la normalización de la política monetaria en países de ingresos altos". Enero de 2014.

5. Precios internacionales de algunas materias primas

Durante el primer semestre de 2014, los precios de las materias primas, en términos generales, registraron una tendencia al alza, principalmente los productos energéticos, los alimentos y los metales, atribuida a factores de oferta, particularmente en el caso de los energéticos y de los alimentos, así como a factores geopolíticos, lo que provocó volatilidad en los mercados. Por su parte, la sólida demanda de las economías emergentes también contribuyó al alza registrada en los precios de las materias primas, aunque a partir de mayo, se observa una reversión en el comportamiento de los precios, especialmente del maíz y del trigo, debido a las mejores perspectivas en la producción mundial. En ese contexto, al 30 de junio de 2014, el precio internacional de las materias primas que afectan la inflación en Guatemala: petróleo, maíz y trigo, muestran variaciones acumuladas de 7.0%, 0.5% y -7.0%, en su orden.

a) Petróleo

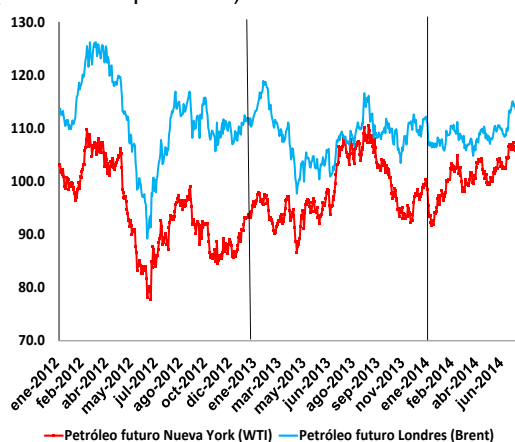
El precio internacional del petróleo en el primer semestre presentó una tendencia al alza como resultado de los continuos problemas de producción en varios de los principales oferentes, de la reducción en los niveles de inventarios de crudo, el incremento de la demanda en algunas economías avanzadas y condiciones climáticas adversas en los Estados Unidos de América (clima extremadamente frío), lo que provocó una significativa demanda de refinados para calefacción. Asimismo, las preocupaciones sobre la posibilidad de sanciones más estrictas contra Rusia por el conflicto con Ucrania, incrementó las expectativas de posibles interrupciones en el suministro de crudo proveniente de ese país. El comportamiento al alza del precio del crudo se reflejó en la reducción del suministro de petróleo de productores importantes, tanto dentro como fuera de la Organización de Países Productores de Petróleo (OPEP).

Según IHS CERA (*Information Handling Services, Cambridge Energy Research Associates*), la producción mundial de petróleo para 2014 se situaría en 93.2 millones de barriles diarios (mbd), mientras que la demanda mundial de crudo se estima en 93.1 mbd, lo que anticipa un leve superávit de 0.1 mbd, situación que podría mantener alto el precio del crudo.

La producción mundial de petróleo registraría un

Gráfica 4

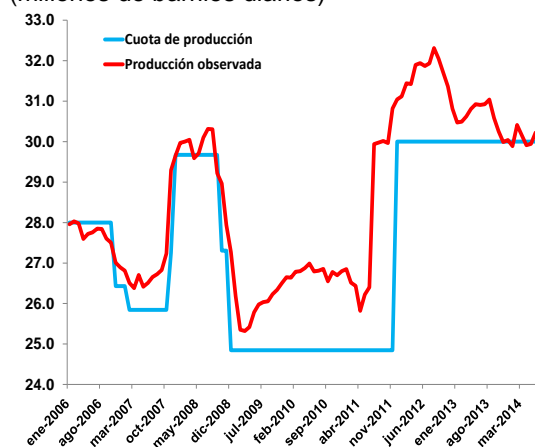
Precio Internacional del Petróleo (1)
(US dólares por barril)



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de junio de 2014.
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 5

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



(1) Con información preliminar a junio de 2014.
Fuente: Bloomberg.

incremento de 1.6 mbd, respecto de lo observado en 2013 (91.6 mbd) reflejo, principalmente, del aumento en la producción de los Estados Unidos de América, Rusia y Canadá, lo que compensaría la reducción en otros países productores. En efecto, algunos países miembros de la OPEP, como Iraq y Libia, continúan siendo afectados por problemas de inestabilidad política que han ocasionado daños en la infraestructura petrolera, mientras que Irán sigue sujeto al embargo petrolero por parte de la Unión Europea, debido a su programa nuclear. El mayor productor de la OPEP, Arabia Saudita, ha reducido su nivel de producción, debido, entre otros aspectos, a una estrategia de mercado para mantener altos los precios internacionales del crudo. En ese sentido, actualmente, el volumen real de producción de dicha organización es similar a la cuota de producción (30.0 mbd desde 2011), cuando por lo general el valor observado ha superado la cuota, como se ilustra en la gráfica 5. Otro factor que ha incidido en las expectativas del mercado es la crisis política y económica en Venezuela, particularmente durante el primer trimestre del año. Además, destaca el diferendo entre Sudán y Sudán del Sur, cuya producción continúa reduciendo la disponibilidad de crudo proveniente de África.

Las tensiones entre Rusia y Ucrania por el control de la Península Autónoma de Crimea ubicada en territorio ucraniano, que se anexó a Rusia este año como resultado de un referéndum, provocaron sanciones a Rusia por parte de la Unión Europea y de los Estados Unidos de América, las cuales presionaron el precio del petróleo al alza. Por otra parte, los acuerdos alcanzados en 2013 por Siria e Irán con la Organización de las Naciones Unidas para desmantelar el arsenal de armas químicas y el programa nuclear, en su orden, han contribuido a mantener el precio del petróleo estable, aunque en niveles altos.

Vale indicar que Rusia y los Estados Unidos de América continúan registrando importantes incrementos en sus volúmenes de producción. En el caso de Rusia, el aumento se debe a la incorporación de nuevas áreas de extracción y en el caso de los Estados Unidos de América, a la utilización de nueva tecnología.

Cuadro 1

Oferta y Demanda Mundial de Petróleo
Años 2013 - 2014
(millones de barriles diarios)

Descripción	Estimación de enero 2014			Estimación de abril 2014		
	2013(a)	2014(b)	Variación	2013(a)	2014(b)	Variación
Oferta	91.5	93.6	2.1	91.6	93.2	1.6
Demanda	92.1	93.7	1.6	91.9	93.1	1.2
Balance (oferta - demanda)	-0.6	-0.1	-----	-0.3	0.1	-----

(a) Cifras preliminares.

(b) Cifras proyectadas.

Fuente: IHS CERA.

b) Gasolinas

Durante el primer semestre del año, el precio de la gasolina en los Estados Unidos de América registró una tendencia al alza. Dicho comportamiento se explica, principalmente, por la reducción en el nivel de inventarios, debido al mantenimiento no planificado de algunas refinerías; el cierre temporal de otras, debido a un invierno más severo que, en algunos casos, obligó a la paralización de la actividad industrial, incluyendo a la industria petroquímica; el aumento en la demanda externa; y el incremento estacional en la demanda de dicho refinado ante el inicio del verano en los Estados Unidos de América. Vale destacar que factores geopolíticos, como las tensiones registradas entre Rusia y Ucrania a partir de febrero, también afectaron las cotizaciones internacionales de las gasolinas.

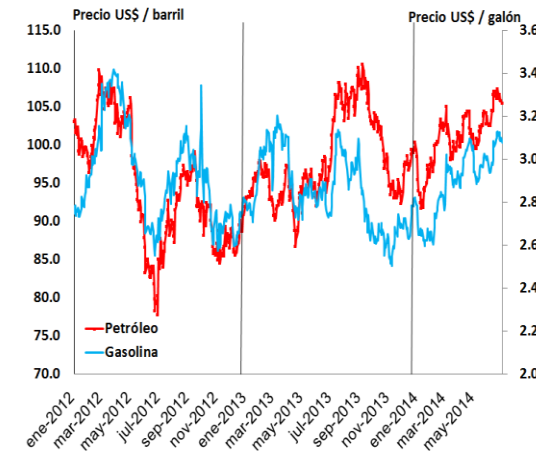
c) Maíz

Hasta abril del presente año, luego de la reducción observada en el segundo semestre de 2013, el precio internacional del maíz registró una tendencia al alza. Este comportamiento es el resultado de expectativas de daños a la producción en América del Sur, principalmente en Argentina y en Brasil, como consecuencia de las fuertes sequías que afectaron las áreas de siembra y que provocaron la reducción de las proyecciones de producción, ocasionando que se revirtiera la tendencia a la baja en el precio internacional del grano. La crisis entre Rusia y Ucrania también contribuyó a impulsar el precio internacional, principalmente en marzo, ante las expectativas de que un conflicto militar en la región pudiera comprometer el suministro del grano proveniente de ambos países, importantes productores a nivel mundial.

No obstante lo anterior, a partir de mayo, la tendencia

Gráfica 6

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

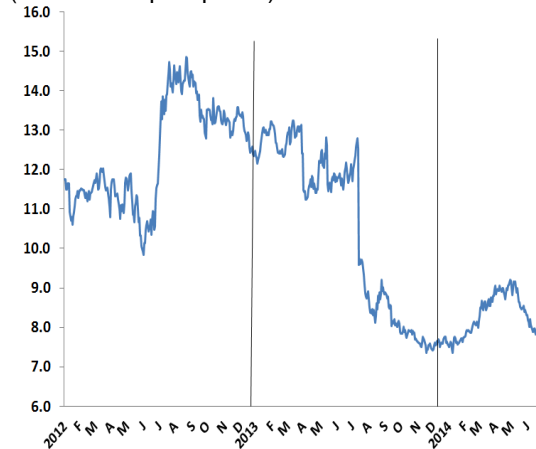


(1) Con información al 30 de junio de 2014.

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 7

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de junio de 2014.

Fuente: Bloomberg.

al alza en el precio ha venido revirtiéndose, lo que se asocia a las expectativas de un alto volumen de producción para la cosecha 2014/2015, debido a la previsión de condiciones climáticas favorables. Por ello, se anticipa un incremento en la producción de la República Popular China, Argentina y Rusia.

En cuanto a la producción estadounidense, el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés) informó que la producción de maíz para la próxima cosecha sería abundante por segundo año consecutivo y conllevaría un aumento en los inventarios, los cuales se redujeron luego de la sequía registrada en 2012.

Según las estimaciones del referido ente, la producción mundial de maíz para la cosecha 2014/2015 se situaría en 981.1 millones de toneladas métricas (mtm), producción similar a la cosecha previa (981.9 mtm).

En cuanto a la demanda mundial para el período 2014/2015, ésta se estima en 967.5 mtm, superior en 1.7% respecto de la cosecha anterior (951.0 mtm), debido al incremento del consumo mundial, especialmente de la República Popular China, la Unión Europea, Brasil, México e India. Asimismo, el nivel de los inventarios mundiales se estima en 182.6 mtm, superior en 8.0% respecto de la cosecha anterior (169.0 mtm).

Cuadro 2

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

Rubro	Cosechas			Variaciones	
	2012/2013 (a)	2013/2014 (b)	2014/2015 (b)	2013/2014	2014/2015
Producción	868.8	981.9	981.1	13.0	-0.1
Consumo	865.3	951.0	967.5	9.9	1.7
Déficit / Superávit	3.5	30.9	13.6	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

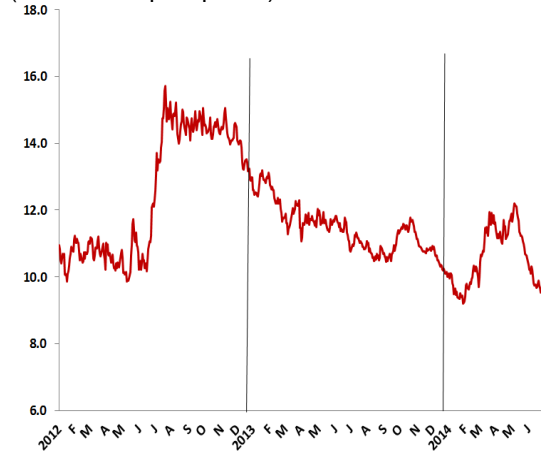
Fuente: USDA, junio de 2014.

Aun cuando el consenso mantiene expectativas de relativa estabilidad en el precio del grano en este año, existe incertidumbre derivada de las tensiones geopolíticas en la región del Mar Negro, la cual podría tener una mayor incidencia en los patrones de comercio para 2014-2015.

d) Trigo

Gráfica 8

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 30 de junio de 2014.
Fuente: Bloomberg.

El precio internacional del trigo registró un importante incremento durante la mayor parte del primer semestre del presente año; sin embargo, a partir de mayo registra una reducción significativa, posicionándolo en niveles similares a los registrados a inicios del presente año. El alza del precio hasta mayo se atribuyó a los daños en la producción, debido a factores climáticos en los Estados Unidos de América (heladas), Rusia, Kazajistán y Argentina (sequías), situación que generó expectativas de una probable disminución en la oferta mundial; el bajo nivel de inventarios existente por los problemas de cosechas anteriores; el incremento previsto en la demanda, principalmente por parte de las economías emergentes; y la tensión entre Rusia y Ucrania, países que al igual que en el caso del maíz, son exportadores importantes a nivel mundial, por lo que un problema en el suministro de dichos países reduciría de manera relevante la oferta mundial. En cuanto a la baja observada a partir de mayo, ésta se asocia a las perspectivas de un importante incremento en la producción mundial para la cosecha 2014/2015.

Según el USDA, la producción mundial de trigo para la cosecha 2014/2015 se situaría en 701.6 mtm, inferior en 1.7% respecto de lo observado en la cosecha 2013/2014 (714.0 mtm), debido a la reducción en la producción de Canadá, Turquía, Ucrania, Australia e Irán. En el caso de los Estados Unidos de América, principal exportador a nivel mundial, su producción registraría una reducción derivada, principalmente, de la sustitución de trigo por otros cereales como el maíz y la soya.

Por su parte, el consumo mundial de trigo para el período 2014/2015 se estima en 699.1 mtm, inferior en 0.6% al registrado el año previo (703.2 mtm); mientras que los inventarios mundiales se situarían en 188.6 mtm, cifra superior en 1.4%, respecto de lo observado en la cosecha 2013/2014 (186.0 mtm). De acuerdo con la Organización para la Agricultura y la Alimentación, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, la previsión actual del nivel de inventarios continúa siendo baja respecto de su nivel histórico, razón por la cual un incremento en la demanda podría presionar al alza el precio internacional del trigo.

Cuadro 3

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

Rubro	Cosechas			Variaciones	
	2012/2013 (a)	2013/2014 (b)	2014/2015 (b)	2013/2014	2014/2015
Producción	657.3	714.0	701.6	8.6	-1.7
Consumo	679.3	703.2	699.1	3.5	-0.6
Déficit / Superávit	-22.0	18.4	2.5	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América, junio de 2014.

RECUADRO 3

¿ESTÁ LA REPÚBLICA POPULAR CHINA REORIENTANDO SU GASTO EN MATERIAS PRIMAS?

El desempeño de la economía china después de tres décadas de rápido y sostenido crecimiento económico (10% en promedio), ha provocado numerosas inquietudes debido a su reciente ralentización. Algunas de las inquietudes que se generan son las relativas a las implicaciones para los mercados internacionales de materias primas, ante una menor demanda de china en dichos mercados y provocar una baja en los precios internacionales. Sin embargo, el reciente inicio de la recomposición de su modelo de crecimiento económico es congruente con un reajuste de la demanda, es decir, el consumo privado de bienes no perecederos ha comenzado a repuntar y la inversión en infraestructura se ha estancado. Cabe mencionar que el consumo de materias primas se ha estabilizado en el mundo entero, incluyendo la República Popular China y, según las previsiones, mantendrá esa trayectoria, aunque se espera una mayor demanda para productos con mayor valor agregado (grado más alto), lo que implicaría efectos positivos para los exportadores de este tipo de bienes.

Es importante señalar que desde la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009, la tasa de crecimiento del consumo mundial de materias primas se ha moderado, en comparación con el auge observado previo a ésta, excepto en el caso de los alimentos. Esa desaceleración se vio acompañada de una recomposición del consumo mundial de materias primas. Específicamente, dentro del sector de la energía primaria, el consumo de gas natural ha aumentado con mayor rapidez que la de otros combustibles, por su parte, el consumo de metales de bajo grado (cobre y mineral de hierro) ha disminuido y se ha orientado hacia los de grado más alto (aluminio y zinc).

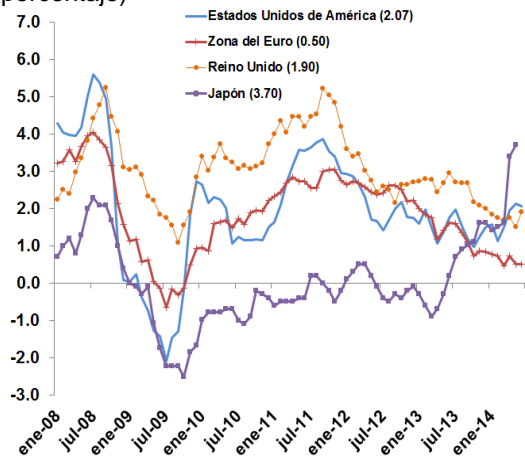
En el caso de la República Popular China, los patrones de consumo *per cápita* de energía, metales y alimentos parecen coincidir, en general, con los observados, hace décadas, en otras economías de rápido crecimiento de Asia (Corea, Japón y Taiwán). En efecto, la reciente recomposición de las categorías de materias primas a nivel mundial también se observa en la economía china; en particular, el arroz ha cedido su lugar a alimentos de mayor complejidad (aceites comestibles y soya y, en menor grado, carne). Por su parte, el cobre y el mineral de hierro se han visto desplazados en los últimos años por el aluminio, el estaño y el zinc; mientras que la utilización de carbón ha disminuido frente al aumento en la utilización de combustibles de energía primaria menos contaminantes. Ciertamente, la demanda de carbón térmico en la República Popular China disminuyó en 2013 y comienzos de 2014.

En conclusión, los exportadores de materias primas de alto grado deberían de observar efectos positivos, a medida que el consumo de materias primas continúe creciendo en la República Popular China. Asimismo, el reajuste de la demanda no indica que el nivel del consumo de materias primas en dicho país alcance máximos históricos, al menos no hasta que el ingreso *per cápita* actual se duplique. Por el contrario, el consumo de materias primas a nivel mundial aumentaría y continuaría reorientándose gradualmente hacia los alimentos y los metales de alto grado, así como los combustibles de energía primaria más limpios. Sin embargo, los exportadores de materias primas básicas y de bajo grado (arroz, cobre, mineral de hierro y, posteriormente, carbón) deberían prever que la demanda china crecerá con más lentitud a medida que se vuelque hacia otras materias primas, con crecientes efectos positivos para los exportadores.

Fuente: Samya Beidas-Strom. "Is China's Spending Pattern Shifting (away from Commodities)?" World Economic Outlook: Recovery strengthens, remains uneven. International Monetary Fund. Abril de 2014.

Gráfica 9

Ritmo Inflacionario Total en las Economías Avanzadas (1)
2008-2014
(porcentaje)



(1) Datos a junio de 2014. Japón a mayo.
Fuente: Bancos centrales.

6. Inflación y política monetaria

Durante el primer semestre de 2014, en términos generales, la inflación en las economías avanzadas continuó ubicándose en niveles por debajo de 2%, con excepción de Japón, donde el ritmo inflacionario ha aumentado como resultado de una política monetaria altamente expansiva y, recientemente, por el alza al impuesto a las ventas que llevó el ritmo inflacionario a 3.70% en mayo de este año. Otra excepción es los Estados Unidos de América, donde la inflación se ubicó en 2.07% en junio, debido a incrementos en los precios de los alimentos y de la energía. En las economías emergentes y países en desarrollo, aunque la situación es más heterogénea, la inflación ha empezado a registrar incrementos, particularmente en los rubros de alimentos y de energía. En Centroamérica y en la República Dominicana, la inflación también ha empezado a aumentar, en buena medida, porque la inflación en alimentos ha subido.

En los Estados Unidos de América, durante el primer cuatrimestre del año, la inflación continuó en niveles por debajo del objetivo de largo plazo establecido por la FED (2.0%), lo que ha permitido, el mantenimiento de condiciones monetarias altamente acomodaticias. Sin embargo, en mayo la inflación se elevó a su mayor ritmo en los últimos 18 meses (2.13%), como resultado de la recuperación de la demanda y de incrementos en los precios de los alimentos y de la energía, aunque en junio se redujo a 2.07%, mientras que la inflación subyacente se ubicó en 1.93%, muy cerca del nivel objetivo.

En la Zona del Euro, la inflación se ha venido reduciendo de manera significativa, permaneciendo en valores inferiores a 1.0% (0.50% con datos a junio). Los niveles bajos de inflación observados en la región han provocado que el mercado empiece a preocuparse por la posibilidad de un proceso deflacionario, tomando en cuenta que la brecha del producto continúa siendo altamente negativa y que persisten los riesgos a la baja en términos de recuperación económica. Al respecto, el BCE ha enfatizado que la deflación aún no constituye un riesgo relevante y que la recuperación podría ubicar la inflación en valores próximos a su objetivo. Además, confirmó su determinación de mantener una política monetaria ampliamente acomodaticia durante un período de tiempo prolongado y de tomar oportunamente acciones adicionales, incluyendo la utilización de instrumentos de política no

convencionales con el fin de reducir los riesgos de deflación. En esa línea, en junio el Consejo de Gobierno del BCE decidió reducir en 10 puntos básicos la tasa de interés de política monetaria, al ubicarla en 0.15%, su mínimo histórico. Se prevé que la inflación se sitúe en 1.0% para 2014 y en 1.1% para 2015.

En el caso de Japón, los estímulos fiscales y monetarios adoptados por el gobierno en 2013 (políticas Abenómicas) han contribuido a contrarrestar el proceso deflacionario crónico registrado en la última década. Así, la inflación ha aumentado gradualmente desde junio del año anterior, ubicándose en mayo de este año en 3.70%. Dicho comportamiento se explica, como se mencionó, en buena medida, por el efecto del programa de flexibilización monetaria cuantitativa y cualitativa, así como por el aumento del impuesto sobre las ventas (de 5.0% a 8.0%)⁷. El Banco Central de Japón (BCJ) ha indicado que mantendrá la política de flexibilización monetaria el tiempo que sea necesario.

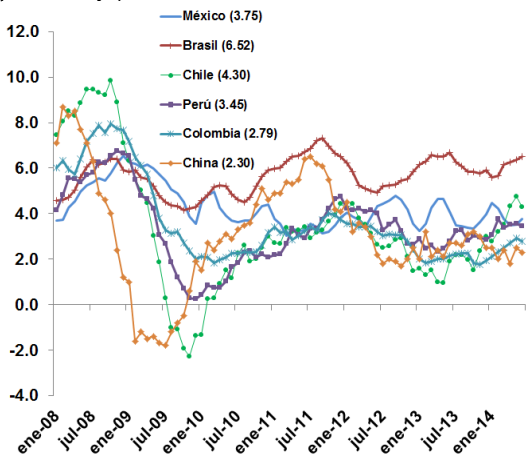
Durante el primer semestre de 2014, en la mayoría de las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, la inflación, en términos generales, mantuvo una tendencia al alza. En ese contexto, la respuesta de política monetaria ha sido heterogénea, mientras algunos países han preferido no modificar sus tasas de interés de política monetaria, otros la han elevado para evitar mayores salidas de capitales y, por ende, una mayor depreciación cambiaria, así como para reafirmar sus compromisos de estabilidad macroeconómica. Cabe indicar que, a pesar de la ralentización de la demanda interna en varios países, muy pocos han disminuido sus niveles de tasa de interés de política monetaria y, en general, ha sido porque la demanda interna se está desacelerando, o porque desean desestimular los flujos de capital, pero en un contexto en el que las expectativas de inflación de mediano plazo están ancladas a la meta.

En la República Popular China, la inflación se ha ubicado por debajo de la meta establecida por el Banco Popular de China (3.50%), registrando en junio un nivel de 2.30%, lo que daría espacio para implementar estímulos económicos que mitiguen la desaceleración observada en dicha economía y permitir que la tasa de interés de referencia se mantenga en 6.0%.

En América Latina, durante el primer semestre del año, las

Gráfica 10

Ritmo Inflacionario Total de las Economías Emergentes (1)
2008-2014
(porcentaje)



(1) Datos a junio de 2014.
Fuente: Bancos centrales.

⁷ El incremento en la inflación derivado del alza en el impuesto sobre ventas, como es usual, sería un efecto de una sola vez.

inflaciones de las principales economías que operan con metas explícitas de inflación (México, Colombia, Perú, Chile y Brasil) presentaron una tendencia al alza, con excepción de México; sin embargo, se ubicaron dentro de la meta de inflación, excepto en Perú, en Chile y en Brasil, donde el nivel actual de inflación se encuentra por arriba del límite superior del rango meta. No obstante, se espera que éstas converjan a los objetivos de los bancos centrales a finales de 2014. En general, el incremento en la inflación se explica por el alza registrada en los precios de los alimentos y de los energéticos en el presente año. El comportamiento de la inflación ha provocado tres tipos de respuestas por parte de las autoridades monetarias. Por una parte, países como Brasil y Colombia decidieron incrementar el nivel de sus tasas de interés de política monetaria (para ubicarlas en 11.0% y 4.0%, respectivamente). En el caso de Brasil, debido a las presiones internas de precios y, según varios expertos internacionales, como una forma preventiva de aminorar los efectos de la normalización de la política monetaria estadounidense; y en el caso de Colombia, al aumento en las expectativas de inflación y a que la demanda interna continuará creciendo cerca de su nivel potencial. Por su parte, Perú decidió mantener el nivel de su tasa de interés de política en 4.0%; mientras que Chile y México decidieron bajar su tasa de interés de política monetaria para ubicarla en niveles de 4.0% y 3.0%, en su orden.

En los países de Centroamérica y la República Dominicana, con excepción de Honduras, la inflación se ha moderado en lo que va del año, debido principalmente a una menor presión inflacionaria en el rubro de alimentos y en algunos casos a precios estables en algunos productos energéticos (combustibles), cuyos precios, aunque altos, son menores que los del año anterior. Vale indicar que Costa Rica durante el primer semestre del año ha incrementado su tasa de interés de política monetaria en 150 puntos básicos (ubicándola en 5.25%), debido a que la reciente depreciación del tipo de cambio nominal ha incrementado las expectativas de inflación con un efecto negativo sobre la demanda de dinero. Por su parte, Guatemala redujo su tasa de interés de política monetaria en 50 puntos básicos, considerando que tanto el ritmo inflacionario total observado como el pronosticado para el horizonte de política monetaria relevante se ubican dentro de la

meta de inflación.

En opinión de *la Unidad de Inteligencia de The Economist*, los bancos centrales de América Latina empezarían a incrementar sus tasas de interés en respuesta a la normalización de la política monetaria de las economías avanzadas, pero el margen de maniobra dependerá de otros factores, como la fortaleza de la demanda interna, los niveles de inflación y la apertura de la cuenta de capitales.

RECUADRO 4 UN INDICADOR ALTERNATIVO (SOMBRA) PARA ESTIMAR LA POSTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA CUANDO LA TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA ES CERO

La reciente crisis financiera mundial y la Gran Recesión demandaron que las economías avanzadas tuvieran que implementar una variedad de medidas de política no convencionales, entre las cuales se encuentra la denominada "flexibilización cuantitativa" (QE, por sus siglas en inglés). Dichas medidas fueron puestas en práctica cuando la principal herramienta de los bancos centrales, la tasa de interés de la política monetaria, alcanzó su límite inferior (cero) y han tenido como principal propósito lograr una mayor expansión de las condiciones monetarias y restaurar los flujos de capital.

En el período previo a la recesión existía un consenso tanto de la academia como de los bancos centrales de que la tasa de interés de corto plazo era un buen indicador de la postura de la política monetaria. Bernanke y Blinder (1992) concluyeron que la tasa de fondos federales era "extremadamente indicativa acerca de los movimientos futuros de las variables macroeconómicas reales". Bajo esas premisas, se generalizó la utilización tanto de las tasas de interés de política como una variable aproximativa de la orientación de la política monetaria en los modelos macroeconómicos, como de los choques de las tasas de política para estudiar la transmisión de la política monetaria.

No obstante, dicha herramienta resulta inadecuada cuando la tasa de interés de política monetaria se ubica en su límite inferior pues deja de ser vinculante (al perder su eficiencia como mecanismo de señalización de la postura de la política monetaria). En ese sentido, dada la naturaleza y la diversidad de las políticas recientes centrales que afectan la hoja de balance de los bancos centrales, un solo indicador no representa coherentemente la orientación de la política monetaria en los períodos *pre* y *post* crisis. En ese sentido, es necesario contar con una medida consistente que permita medir correctamente la orientación de la política monetaria, así como analizar la efectividad de la QE y su impacto en la actividad económica.

Lombardi y Feng Zhu (2014) proponen la conveniencia de estimar una "tasa de política sombra" para la economía de los Estados Unidos de América (EE.UU.), mediante la utilización de un conjunto de datos que sean representativos de las diversas facetas de la postura de la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América (FED). La contribución más importante de la estimación de una tasa sombra, es que ofrece un indicador razonable sobre la orientación de la política monetaria al establecer el momento en el que la tasa de interés de la política monetaria se torna nuevamente vinculante. La estimación de dicha tasa se realizaría sobre la base de modelos econométricos de vectores autorregresivos estructurales (SVAR), lo que facilitaría la evaluación de la orientación de la política con respecto a los puntos de referencia de la Regla de Taylor. Las principales variables del modelo son los cambios en las primas por plazo y las compras de activos por parte de la FED, basándose en el tipo de interés de la tasa efectiva de fondos federales hasta antes de la reciente crisis.

Con la ausencia de una cuantificación adecuada del tamaño del estímulo que ofrecen las políticas QE hoy en día, es difícil determinar si la orientación actual de la política es adecuada o está siendo muy restrictiva o demasiado acomodaticia. Para ayudar a medir dicha postura y evaluar el impacto de las QE, los autores utilizaron los cambios según el monto y el vencimiento de las tenencias de activos de la FED para estimar el impacto de las compras de activos bancarios en la curva de rendimiento.

En general, con este modelo se puede identificar de mejor manera los choques de política monetaria y su impacto. Al respecto, una tasa de política sombra proporciona un indicador intuitivo y un modelo libre que puede ser fácilmente calculado en tiempo real y determinar con precisión la postura de la política monetaria bajo distintas circunstancias. Asimismo, la tasa de política sombra resultante puede aplicarse de manera coherente en los períodos *pre* y *post* límite cero de la tasa de interés.

Fuente: Marco Lombardi and Feng Zhu. "A shadow policy rate to calibrate US monetary policy at the zero lower bound". BIS. Working Paper No. 452. June 2014.

B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS

Según el consenso de varios entes internacionales, la actividad económica mundial continuará recuperándose en 2014, principalmente, por el mejor desempeño de las economías avanzadas, debido a un menor ritmo de consolidación fiscal, menores riesgos sobre la sostenibilidad de la deuda pública y condiciones financieras favorables; mientras que en algunas economías con mercados emergentes y países en desarrollo las perspectivas de crecimiento se han moderado, particularmente en la República Popular China, dados los efectos de la normalización de la política monetaria de los países avanzados y algunas debilidades internas provenientes de factores estructurales. En todo caso, las perspectivas para el presente año anticipan un crecimiento levemente superior al observado en 2013, aunque con riesgos a la baja.

De acuerdo con estimaciones del FMI, en 2014 el crecimiento económico mundial se situaría en 3.4% (3.2% en 2013) y en 2015 se ubicaría en 4.0%. Las economías avanzadas crecerían 1.8% en 2014 y 2.4% en 2015; mientras que las economías emergentes y en desarrollo crecerían 4.6% y 5.2% en 2014 y en 2015, respectivamente.

En las economías avanzadas, el mejor desempeño provendría de los Estados Unidos de América, estimándose un crecimiento de 1.7% para 2014 y de 3.1% para 2015. El crecimiento previsto sería resultado del mayor dinamismo de la inversión fija, tanto residencial como no residencial, del consumo privado y de las exportaciones, en un contexto en el que la tasa de desempleo ha venido registrando una disminución gradual y progresiva, situándose en el nivel más bajo desde septiembre de 2008, aunado a un menor ajuste fiscal y al mantenimiento de una política monetaria expansiva que apoyarían la mejora de la actividad económica. En lo que respecta a la inflación, ésta se ubicó ligeramente por arriba del nivel objetivo (2.0%) en junio, pero se anticipa que la misma se ubicará en 1.9% al finalizar 2014 y en 1.8% a finales de 2015.

En cuanto a la Zona del Euro, luego de un largo período de recesión, se prevé un crecimiento de 1.1% para 2014 (-0.4% en 2013) y de 1.5% para 2015. La recuperación continuaría siendo más intensa en los países del centro y más débil en los de la

periferia, en especial en aquellos con elevada deuda pública y fragmentación financiera, en un contexto de mejora de las condiciones de financiamiento, avances en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales, así como del fortalecimiento gradual de la demanda externa. No obstante, los riesgos siguen sesgados a la baja, debido a los altos niveles de desempleo, el deterioro de los balances de los sectores público y privado y los posibles efectos de una mayor intensificación de la crisis Rusia-Ucrania. Con relación a la inflación, ésta podría ubicarse en niveles de 1.0% en 2014 y 1.1% en 2015, considerablemente por debajo de la meta establecida por el BCE (2.0%), debido a que las presiones inflacionarias seguirían siendo moderadas en virtud de que las brechas del producto aún son negativas.

En Japón, las expectativas de crecimiento para 2014 apuntan a un crecimiento de 1.7%, levemente superior al registrado en 2013 (1.5%) y para 2015 se ubicaría en 1.3%, como resultado del fortalecimiento de la inversión privada y la recuperación de la demanda externa, en tanto que el ajuste fiscal, que inició en abril, provocaría un efecto restrictivo, especialmente en el consumo privado. Se anticipa que la inflación se situaría en 2.9% y 1.9% en 2014 y en 2015, respectivamente. Dichos resultados estarían asociados a la continuidad de la política monetaria altamente acomodaticia, al ajuste impositivo antes comentado, a la reducción de la brecha del producto y a la debilidad del yen.

En las economías con mercados emergentes, las proyecciones anticipan un crecimiento de 4.6% en 2014 (4.7% en 2013) y de 5.2% en 2015, aunque persiste la incertidumbre sobre el impacto que tendría el retiro de los estímulos monetarios en las economías avanzadas, especialmente en aquellas economías con fundamentos macroeconómicos menos sólidos y, por tanto, más sensibles a la evolución de las condiciones internas y externas. Asimismo, dicho comportamiento estaría asociado a la recuperación de la demanda externa, ante el mejor desempeño de las economías avanzadas, así como por las depreciaciones de las monedas; el endurecimiento de las condiciones financieras (externas e internas) que implicaría menores flujos de capital a un mayor costo; y un menor dinamismo en el gasto de los consumidores. Con relación a la inflación, se estima que se situaría en 5.4% en 2014, reflejando una reducción respecto de lo

observado en 2013, explicada, en parte, por la disminución en los precios de algunas materias primas. Para 2015 se prevé que la inflación se sitúe en 5.3%.

En la República Popular China se anticipa que el crecimiento económico para 2014 se sitúe en 7.3% para 2014 (7.7% en 2013) y en 7.1% para 2015, congruente con la estrategia (establecida por el gobierno chino) de realizar reformas estructurales para corregir algunos desequilibrios internos y asegurar la sostenibilidad del crecimiento de largo plazo, por lo que el rebalanceo de su modelo de crecimiento económico se centra en incentivar el consumo privado. Asimismo, se busca reducir la dependencia de la inversión impulsada por las facilidades de crédito, ya que se considera que el financiamiento excesivo genera riesgos y vulnerabilidades en el sistema financiero. Para mitigar dichos riesgos se han adoptado algunas medidas en el ámbito financiero y cambiario, tales como el anuncio de un cronograma de reformas financieras (creación de un régimen de garantía de depósitos y liberalización de las tasas de interés) y la ampliación del margen de fluctuación del tipo de cambio nominal. Se prevé que la inflación podría mantenerse contenida en alrededor de 3.0% en 2014 y en 2015.

En América Latina y el Caribe, se prevé un crecimiento de 2.0% en 2014 (2.6% en 2013) y de 2.6% en 2015. En dicha previsión, la reducción en los precios de algunas materias primas (no petroleras) constituye un factor de riesgo que afectaría las exportaciones de las economías emergentes, ante la desaceleración de la actividad económica china; sin embargo, la recuperación de las economías avanzadas, especialmente la de los Estados Unidos de América, contribuiría a incrementar la demanda externa. En México se anticipa un crecimiento de 2.5% para 2014 y de 3.7% para 2015, impulsado, principalmente, por una mayor demanda de los Estados Unidos de América, lo que contribuiría a incrementar la demanda externa en un entorno en que continúa siendo importante el proceso de reforma económica impulsado por el gobierno, cuyo propósito es reducir algunos problemas que han limitado el desempeño económico, principalmente, en sectores importantes como el energético y el de las telecomunicaciones. Se proyecta que la inflación se sitúe en 4.0% y 3.7%, en 2014 y 2015, respectivamente.

En el caso de Brasil, se prevé que la actividad económica

registre un crecimiento de 1.3% en 2014 y 2.0% en 2015. La ralentización en la actividad económica responde a las condiciones financieras más restrictivas, a la contracción en la producción, a la baja inversión y a un estancamiento en el gasto del consumidor, aunado a los bajos niveles de confianza empresarial. Respecto a la inflación, se estima que ésta podría situarse en 5.8% en 2014 y en 5.4% en 2015.

En Colombia y Perú, se prevé que las tasas de crecimiento económico presenten una mejora para el presente año, al situarse en 4.5% y 5.5%, respectivamente, mientras que para 2015 se ubicarían en 4.5% y 5.8%, en su orden. En Chile, por su parte, la desaceleración observada en la inversión privada, principalmente en el sector minero ante la caída en el precio del cobre, moderaría el crecimiento previsto, situándose en 3.2% en 2014 y en 4.1% en 2015. En cuanto a la inflación, en términos generales, se anticipa que converja a las metas establecidas por sus autoridades monetarias.

Para la región centroamericana, en 2014 no se anticipan importantes cambios respecto de lo observado en 2013, y su crecimiento se prevé en 3.2% para 2014 y en 3.3% para 2015, apoyado por el mejor desempeño de las economías avanzadas, particularmente de los Estados Unidos de América, situación que podría propiciar un mayor crecimiento económico, mediante mayores exportaciones, mejora de los términos de intercambio y un mayor flujo de remesas, inversión extranjera directa y turismo. Se anticipa que la inflación podría situarse en 4.9% en 2014, debido, principalmente, a los efectos del comportamiento del precio de los alimentos, tanto a nivel interno como externo y para 2015 se estima que podría situarse en 4.8%.

Cuadro 4

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

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de periodo)		
	Proyecciones			Proyecciones		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Principales socios						
Estados Unidos	1.9	1.7	3.1	1.5	1.9	1.8
El Salvador	1.6	1.6	1.7	0.8	2.0	2.6
Honduras	2.6	3.0	3.1	4.9	6.8	5.5
Zona del Euro	-0.4	1.1	1.5	0.8	1.0	1.1
México	1.1	2.5	3.7	4.0	4.0	3.7
Otros socios						
Colombia	4.3	4.5	4.5	1.9	2.7	3.0
Japón	1.5	1.7	1.3	1.4	2.9	1.9
Brasil	2.5	1.3	2.0	5.9	5.8	5.4
Chile	4.2	3.2	4.1	3.0	3.0	3.0
Perú	5.0	5.5	5.8	2.9	2.3	2.0
Reino Unido	1.7	3.1	2.7	2.1	1.9	1.9
China	7.7	7.3	7.1	2.5	3.0	3.0
Mundial	3.2	3.4	4.0	3.3	3.7	3.5
-Economías avanzadas	1.3	1.8	2.4	1.4	1.6	1.7
-Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	4.7	4.6	5.2	5.9	5.4	5.3
-América Latina y el Caribe ^{1/}	2.6	2.0	2.6	6.4	6.8	5.9
-América Central	3.1	3.2	3.3	4.1	4.9	4.8
Principales socios	1.6	1.8	2.9	1.9	2.5	2.4

Fuente: Fondo Monetario Internacional, julio de 2014; Consensus Forecasts a julio de 2014 y reporte de la Unidad de Inteligencia de The Economist, a julio de 2014.

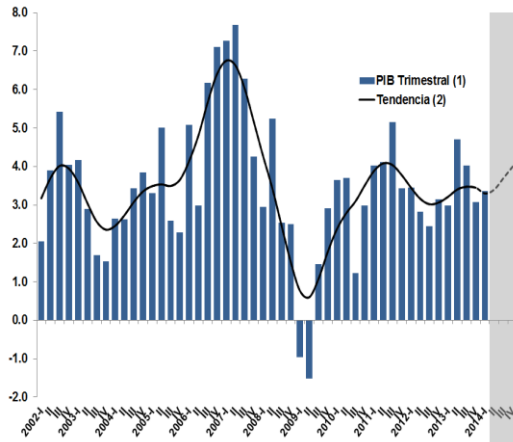
^{1/} En la inflación se excluye a Argentina y se refiere a la inflación promedio anual.

II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

Gráfica 11

Producto Interno Bruto Trimestral (porcentajes)



(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001, con información a marzo de 2014.

(2) Proyectada a diciembre de 2014, con base en el filtro de Hodrick-Prescott.

Fuente: Banco de Guatemala.

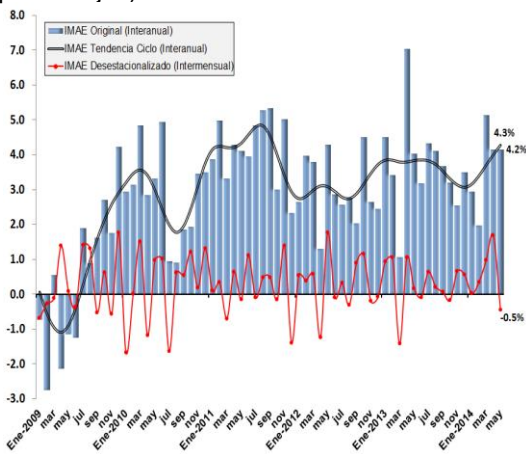
El Producto Interno Bruto del primer trimestre de 2014, registró una tasa de crecimiento interanual de 3.4% (ver detalle en Anexo 1). Dicho crecimiento se sustenta, por el lado del origen de la producción, en el dinamismo de los sectores siguientes: Explotación de minas y canteras; Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; Servicios privados; Comercio al por mayor y al por menor; e Industrias manufactureras, que en conjunto explicarían alrededor de 75.0% del crecimiento del PIB en el referido trimestre. Por el lado del destino del gasto, el resultado refleja el dinamismo registrado en todos los componentes de la demanda, en particular en el gasto de consumo privado y en el gasto de consumo del Gobierno General, así como de la recuperación mostrada por la inversión en capital fijo.

El crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2014 fue mayor al registrado en el cuarto trimestre de 2013 (3.1%) y sustenta las previsiones de crecimiento económico para 2014 (de entre 3.3% y 3.9%). Además, indicadores de corto plazo como el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), continúan mostrando dinamismo. En efecto, a mayo del presente año, el IMAE revela un crecimiento de 4.2%⁸, resultado de la incidencia positiva de los sectores de explotación de minas y canteras; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; transporte, almacenamiento y comunicaciones; y comercio al por mayor y menor. El crecimiento interanual de la tendencia ciclo de dicho indicador a mayo fue de 4.3%, lo cual anticipa que la actividad económica en el segundo trimestre del año podría estar siendo más dinámica respecto de los dos trimestres anteriores (gráfica 12).

Durante el primer semestre del año, las expectativas de los agentes económicos sobre el desempeño de la actividad económica continúan siendo favorables, como lo denota el Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE) que a junio, se ubicó en 64.29 puntos, mayor al observado el mismo mes del año

Gráfica 12

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



(1) Base 2001 = 100.

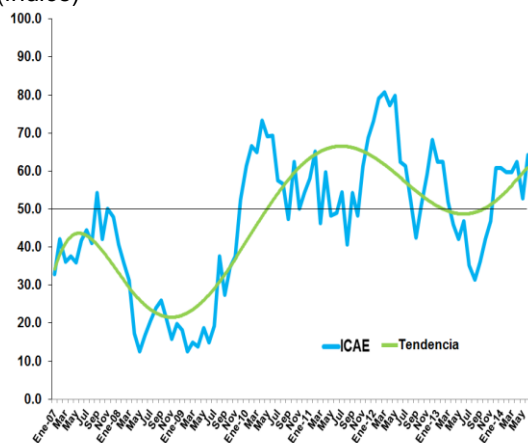
(2) Con información a mayo de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

⁸ Variación interanual de la serie original del IMAE.

Gráfica 13

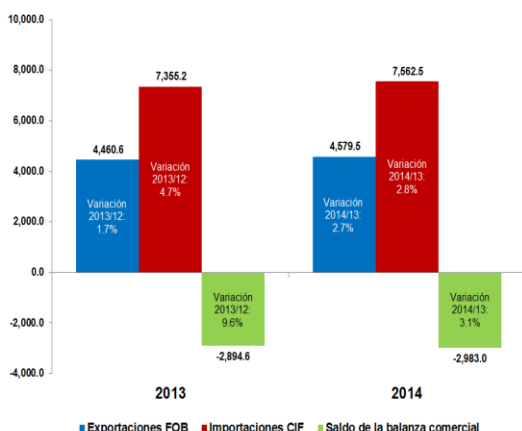
Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE) (1)
(índice)



(1) Con información a junio de 2014.
Fuente: Banco de Guatemala y Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados.

Gráfica 14

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



(1) Con información a mayo de cada año.
Fuente: Declaraciones aduaneras de mercancías y formularios aduaneros únicos centroamericanos de exportación e importación.

anterior (46.88 puntos), ver gráfica 13.

B. SECTOR EXTERNO

A mayo de 2014, el comercio exterior de Guatemala mostró un mayor dinamismo con respecto a similar período de 2013, en congruencia con las mejores perspectivas del volumen de comercio mundial para 2014 (4.3%, según el FMI) asociadas, en parte, al fortalecimiento previsto en la actividad económica mundial. En efecto, el valor FOB de las exportaciones de bienes registró un crecimiento de 2.7%; mientras que el valor CIF de las importaciones de bienes aumentó 2.8%; dando como resultado un saldo deficitario en la balanza comercial de US\$2,983.0 millones, superior en US\$88.4 millones (3.1%) al observado en el mismo período de 2013.

El desempeño de las exportaciones refleja, principalmente, el aumento en el volumen exportado (7.5%), dado que en ese período se registró una reducción en el precio medio (4.5%). Entre los principales productos de exportación destacan, en su orden, los artículos de vestuario; el azúcar; el café; el banano; bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres; y las piedras y metales preciosos y semipreciosos, que con excepción del banano, registraron disminuciones en su valor de exportación.

Las ventas al exterior de artículos de vestuario disminuyeron 3.4%, a consecuencia de una reducción en el precio medio de exportación (2.6%) y, en menor medida, de una merma en el volumen exportado (0.8%), asociada a una débil demanda por parte de los Estados Unidos de América, país que compra alrededor del 90% de estos bienes; en tanto que, las ventas hacia otros destinos mantuvieron su dinamismo.

El valor de las exportaciones de azúcar se redujo 25.0%, reflejo tanto de la disminución del volumen exportado (19.1%) como del precio medio por quintal (7.3%), al pasar de US\$22.54 a US\$20.90. La disminución en el precio obedece a una mayor oferta en los mercados internacionales, especialmente por los altos inventarios que poseen Tailandia, India y Brasil, pese a que en este último país se reportaron condiciones climáticas adversas (sequías) que afectaron el rendimiento de los cultivos a inicios de año. En cuanto a la producción nacional de azúcar, ésta se ha beneficiado de mejores condiciones climáticas y de una alta productividad; con ello, la zafra 2013/2014 que concluyó en mayo,

aumentó en alrededor de 3.3%. De esa cuenta, la reducción interanual en el volumen de exportación resulta de comparar el volumen actual con el importante aumento registrado en similar período del año anterior (21.6%) y no a una merma en la producción local.

El valor de las exportaciones de café mostró una disminución de 5.5%, explicada, por la reducción del volumen exportado (7.2%), asociado a los daños en las plantaciones del grano ocasionados por la roya, la cual también ha afectado la producción en México y la de algunos países de Centroamérica; que fue contrarrestada, en parte, por el aumento del precio medio por quintal (1.8%), al situarse en US\$154.25 (US\$151.51 en igual período de 2013). El alza en el precio del café ha sido resultado, principalmente, de las condiciones climáticas adversas en Brasil, donde se han registrado sequías en las principales regiones productoras.

El valor de las exportaciones de bebidas, líquidos alcohólicos y vinagres registró una reducción de 9.0%, la cual se debió tanto al menor precio medio de exportación (-8.6%) como al menor volumen exportado (-0.4%), esto último explicado, fundamentalmente, por una menor demanda por parte de los Países Bajos.

En cuanto a las exportaciones de piedras y metales preciosos y semipreciosos, vale indicar que a pesar del significativo aumento de las mismas en términos de volumen (108.4%), éste no logró compensar la importante caída que experimentó el precio medio de exportación (66.0%), la cual reflejó la disminución en el precio internacional del oro y de la plata; como resultado, el valor de las exportaciones de este rubro fue de 29.2%.

A diferencia de los productos anteriores, como se indicó, el valor exportado de banano registró un incremento de 15.4%, explicado por un aumento en el volumen de 11.4% y un incremento en el precio medio de 3.6%, al pasar de US\$14.47 a US\$15.00 por quintal. Dicho comportamiento, se asocia a la mayor demanda por parte de los Estados Unidos de América (mercado al cual se destina el mayor porcentaje de ventas), así como a las compras por parte de otros países como Alemania, Italia y Corea del Sur.

En cuanto al valor CIF de las importaciones, éste estuvo determinado por un incremento en el volumen importado (8.9%), dado que se registró una disminución en el precio medio de

importación (5.9%). Los mayores incrementos se dieron en materiales de construcción (11.4%), combustibles y lubricantes (8.5%), bienes de capital (5.0%) y bienes de consumo (4.1%); en el caso de las materias primas y productos intermedios se observó una disminución (3.3%), resultado en parte de menores precios medios.

Al 30 de junio de 2014, el ingreso de divisas por remesas familiares alcanzó un monto de US\$2,704.0 millones, superior en US\$225.5 millones (9.1%) respecto del monto registrado en igual período de 2013. Dicho resultado se asocia, principalmente, a la recuperación en el mercado laboral de los Estados Unidos de América, país en el que radican la mayoría de los migrantes guatemaltecos.

Por su parte, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) se situó en la fecha citada en US\$7,096.4 millones, equivalente a un financiamiento de 4.6 meses de importación de bienes, lo que, de acuerdo con estándares internacionales, continúa reflejando una sólida posición externa del país.

Con relación al tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, en términos generales, ha mantenido un comportamiento consistente con su estacionalidad; registrando al 30 de junio de 2014, una apreciación de 0.80% respecto del 31 de diciembre de 2013 y de 0.69% en términos interanuales.

C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

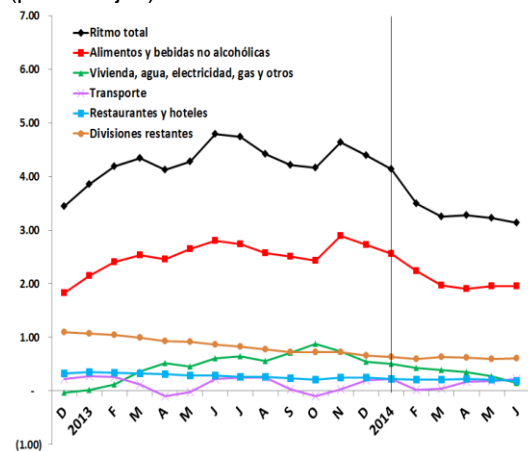
1. Evolución reciente de la inflación

A junio de 2014, el ritmo inflacionario se situó en 3.13%, valor que se encuentra dentro del margen de la meta de inflación establecido por la autoridad monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual), y debajo del valor puntual. El ritmo inflacionario continuó con la desaceleración que empezó a registrarse durante el segundo semestre del año anterior. El comportamiento del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se explica, de acuerdo a su impacto, por las divisiones de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas*; *Transporte*; *Restaurantes y hoteles*; *Bienes y servicios diversos*; *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*; y *Recreación y cultura*, que en conjunto explican el 90.01% de la inflación total observada (gráfica 15).

La división de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas*

Gráfica 15

Impacto de las Divisiones de Gasto en el Ritmo Inflacionario (1)
(porcentajes)



(1) Con información a junio de 2014.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(ponderación 28.75%) registró, en promedio, el mayor impacto, dado que a junio ha mostrado variaciones interanuales que han sido superiores al ritmo de inflación total (alrededor de 6.0%). Los principales grupos de gasto que incidieron en dicho comportamiento fueron: el Pan y cereales; las Hortalizas, legumbres y tubérculos; las Frutas; y las Carnes. El grupo de gasto Pan y cereales se explica principalmente por el alza en el precio medio de los Productos de tortillería y Pan, los que responden, en el primer caso, a que la cosecha de maíz se encuentra en un ciclo bajo en las principales regiones productoras del país, por lo que el mercado se ha abastecido con inventarios; y en el caso del Pan, al comportamiento del precio internacional del trigo, principal materia prima en su proceso de elaboración. Cabe indicar que ambos gastos básicos también han sido afectados por el incremento del precio medio del gas propano a nivel interno, asociado al alza en el precio internacional del gas natural.

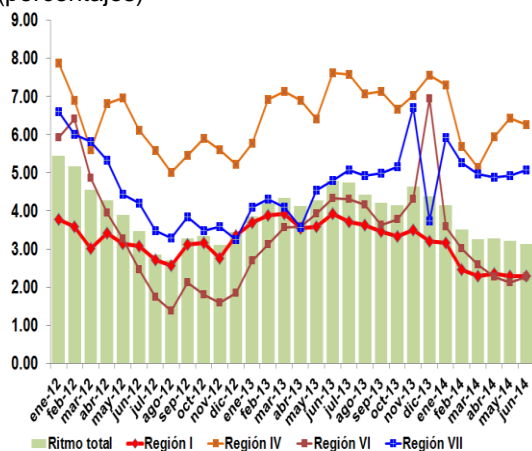
En las Hortalizas, legumbres y tubérculos, el alza registrada se explica, principalmente, por los incrementos en el precio medio de la Papa, el Culantro, la Cebolla, Otras legumbres y hortalizas, el Tomate, la Zanahoria y el Güisquil, que de acuerdo a información del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA), es resultado de una disminución de producto en el mercado interno y del incremento en la demanda del mercado externo, especialmente de El Salvador y Honduras.

Con relación a las Frutas, la mayoría de gastos básicos de dicha división registraron alza en su precio medio, principalmente las Frutas de estación, Aguacate y Naranjas. En el caso de las Frutas de estación, se registró un alza en el precio medio del limón, el mango y la papaya, debido a factores estacionales en su ciclo de producción. El alza en el precio medio del grupo de gasto Carnes, refleja el aumento en el precio medio de la carne de pollo y la carne de res, resultado de una disminución de la oferta interna.

La división de gasto *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles* refleja el comportamiento del precio medio del Gas propano y del Servicio de electricidad. En el Gas propano, derivado de los ajustes realizados por las dos principales distribuidoras de gas en el país, ante el aumento del precio internacional del gas natural, asociado al invierno más severo de lo usual en los Estados Unidos de América. Por su parte, la disminución en el precio del Servicio de electricidad, refleja la reducción del pliego tarifario

Gráfica 16

Comportamiento del ritmo inflacionario por regiones (1) (porcentajes)



(1) Con información a junio de 2014.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

trimestral, tanto para la tarifa social como para la no social. Dicha reducción no aplicó para todas las regiones del país, sino que únicamente para la región I (Metropolitana) y Región V (Central), debido, principalmente, a las tarifas que imponen las empresas que distribuyen la energía eléctrica.

Con relación al incremento en la división de gasto *Bienes y servicios diversos*, éste denota el alza en el precio medio del Seguro, principalmente el de vehículos y el de vida. La división de gasto *Restaurantes y hoteles* fue influenciada por el incremento en el precio medio de los gastos básicos Almuerzo consumido fuera del hogar, el Desayuno consumido fuera del hogar y las Otras comidas consumidas fuera del hogar, en congruencia con los aumentos registrados en otros rubros. Mientras que la división de gasto *Transporte*⁹ mostró un comportamiento moderado resultado, principalmente, de los precios del Transporte aéreo y urbano, así como de las Gasolinas superior y regular.

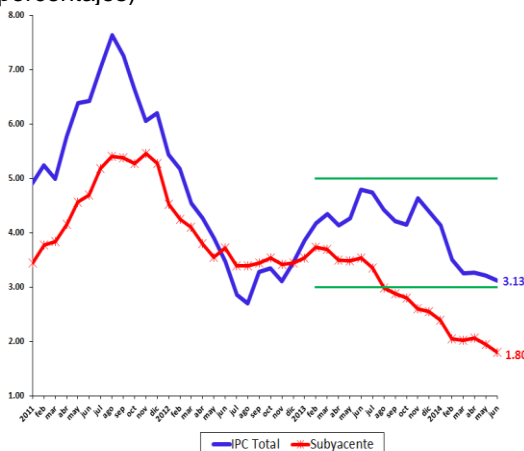
En cuanto al comportamiento de la inflación en las distintas regiones del país¹⁰, a junio, se observa alza en todas las regiones, destacando dentro de éstas, según su impacto, las regiones I, VII, IV y VI (gráfica 16). Al analizar en conjunto las ocho regiones cotizadas, se observa que cuatro de ellas registraron una variación interanual superior al ritmo inflacionario total, las que tuvieron una incidencia de 46.33% sobre la inflación total. El comportamiento de la inflación a nivel de regiones es explicado, principalmente, por el impacto que registraron las divisiones de gasto de *Alimentos y bebidas no alcohólicas; Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles; y Transporte*.

Con relación a la inflación subyacente, ésta registró una variación interanual de 1.80%, reflejando una tendencia a la baja iniciada desde el segundo semestre de 2013. Los rubros asociados a los alimentos continúan siendo los productos que registran mayor volatilidad, por lo que, alzas importantes en estos productos se excluyen de la inflación total (gráfica 17).

Es importante destacar que dentro de los distintos análisis que se realizan al comportamiento del IPC, se elaboran 13

Gráfica 17

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1) (porcentajes)



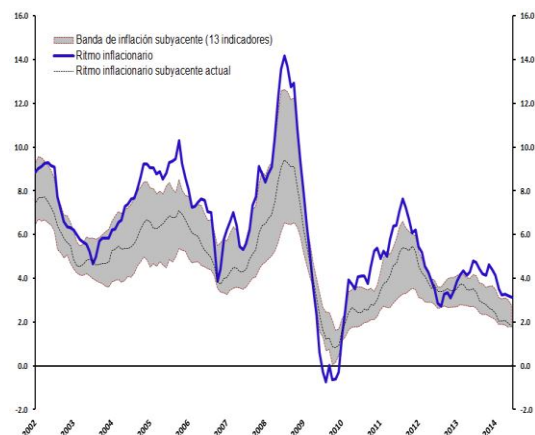
(1) Con información a junio de 2014.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

⁹ Esta división de gasto históricamente ha tenido una alta incidencia en el comportamiento de la inflación total; sin embargo, su incidencia en junio explicó únicamente el 5.75%.

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).

Gráfica 18

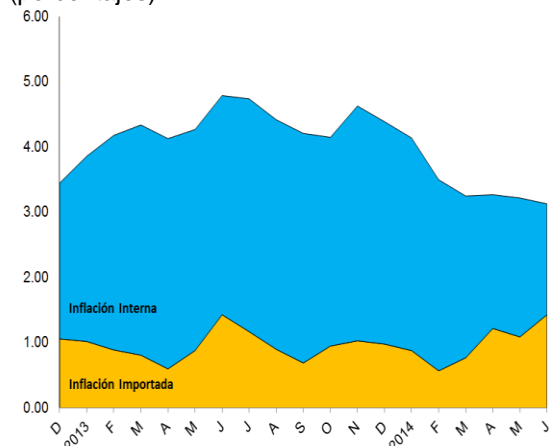
Inflación Subyacente (1) (porcentajes)



(1) Con información a junio de 2014.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Gráfica 19

Composición de la Inflación Total (1) (porcentajes)



(1) Con información a junio de 2014.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

diferentes medidas de inflación subyacente. Dichas metodologías incluyen los métodos siguientes: de exclusiones fijas de componentes históricamente volátiles, de exclusión fija de gastos básicos volátiles, principalmente alimentos, y de exclusión mediante el cálculo de medias truncadas a distintos niveles. El resultado de estos diferentes cálculos ha demostrado que la medida de inflación subyacente actual¹¹, ha mostrado ser la más estable y congruente con la tendencia observada, permaneciendo en el centro de la estimación; sin embargo, en los últimos meses, el cálculo actual se ha sesgado hacia el límite inferior de la banda, debido a que la división de alimentos y bebidas, al haber presentado los incrementos más importantes y mayor volatilidad que el resto de las divisiones, hace que la mayoría de aumentos en la referida división sean excluidos del cálculo de la inflación subyacente (gráfica 18). Al considerar los 13 métodos citados, el nivel de la inflación subyacente se encuentra entre 1.65% y 2.78%.

La inflación importada, a junio registró una disminución, asociada, principalmente, a la reducción observada en el precio internacional del maíz y del trigo (gráfica 19).

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

a) Pronósticos de corto plazo

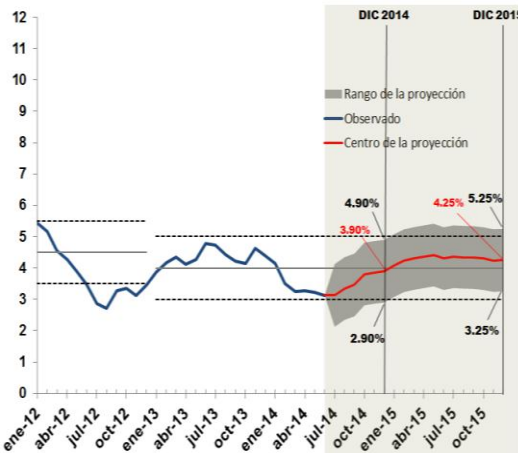
Los pronósticos de inflación de corto plazo indican que la inflación total podría ubicarse en valores entre 2.90% y 4.90% y entre 3.25% y 5.25% para diciembre de 2014 y diciembre de 2015, respectivamente. Para 2014, los límites inferior y superior se ubican por debajo de los límites inferior y superior de la meta de inflación de mediano plazo (3.0% y 5.0%, respectivamente); mientras que para 2015 exceden los límites inferior y superior de la referida meta. Por su parte, el pronóstico de la inflación subyacente se situaría en valores entre 2.00% y 4.00% y entre 2.50% y 4.50% para diciembre de 2014 y diciembre de 2015, en su orden; en ambos casos, los referidos límites se ubican por debajo de los límites inferior y superior de la meta de inflación de mediano plazo. Dichos pronósticos no incorporan posibles medidas de política monetaria.

La trayectoria de la inflación según los pronósticos de

¹¹ Metodología utilizada oficialmente para el cálculo de la inflación subyacente, la cual excluye algunos bienes y servicios que se encuentran por arriba o por debajo de dos desviaciones estándar del promedio de las variaciones de cada mes.

Gráfica 20

Ritmo Inflacionario Total (1)
(porcentajes)



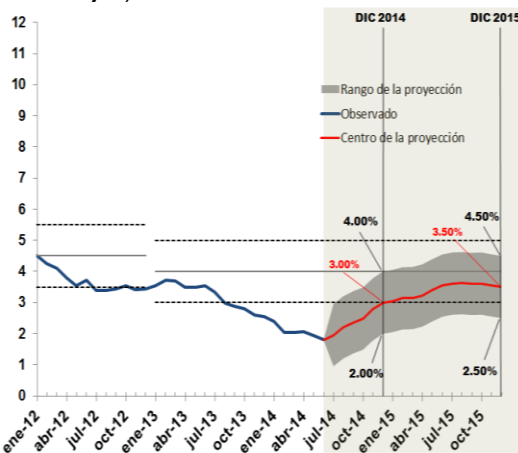
(1) Información observada a junio de 2014 y proyectada a diciembre 2015.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

corto plazo, estaría sujeta a ciertos factores, tanto externos como internos, que podrían provocar fluctuaciones temporales en la inflación. Con relación a los factores externos, se espera que la actividad económica global continúe recuperándose, impulsada principalmente por las economías avanzadas, especialmente por el mejor desempeño de los Estados Unidos de América, en un contexto en el que persisten riesgos a la baja, particularmente en las economías con mercados emergentes y en desarrollo, así como por la continuidad de los conflictos geopolíticos y la probabilidad de ocurrencia de fenómenos climáticos adversos que afecten la producción agrícola. Entre los factores internos se pueden mencionar los siguientes: i) la demanda interna estaría observando un mayor dinamismo a partir del segundo trimestre, lo cual implicaría presiones inflacionarias, aunque moderadas, persistiendo la proyección de que la brecha del producto es actualmente cercana a cero; ii) el ritmo inflacionario de la división de alimentos podría dejar de caer, derivado de un incremento en la división de alimentos a partir del segundo semestre del año; iii) prevalece la incertidumbre sobre la ocurrencia y magnitud del fenómeno climático El Niño, el cual podría causar incrementos en la inflación; iv) se espera que se modere el precio del gas propano, a medida que se normalicen los inventarios de gas natural, luego de una temporada inusualmente fría y prolongada en el hemisferio norte a principios de año; v) se prevé que la demanda de los principales socios comerciales, como El Salvador y Honduras, no generen fuertes presiones al alza en los precios de los alimentos; y vi) se prevé un comportamiento moderado en el precio medio del servicio de electricidad. Por su parte, los pronósticos para 2015 responden, principalmente, por el lado de los factores externos, al ritmo de crecimiento de la economía mundial y a la evolución del precio internacional de las principales materias primas. En todo caso, las proyecciones permiten anticipar que la meta de inflación estaría cumpliéndose tanto en 2014 como en 2015.

Gráfica 21

Ritmo Inflacionario Subyacente (1)
(porcentajes)



(1) Información observada a junio de 2014 y proyectada a diciembre 2015.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

El pronóstico de la inflación subyacente prevé que los productos de la canasta subyacente registren menores tasas de variación en el transcurso del año; asimismo, no se prevén en el corto plazo alzas importantes en el precio internacional de las principales materias primas (petróleo, maíz y trigo) que impacten en los precios internos. En ese contexto, las presiones inflacionarias provenientes de choques de oferta estarían

relativamente contenidas; sin embargo, en la segunda parte del año, como se indicó, se prevé un aumento de la inflación subyacente debido a efectos de demanda agregada.

b) Pronósticos de mediano plazo

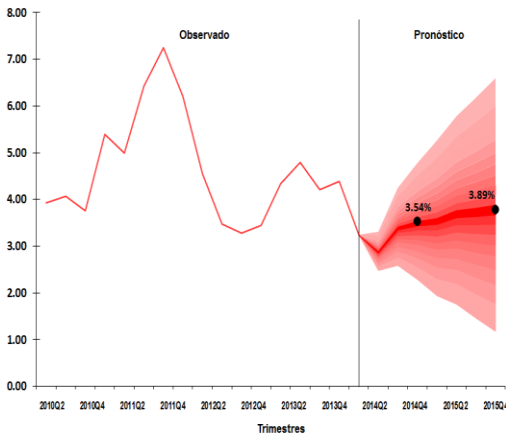
Para apoyar la formulación e implementación de la política monetaria, es necesario utilizar herramientas analíticas y métodos econométricos sofisticados que permitan la realización de pronósticos y simulaciones; por tal motivo, a partir de 2014, se adicionó al análisis los resultados del Modelo Macroeconómico Estructural (MME), el cual es un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico (DSGE, por sus siglas en inglés) microfundado, que representa la interrelación matemática e intertemporal entre las principales variables macroeconómicas (internas y externas) de una economía pequeña y abierta, como la guatemalteca, que complementa el análisis del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS). Los pronósticos de mediano plazo, tanto de inflación como de tasa de interés líder, resultan del promedio de los pronósticos de dichos modelos.

Dentro de los elementos considerados en el pronóstico destacan los siguientes: i) no se esperan presiones inflacionarias (desinflacionarias) significativas provenientes de factores externos o internos que puedan afectar el logro de la meta de inflación en el largo plazo; ii) los precios esperados de las materias primas y de los alimentos, así como los pronósticos de inflación de los principales socios comerciales de Guatemala, sugieren presiones inflacionarias externas moderadas; y iii) la estimación de la brecha del producto en el horizonte de pronóstico sugiere que el crecimiento económico interno se sitúa alrededor de su nivel potencial, por lo que no se estarían registrando presiones inflacionarias (desinflacionarias) sustanciales, provenientes de la demanda agregada.

Los pronósticos de inflación de mediano plazo generados por los modelos macroeconómicos en junio, con datos a mayo, indican una trayectoria de inflación con valores que se sitúan dentro del rango establecido como meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual), de tal modo que sugieren que la inflación se estaría situando en 3.54% y en 3.89% para finales de 2014 y 2015, respectivamente. Ello, condicionado a que se cumpla la trayectoria de la tasa de interés líder de política

Gráfica 22

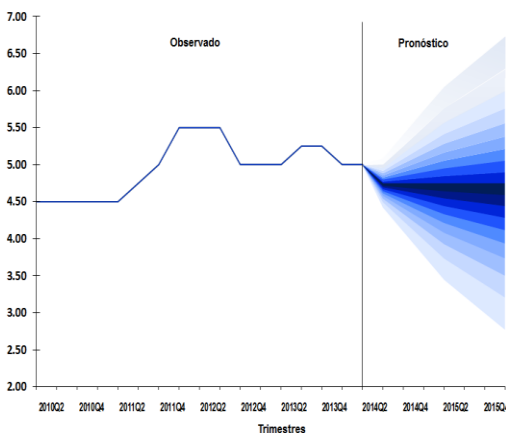
Pronósticos de Ritmo Inflacionario Total (1) (porcentajes)



(1) Con información observada a mayo de 2014 y pronosticada hasta diciembre 2015.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 23

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



(1) Con información observada a mayo de 2014 y pronosticada hasta diciembre 2015.
Fuente: Banco de Guatemala.

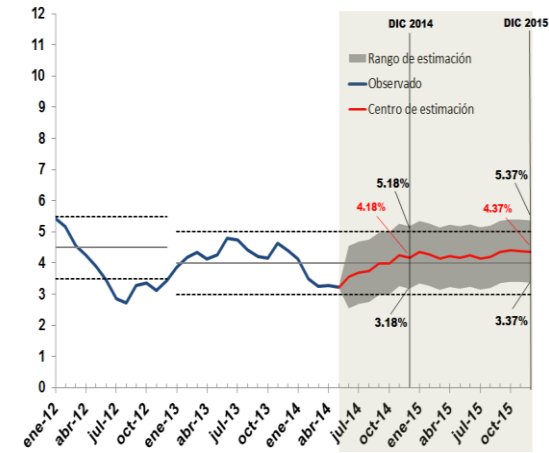
monetaria, con el propósito de que la inflación observada converja al valor central de la meta de inflación y que las expectativas de inflación se anclen alrededor de dicho valor. A esta fecha, los modelos sugieren mantener la tasa de política monetaria en 4.75% hasta 2015.

c) Expectativas de inflación

En junio de 2014, los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados, se mantuvieron en un rango de entre 3.18% y 5.18% para diciembre de 2014 y entre 3.37% y 5.37% para diciembre de 2015, en ambos casos, los límites inferior y superior se ubican por arriba de los límites inferior (3.0%) y superior (5.0%) de la meta de inflación (gráfica 24), siendo el comportamiento de los precios internacionales del petróleo y sus derivados, el desempeño de las políticas fiscal y monetaria y la evolución del tipo de cambio nominal, los principales factores que sustentan dichas percepciones. Las expectativas de inflación se han moderado¹² y aunque pareciera que éstas se encuentran ancladas a la meta de inflación de mediano plazo, dicho anclaje aún es débil, por lo que la autoridad monetaria sigue conduciendo su política monetaria de manera prudente.

Gráfica 24

Expectativas de Inflación (1)
(porcentajes)



(1) Tomadas de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de junio de 2014.
Fuente: Banco de Guatemala.

3. Variables informativas de la política monetaria

a) Agregados monetarios y de crédito

A junio de 2014 los principales agregados monetarios y de crédito mantuvieron un comportamiento congruente con la previsión de crecimiento económico y la meta de inflación de mediano plazo.

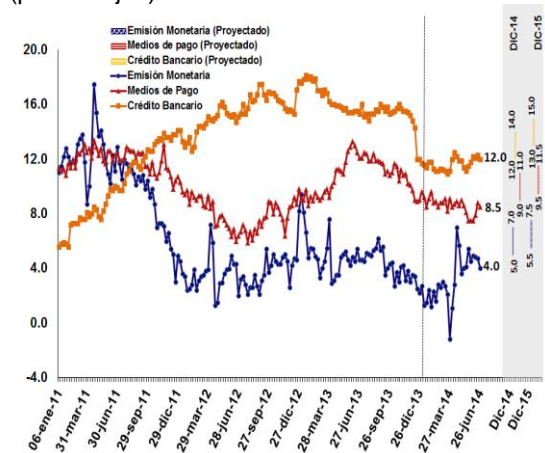
i) Emisión monetaria

El comportamiento de la emisión monetaria puede analizarse como la suma de un componente tendencial, que obedece, en buena medida, a los fundamentos macroeconómicos, como el crecimiento económico y la inflación y de un componente cíclico asociado, principalmente, a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo. Por lo que en lo que va del año la demanda de emisión ha sido congruente con las estimaciones

¹² A diciembre de 2013, las expectativas de inflación para diciembre de 2014 estaban en un rango entre 4.09% y 6.09% y para diciembre de 2015 entre 4.19% y 6.19%.

Gráfica 25

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



(1) Variación interanual observada al 26 de junio de 2014.
Fuente: Banco de Guatemala.

de dichos componentes.

La demanda de dinero ha sido influenciada por factores estructurales, como las innovaciones financieras del sistema bancario nacional (transacciones con instrumentos diferentes al dinero en efectivo, como tarjetas de débito, de crédito, banca *online*, cajeros automáticos, entre otros) y, por la expansión de la bancarización en el territorio nacional que ha permitido un mayor acceso al sistema bancario y reducido el costo de transacción por retiros de efectivo. El coeficiente de efectivo que los agentes económicos requieren para realizar sus transacciones ha descendido más de 30.0% en la última década; mientras que la bancarización, medida como el número de cuentas por cada cien habitantes, se duplicó en igual periodo.

Cabe indicar que al 26 de junio, la emisión monetaria registró un crecimiento interanual de 4.0%, el cual se asocia a la estabilidad en el comportamiento del numerario en circulación, a la moderación en la demanda de caja por parte de los bancos del sistema y al modesto crecimiento del gasto público.

ii) Medios de pago

Los medios de pago, al 26 de junio, registraron un crecimiento interanual de 8.5%, asociado, al dinamismo de las captaciones bancarias y a la estabilidad del numerario en circulación. En consecuencia, el multiplicador de los medios de pago mantuvo una tendencia positiva que permitió un proceso adecuado de creación secundaria de dinero, reflejo de la confianza de los agentes económicos en el sistema bancario nacional. Asimismo, la razón medios de pago/PIB se ubica en aproximadamente 40.0%.

iii) Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 26 de junio, registró un crecimiento interanual de 12.0%, impulsado tanto por el crecimiento del crédito en moneda extranjera (19.2%) como en moneda nacional (8.6%). Dicho crecimiento continúa por arriba de su tendencia de largo plazo.

Durante el primer trimestre del año, se observó que una parte del sector corporativo del país optó por utilizar fuentes de financiamiento externas, dadas las condiciones aún favorables en los mercados financieros internacionales, lo que

implicó sustituir crédito que normalmente obtendrían de los bancos locales por crédito externo.

RECUADRO 5 OFERTA DE CRÉDITO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

La naturaleza financiera de la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009, ha reavivado el interés en comprender la importancia de las condiciones de la oferta de crédito para el crecimiento económico, debido entre otros factores, a que varios países aún enfrentan debilidades en el sector bancario. Al respecto, el Fondo Monetario Internacional (FMI) realizó una evaluación empírica de la importancia que tienen los choques de la oferta de crédito como factor limitante del crecimiento económico en los Estados Unidos de América, las cuatro economías más grandes de la Zona del Euro (Francia, Alemania, Italia y España) e Irlanda. A continuación se resumen las principales conclusiones del estudio.

La identificación de los referidos choques se realiza utilizando un modelo de vectores autorregresivos con frecuencia trimestral, desde el primer trimestre de 2003 hasta el tercer trimestre de 2013, aislando las condiciones de la oferta de crédito mediante indicadores de crédito bancario que reflejan las condiciones que rigen los préstamos y los criterios utilizados por los bancos para aprobarlos, incluyendo el crecimiento del PIB real y el crecimiento del PIB previsto para el trimestre siguiente, así como cambios en las normas de crédito bancario para los préstamos a empresas. Esta identificación podría presentar tres limitaciones: i) posibles efectos ya incorporados en el PIB en un trimestre determinado o en las expectativas del PIB del siguiente trimestre; ii) el crecimiento del PIB corriente y del previsto podría no capturar la apreciación que hacen los bancos de la solvencia de los prestatarios; y iii) los resultados de la estimación podrían presentar sesgo, debido a variables omitidas en la serie de datos o por cambios estructurales derivados de la crisis financiera mundial de 2008.

Los resultados indican que los choques de la oferta de crédito producen un efecto más inmediato en Francia, Alemania e Italia, donde la contracción máxima del PIB ocurre hasta en un plazo de 6 trimestres; mientras que en los Estados Unidos de América y especialmente en Irlanda y España, es más rezagado (hasta de 16 trimestres). Sin embargo, en todos los países los choques tienen un efecto permanente en el PIB, lo que hace suponer que los problemas no resueltos del sector bancario tendrían un efecto perjudicial y duradero en el producto.

El deterioro más marcado de la oferta de crédito ocurrió en el segundo semestre de 2008 en Francia, Alemania y los Estados Unidos de América, cuando quebró *Lehman Brothers*. Luego de dicho evento, las condiciones de crédito se mantuvieron relativamente estables, especialmente en Alemania; mientras que en Irlanda, Italia y España los choques fueron más fuertes.

En general, el endurecimiento de la oferta de crédito tuvo un efecto negativo y estadísticamente significativo sobre el PIB. En particular, en Francia, Alemania y los Estados Unidos de América los choques de la oferta de crédito produjeron contracciones del PIB similares, en alrededor de 3% a comienzos de 2009. La contribución negativa de los choques se moderó después, especialmente en Alemania y los Estados Unidos de América. La mejora ha sido considerablemente más débil en Francia. Al tercer trimestre de 2013, el impacto acumulativo total en Francia, Alemania y los Estados Unidos de América había generado una reducción del PIB, en relación con inicios de 2008, de 2.2%, 0.9% y 0.4%, respectivamente.

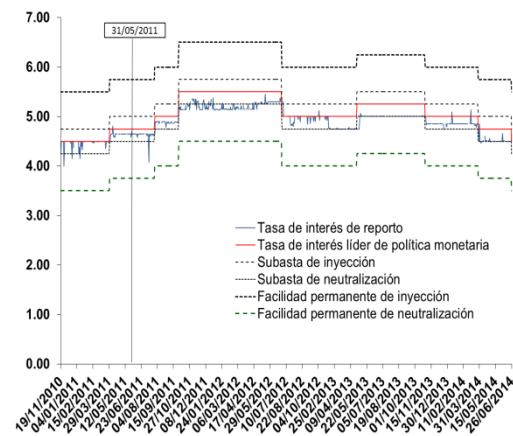
El impacto de los choques en el PIB es considerablemente más fuerte en Irlanda, Italia y España y, en cierta medida, en Francia. Irlanda, que enfrentó a una crisis bancaria grave, fue la economía más afectada con una reducción total del PIB de alrededor de 10% a mediados de 2010 y sus pérdidas comenzaron a revertirse hasta finales de ese año. Por su parte, en Italia, la oferta de crédito se contrajo menos que en Francia y Alemania durante 2008, recuperándose temporalmente en 2011, a pesar de que las condiciones de crédito empeoraron drásticamente a finales de ese mismo año, cuando los rendimientos de los títulos soberanos italianos mostraron un fuerte aumento y se produjo una contracción del PIB de alrededor de 2%. Posteriormente, las condiciones de crédito se estabilizaron y la recuperación se fortaleció a mediados de 2013. En cuanto a España, el efecto negativo fue rezagado pero permaneció hasta el primer trimestre de 2012, luego se observó cierta estabilización, debido posiblemente a los estímulos financieros para recapitalizar el sector bancario. El efecto negativo total de los choques en el PIB en Irlanda, Italia y España es de 3.9%, 2.5% y 4.7%, respectivamente.

El impacto acumulativo de los choques de la oferta de crédito también puede interpretarse en términos de los beneficios que produciría la adopción de políticas del sector financiero capaces de neutralizar los choques negativos ocurridos desde comienzos de 2008. En ese sentido, Alemania y los Estados Unidos de América han revertido ya los efectos negativos. En Francia, Irlanda, Italia y España, al reestablecer la oferta de crédito a los niveles observados previo a la crisis, se podría lograr un aumento del PIB de 2.2%, 2.5%, 3.9% y 4.7%, respectivamente. Es importante mencionar que políticas económicas que busquen alcanzar los niveles de la oferta de crédito de 2008 no son aconsejables desde el punto de vista de la estabilidad financiera, dado que las condiciones crediticias imperantes antes de la crisis posiblemente hayan sido producto de un apalancamiento excesivo del sector bancario y una toma imprudente de riesgos.

Fuente: Andrea Pescatori y Damiano Sandri. "Credit supply and economic growth". World Economic Outlook: Recovery strengthens, remains uneven. International Monetary Fund. Abril de 2014.

Gráfica 26

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

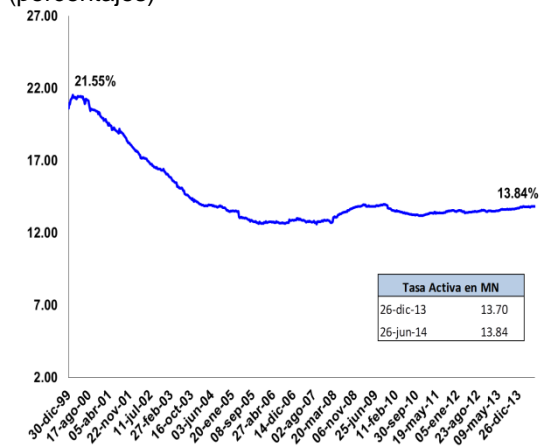


(1) Con información al 26 de junio de 2014.

Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

Gráfica 27

Tasa de Interés Activa (1)
(porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 26 de junio de 2014.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

b) Tasas de interés

i) De corto plazo

La tasa de interés de operaciones de reporte es utilizada como un indicador apropiado de las tasas de interés de corto plazo y del nivel de liquidez existente. En el transcurso de 2014, la referida tasa se ha ubicado, conforme lo esperado, consistentemente por debajo de la tasa de interés líder de política monetaria (23 puntos básicos en promedio), reflejo de que las condiciones de liquidez son abundantes en el mercado de dinero y que los mecanismos de captación e inyección de liquidez utilizados por el banco central constituyen un marco de referencia para las negociaciones entre agentes financieros privados (gráfica 26).

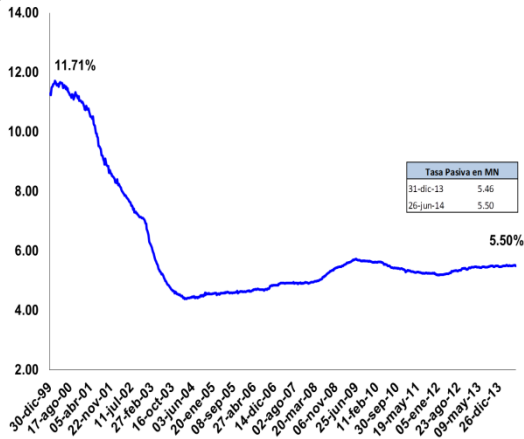
ii) De largo plazo

La tasa representativa de largo plazo del sistema bancario es la tasa de interés activa, la cual ha mantenido una relativa estabilidad en los últimos cinco años, ubicándose en un nivel de alrededor de 13.50%, significativamente inferior a los niveles registrados en la década anterior (gráfica 27).

Durante el primer semestre, la tasa de interés activa en moneda nacional aumentó ligeramente (14 puntos básicos) respecto a diciembre del año previo, al ubicarse en 13.84%. Dicho aumento refleja el mayor peso que ha tenido el crédito al consumo dentro de la cartera total; pues el crédito empresarial mayor y menor ha sido otorgado a tasas de interés con una ligera tendencia a la baja. Mientras que la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, se situó en 5.50% (gráfica 28), cuatro puntos básicos por arriba del valor observado a diciembre de 2013.

Gráfica 28

Tasa de Interés Pasiva (1)
(porcentajes)



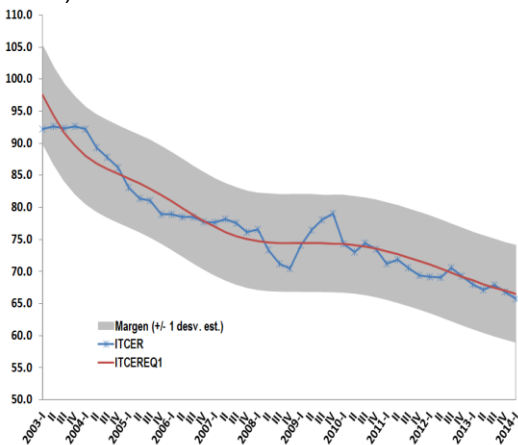
(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 26 de junio de 2014.
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

c) Tipo de cambio real de Equilibrio

La dinámica reciente del tipo de cambio real de Guatemala es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales, dado que las estimaciones del Tipo de Cambio Real de Equilibrio (TCRE) revelan que no existen desalineamientos significativos, es decir, que la diferencia entre los valores observados del ITCER y del TCRE, es poco relevante. En contexto, al primer trimestre de 2014, las diferentes estimaciones efectuadas revelan que el ITCER se encuentra cercano a su nivel de equilibrio. Al respecto, los modelos señalan una leve sobreapreciación de entre 0.96% y 1.22%, y dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar (gráficas 31 y 32). Con información al primer trimestre de 2014, el Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) registró una apreciación de 3.50%, derivado del aumento en los diferenciales de inflación (1.52%) respecto de los principales socios comerciales y de una apreciación nominal (1.98%).

Gráfica 29

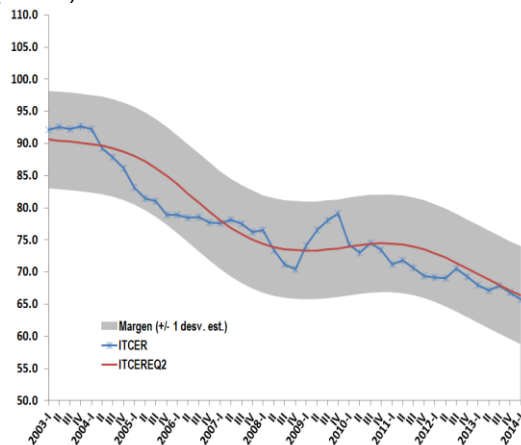
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 1 (1)
(índice)



(1) Con información a marzo de 2014.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 30

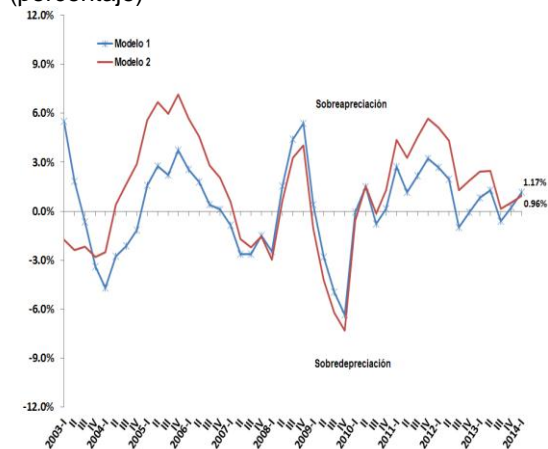
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 2 (1)
(índice)



(1) Con información a marzo de 2014.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 31

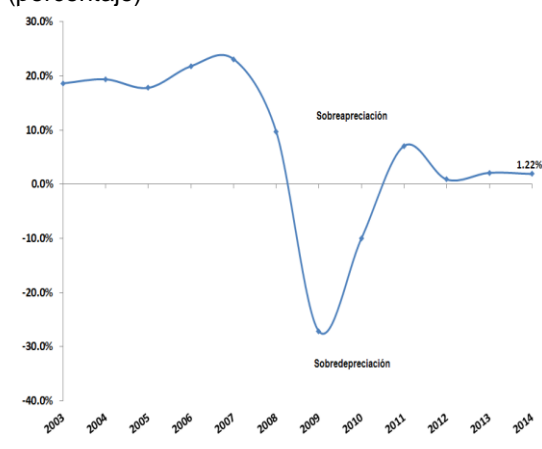
Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (1) (porcentaje)



(1) Con información a marzo de 2014.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 32

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



(1) Modelo 3 estimación anual, con información a marzo de 2014.
Fuente: Banco de Guatemala.

D. FINANZAS PÚBLICAS

El Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2014, cuya distribución analítica fue aprobada por el Presidente de la República, en Acuerdo Gubernativo Número 544-2013, por la suma de Q66,985.4 millones, prevé un déficit fiscal de 2.3% del PIB y posteriormente fue ampliado mediante el Decreto Número 3-2014, en Q1,500.0 millones para cubrir compromisos estatales a cargo de los Ministerios de Educación y de Salud Pública y Asistencia Social, cuya fuente de financiamiento provendría de una mayor recaudación tributaria, lo que mantendría el déficit fiscal en 2.3% del PIB, pero con un nuevo techo del presupuesto (Q68,485.4 millones 15.1% del PIB). Posteriormente, en junio de 2014, fue emitido el Decreto Número 19-2014, el cual incluye una nueva ampliación presupuestaria por Q550.0 millones para la ejecución de proyectos a cargo del Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda; que eleva el techo del presupuesto a Q69,035.4 millones, representando 15.2% del PIB y aumenta el déficit fiscal presupuestado a 2.5% del PIB.

Sobre la base indicada, el Ministerio de Finanzas Públicas (MFP), tomando en consideración el desempeño de la recaudación tributaria y la ejecución de gastos, estima que el déficit fiscal respecto del PIB podría situarse en alrededor de 2.1%, igual al

registrado en 2013, previéndose una variación interanual para los ingresos tributarios de 4.4% y para los gastos totales de 4.6%. En vista del comportamiento de la recaudación, el Organismo Ejecutivo emitió los Acuerdos Gubernativos Nos. 167-2014 y 174-2014, en mayo y junio, con el objeto de regularizar el cumplimiento de obligaciones tributarias de los contribuyentes. Bajo dicha normativa, se acordó la exoneración de multas, intereses o recargos, sin importar el período fiscal al que correspondan¹³, con lo que se espera reducir la brecha de recaudación tributaria (respecto de los ingresos tributarios previstos) registrada durante los primeros meses del año.

1. Ingresos

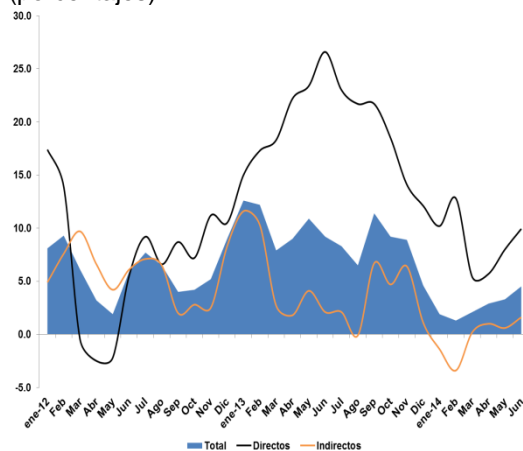
Al 30 de junio de 2014, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 5.0% respecto al mismo período del año anterior, en virtud del incremento de 4.5% que registraron los ingresos tributarios (94.2% de los ingresos totales) y de 14.5% que mostraron el resto de los ingresos (no tributarios, de capital y donaciones). En lo que corresponde a los ingresos tributarios, los impuestos directos crecieron 9.9%, sustentados en el dinamismo del Impuesto Sobre la Renta y del Impuesto de Solidaridad, dado que ambos crecieron 9.9%. Por su parte, los impuestos indirectos registraron un aumento de 1.6%, dentro de los cuales el IVA total creció 5.3% (IVA doméstico 8.1% e IVA importaciones 3.2%) y el de derechos arancelarios aumentó 3.1%, mientras que el resto de impuestos indirectos registraron una disminución de 11.0%.

2. Gastos

Al 30 de junio de 2014, el gasto público aumentó 6.1% respecto de similar período del año anterior (18.7% en 2013), reflejo de la contención del gasto público que ha implicado efectuar una asignación mensual del gasto consistente con la evolución de los ingresos, principalmente, de la recaudación tributaria. En ese contexto, los gastos de funcionamiento fueron mayores en 4.1%, mientras que los de capital crecieron 14.7%. Cabe indicar que el gasto social (el cual incluye el gasto en salud y asistencia social; educación, ciencia y cultura; y vivienda) fue mayor en 8.9%

Gráfica 33

Recaudación Tributaria (1) (2)
Años: 2012-2014
(porcentajes)



(1) Variación interanual, media móvil de tres meses.

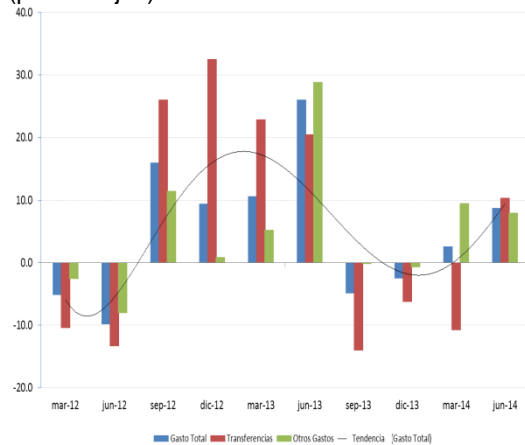
(2) Cifras preliminares a junio.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

¹³ La exoneración, con vigencia a partir del 12 de junio de 2014, se aplica en la forma siguiente: i) El cien por ciento (100%), si el pago de impuestos o cumplimiento de las obligaciones formales se realiza durante el primer mes de vigencia; ii) El noventa y cinco por ciento (95%), si el pago se realiza durante el segundo mes de vigencia; y iii) El noventa por ciento (90%), si el pago se realiza durante el tercer mes de vigencia.

Gráfica 34

Gasto Total Trimestral (1)
Años: 2012-2014
(porcentajes)



(1) Cifras preliminares a junio de 2014.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

respecto al mismo período del año anterior. Como se aprecia en la gráfica 34, la contención del gasto público, iniciada desde el segundo semestre de 2013, es particularmente evidente en el rubro de transferencias (corrientes y de capital), las cuales disminuyeron 0.7% a junio de 2014, mientras que el resto de gastos crecieron 9.9%.

El porcentaje de ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en 42.3%, levemente mayor al registrado en 2013. Entre las entidades que tuvieron los mayores porcentajes de ejecución destacan el Ministerio de Educación (45.6%) y el Ministerio de Gobernación (43.9%); en tanto que de las entidades que registraron los menores porcentajes de ejecución sobresalen el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda (29.4%) y el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (31.7%).

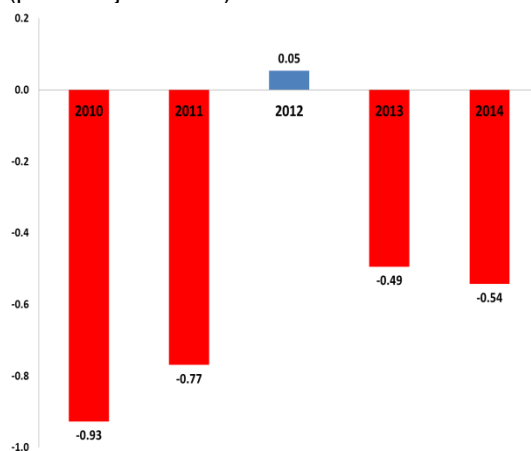
3. Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre ingresos y gasto público al 30 de junio de 2014, resultó en un déficit fiscal de Q2,461.9 millones (0.5% del PIB), superior al registrado en el mismo período del año anterior (Q2,090.4 millones). Por el lado de las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto fue negativo en Q473.7 millones, resultado de desembolsos por Q587.6 millones y amortizaciones por Q1,061.3 millones. En lo que respecta al financiamiento interno neto, éste se ubicó en Q7,214.5 millones, como consecuencia de negociaciones de bonos del tesoro por Q8,335.2 millones, vencimientos por Q1,117.7 millones y amortizaciones de primas de deuda interna por Q2.9 millones. Como resultado de las operaciones anteriores, se observó un aumento de caja del Gobierno Central por Q4,278.9 millones.

Al 30 de junio, el saldo de la deuda pública externa se ubicó en US\$7,029.1 millones, menor en US\$41.1 millones respecto del registrado al 31 de diciembre de 2013 (US\$7,070.2 millones). Mientras que el saldo de la deuda pública interna se situó en Q56,624.3 millones, mayor en Q7,217.5 millones respecto al 31 de diciembre de 2013 (Q49,406.8 millones). Vale indicar que el 13 de mayo del presente año el Ministerio de Finanzas Públicas concluyó la colocación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, correspondientes al ejercicio fiscal 2014, por un monto de Q8,335.2 millones. De dicho monto, el 80.5% fue colocado en moneda nacional (Q6,708.2 millones), en plazos de 7, 10, 12 y 15 años y a

Gráfica 35

Déficit Fiscal Acumulado (1)
Años: 2010-2014
(porcentaje del PIB)



(1) Cifras preliminares a junio de cada año.
Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

una tasa de rendimiento promedio ponderado de 6.88%, 7.33%, 7.38% y 7.50%, respectivamente. El restante 19.5% (equivalente a Q1,627.0 millones) fue colocado en moneda extranjera (aproximadamente US\$210.1 millones) a 7 años plazo y a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 4.88%.

Cuadro 5

Gobierno Central (1)
Ejecución Presupuestaria a Junio
Años: 2013-2014
(millones de quetzales)

Concepto	2013	2014 ^{P/}	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
I. Ingresos y Donaciones	24,218.7	25,441.4	1,222.7	5.0
A. Ingresos (1+2)	24,054.2	25,361.3	1,307.1	5.4
1. Ingresos Corrientes	24,050.2	25,357.7	1,307.5	5.4
a. Tributarios	22,925.6	23,961.4	1,035.7	4.5
b. No Tributarios	1,124.6	1,396.3	271.7	24.2
2. Ingresos de Capital	4.0	3.7	-0.4	-9.3
B. Donaciones	164.5	80.1	-84.4	-51.3
II. Total de Gastos	26,309.1	27,903.3	1,594.3	6.1
A. De Funcionamiento	21,496.6	22,382.5	885.9	4.1
B. De Capital	4,812.5	5,520.8	708.3	14.7
III. Superávit o Déficit Presupuestal	-2,090.4	-2,461.9	-371.5	17.8
IV. Financiamiento Total	2,090.4	2,461.9	371.5	17.8
A. Interno	2,423.6	7,214.5	4,790.9	197.7
B. Externo	5,412.9	-473.7	-5,886.7	-108.8
C. Variación de Caja (-) aumento (+) disminución	-5,746.1	-4,278.9	1,467.3	-25.5
Carga tributaria	5.4	5.3		
Déficit/PIB	-0.5	-0.5		

(1) Cifras preliminares.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

ANEXOS

ANEXO 1

ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL

I. ACTIVIDAD SECTORIAL

La evolución del PIB en el primer trimestre de 2014, medida por el origen de la producción, refleja tasas de crecimiento positivas en todas las actividades económicas, destacando la explotación de minas y canteras; la intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; los servicios privados; el comercio al por mayor y al por menor; y las industrias manufactureras. El desempeño de dichas actividades explicó alrededor del 75% de dicho resultado.

Cuadro A1.1

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

Actividades Económicas	Participación Porcentual en el PIB anual	2013				2014
		I	II	III	IV	I
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca	13.6	9.0	5.5	4.1	1.6	3.9
Explotación de Minas y Canteras	0.6	-1.0	2.6	1.2	11.6	34.5
Industria Manufacturera	17.9	2.1	7.3	2.3	2.5	2.6
Suministro de Electricidad y Captación de Agua	2.8	2.4	6.0	6.1	6.4	7.1
Construcción	2.9	-2.3	2.7	2.9	2.6	3.0
Comercio al por mayor y al por menor	11.7	2.4	3.0	3.6	3.2	3.1
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	10.6	0.6	1.7	7.1	2.1	1.7
Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares	4.8	9.8	13.9	14.4	7.7	8.0
Alquiler de Vivienda	10.1	3.0	2.9	3.0	3.0	3.0
Servicios Privados	16.1	1.6	3.9	4.7	1.8	3.2
Administración Pública y Defensa	7.8	7.2	7.5	3.9	7.1	1.7
PRODUCTO INTERNO BRUTO		3.0	4.7	4.0	3.1	3.4

(1) Medido por el origen de la producción.

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

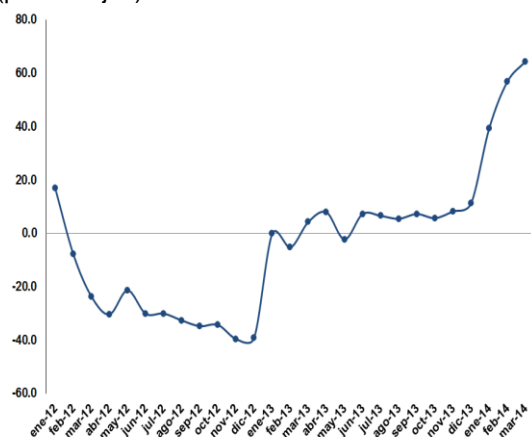
(3) Cifras preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.

El dinamismo registrado en la actividad de explotación de minas y canteras se asocia, principalmente, a la recuperación observada en la extracción de minerales metálicos, específicamente de plomo, cinc y sus concentrados. Por su parte, el comportamiento observado en la intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares derivó, principalmente, del

Gráfica A1.1

Exportación de Minerales Metálicos (1) (2) (3)
(porcentajes)



(1) En términos reales.

(2) Variación interanual acumulada.

(3) Con cifras a marzo de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

crecimiento observado en la actividad de bancos y financieras, como consecuencia del aumento de los intereses netos percibidos; así como por el incremento de la actividad de seguros, derivado del mayor monto de primas percibidas.

El desempeño de la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca estuvo asociado, principalmente, a un mayor volumen de producción de banano, cardamomo, arveja china, ejote francés, plátano, sandía y hule natural, incentivado por el incremento en la demanda externa de dichos productos. Asimismo, se observó un crecimiento en la producción de granos básicos, como maíz y frijol, resultado de condiciones climáticas favorables. Por su parte, el cultivo de café continuó reportando menores niveles de producción, debido a los efectos de la roya del cafeto.

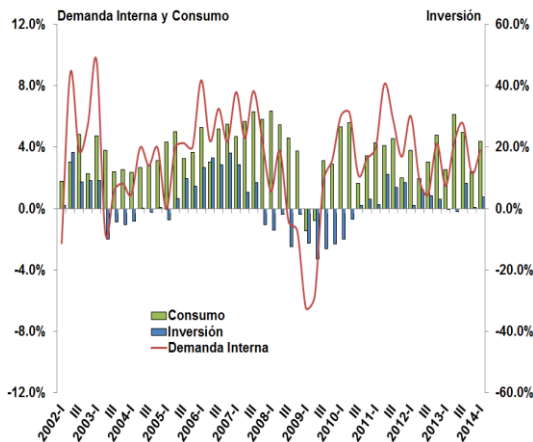
En la evolución positiva de los servicios privados, influyó el crecimiento mostrado por las actividades de mantenimiento y reparación de vehículos automotores y motocicletas; hoteles y restaurantes; enseñanza; y actividades de hospitales, médicos y otras actividades relacionadas con la salud humana, como consecuencia del incremento en la demanda final de este tipo de servicios.

El resultado observado del comercio al por mayor y al por menor se asoció al incremento del volumen de bienes comercializados en la economía durante el primer trimestre, tanto de origen nacional como importado, entre los cuales destaca el comercio al por menor de combustibles, artículos de ferretería, materiales de construcción, vehículos, motocicletas, maquinaria y equipo, alimentos, bebidas, productos personales y del hogar, y prendas de vestir.

Finalmente, el crecimiento de la industria manufacturera se asocia, principalmente, al incremento en la producción de: carne procesada de aves; productos de panadería; cerveza; productos elaborados de metal, excepto maquinaria y equipo; y productos de plástico, asociado a una mayor demanda interna de dichos productos. Por otro lado, se observó un incremento en la demanda externa de: aceites y grasas de origen animal y vegetal; papel y productos de papel; pinturas y barnices; y productos farmacéuticos y sustancias químicas.

Gráfica A1.2

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



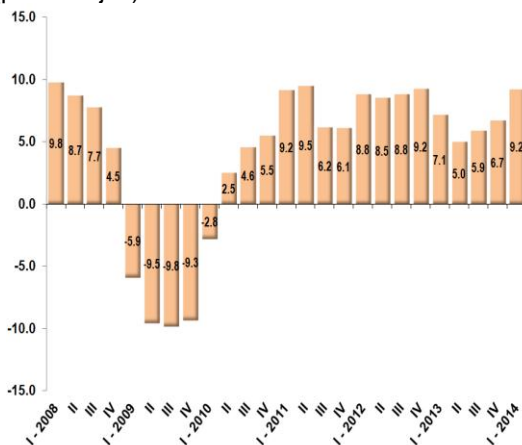
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

(2) Con información a marzo de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.3

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



(1) Variación interanual, con información a marzo de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

II. DEMANDA AGREGADA

En lo que respecta al PIB medido por el destino del gasto, al primer trimestre de 2014, se observa una tasa de crecimiento del gasto de consumo privado de 3.9%, asociada al incremento en el consumo de bienes y servicios para uso personal y domiciliario (alimentos y bebidas; enseres domésticos; prendas de vestir; productos farmacéuticos; servicios generales de salud, entre otros). Este comportamiento continuó siendo apoyado por el incremento en el número de trabajadores afiliados al IGSS, de las remesas familiares, de los salarios medios y del crédito bancario al sector privado, especialmente el destinado al consumo. Por su parte, el gasto de consumo del Gobierno Central registró un aumento de 8.0%, explicado, fundamentalmente, por un incremento en la compra de bienes y servicios.

En cuanto a la inversión (formación bruta de capital fijo), ésta registró un incremento de 3.7% asociado, principalmente, a la mayor inversión en construcción y al aumento, en términos de volumen, en las importaciones de bienes de capital, principalmente las destinadas para la industria, telecomunicaciones, construcción y el transporte.

Con relación a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 4.7% explicado, principalmente, por el mejor desempeño de las exportaciones de banano, cardamomo y grasas y aceites comestibles, entre otros.

Por último, las importaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 4.9%, derivado del incremento que registró el volumen de importación de materias primas y productos intermedios; de combustibles y lubricantes; de materiales de construcción y de bienes de capital.

Cuadro A1.2Producto Interno Bruto Trimestral (1) (2)
(porcentajes)

Destino del Gasto	Participación Porcentual en el PIB	2013				2014
		I	II	III	IV	I
Demanda Interna		1.5	4.3	5.5	2.3	3.8
Gasto de Consumo Final de los Hogares e ISFLSH (3)	84.6	2.4	5.1	4.9	3.0	3.9
Gasto de Gobierno Central	11.2	4.0	13.6	5.4	-1.9	8.0
Formación Bruta de Capital Fijo	14.8	-0.3	-1.1	8.2	0.4	3.7
Exportaciones de bienes y servicios	25.5	5.2	6.9	3.3	7.6	4.7
(-) Importaciones de bienes y servicios	-36.7	0.3	5.1	6.7	3.5	4.9
PRODUCTO INTERNO BRUTO		3.0	4.7	4.0	3.1	3.4

(1) Medido por el destino del gasto.

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

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

Fuente: Banco de Guatemala.

ANEXO 2

EFFECTO DE LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE LOS ALIMENTOS SOBRE LOS PRECIOS INTERNOS EN GUATEMALA¹⁴

I. INTRODUCCIÓN

Existe algún consenso en la literatura económica en cuanto a que la inflación de un país puede verse afectada por los factores siguientes: presiones de demanda agregada, aumento en las expectativas de inflación, excedentes monetarios y choques de oferta (tanto internos como externos). Al respecto, cabe mencionar que en los últimos años los choques de oferta externos han cobrado particular interés, debido a la importancia que tienen los efectos de las variaciones de los precios internacionales de las materias primas, en particular de los alimentos (maíz y trigo), sobre los precios internos.

En este contexto, el objetivo de este anexo es evaluar cuál ha sido el impacto sobre la inflación de Guatemala (alimentos y no alimentos), derivado del comportamiento de los precios internacionales de las materias primas que más han influido sobre su comportamiento (maíz, trigo y petróleo) durante los últimos 10 años.

II. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE LAS MATERIAS PRIMAS

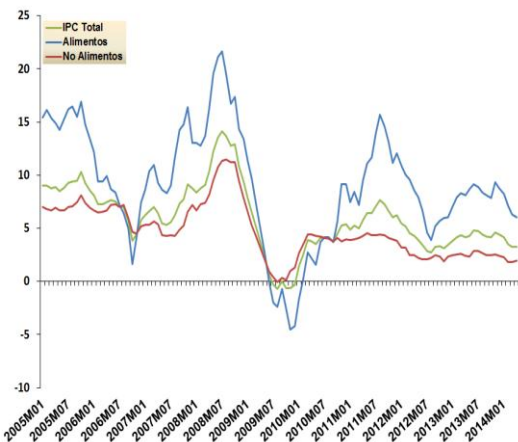
Desde la adopción del Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI) en 2005, el comportamiento de la inflación en Guatemala se ha visto afectado por las fluctuaciones de los precios internacionales de las materias primas, en particular, las del maíz, las del trigo y las del petróleo (ver gráficas A2.1 y A2.2). Como puede observarse, los precios internacionales de los alimentos y del petróleo llegaron a niveles históricos en 2008 y en 2011; sin embargo, desde 2012 esta tendencia se ha moderado.

Asimismo, las gráficas muestran que estas series y la inflación de Guatemala (alimentos y no alimentos), parecen guardar una relación directa durante todo el período. Ciertamente, el coeficiente de correlación contemporánea entre estas variables se ubica aproximadamente entre 0.35-0.38.

Sin embargo, el comportamiento de las series muestra un quiebre estructural durante los años de la crisis económica y

Gráfica A2.1

Índice de Precios al Consumidor Total, Alimentos y No Alimentos (Base Dic. 100)
Años: 2005-2014 (1) (2)



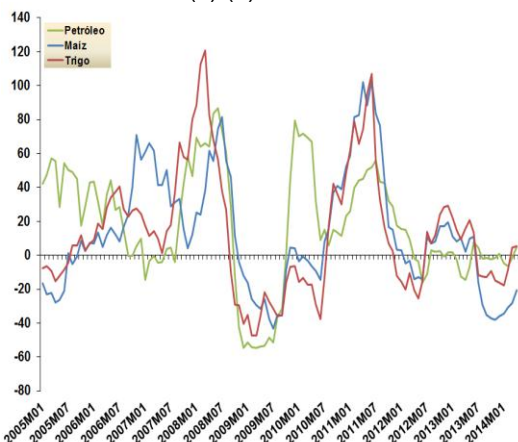
(1) Cifras a mayo de 2014.

(2) Tasa de variación interanual.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Guatemala.

Gráfica A2.2

Precios Internacionales del Petróleo, Maíz y Trigo
Años: 2005-2014 (1) (2)



(1) Cifras a mayo de 2014.

(2) Tasa de variación interanual.

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI).

¹⁴ Fuente: "Efectos de los precios internacionales de los alimentos sobre los precios internos en Guatemala". Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos. Banco de Guatemala. Junio de 2014.

financiera global de 2008-2009, lo que sugeriría que el período 2004-2014, podría analizarse en dos sub-períodos (crisis y post crisis) para poder evaluar el efecto traspaso de los precios internacionales de los alimentos y del petróleo a los precios internos.

III. ANÁLISIS MEDIANTE UN MODELO DE VECTORES AUTOREGRESIVOS (VAR)

El modelo está compuesto por las siguientes variables: el precio internacional del petróleo, el promedio ponderado de los precios internacionales del maíz y del trigo, el tipo de cambio nominal de Guatemala, así como los componentes de alimentos y de no alimentos del IPC total. La manera en que se modela la relación entre estas variables es mediante un VAR multivariado, donde cada variable dependiente se regresa contra rezagos de ella misma y rezagos de todas o algunas de las demás variables. En esta especificación, las variables están expresadas en diferencias de logaritmos y se utilizan los rezagos óptimos de acuerdo a los criterios econométricos estándar.

Una vez estimado el modelo, se procede a estimar las funciones impulso-respuesta acumulativas y ortogonales. Asimismo, se considera el efecto sobre la variable interna de interés (IPC total, IPC alimentos, IPC no alimentos y tipo de cambio nominal) de un choque de una desviación estándar de las variables de precios internacionales. Posteriormente, se computan las funciones impulso respuesta hasta 12 meses luego del choque.

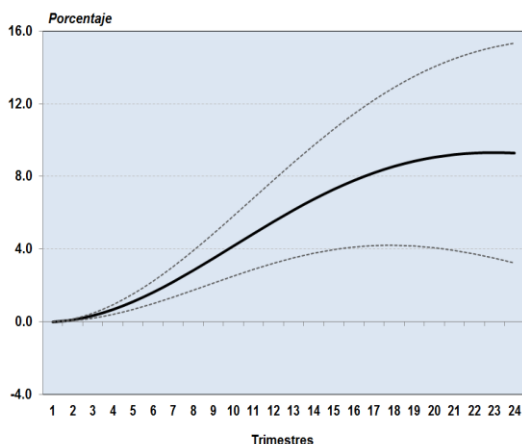
Una vez obtenidas las funciones impulso-respuesta es posible calcular las elasticidades de las variables internas respecto de las variables externas. Dado que la función impulso-respuesta refleja el cambio en la variable de interés ante un cambio de un desvío estándar de la variable de impulso y, como la variable de interés esta medida en diferencia de logaritmos, normalizando la respuesta por la desviación estándar de la variable impulso obtenemos las elasticidades a 6 y 12 meses.

IV. EVALUACIÓN DE LOS RESULTADOS

En el caso de Guatemala, durante el período 2005-2014, se observa que el efecto de un choque de 10% en el precio internacional promedio del maíz y del trigo, tiene un impacto más fuerte en la inflación de alimentos que en la de no alimentos y que en la inflación total (0.81 a 6 meses y 2.60 a 12 meses). Sin embargo, la magnitud de la elasticidad es mayor en el caso del

Gráfica A2.3

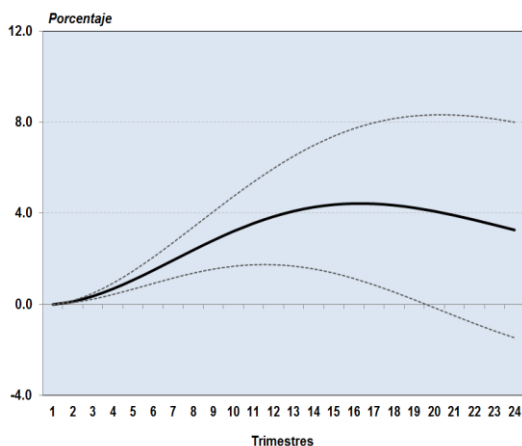
Respuesta Acumulada de la Inflación Total ante un Choque de una Desviación Estándar del Precio Internacional Promedio de Maíz y Trigo
Años: 2005-2014



Fuente: Elaboración propia.

Gráfica A2.4

Respuesta Acumulada de la Inflación Total ante un Choque de una Desviación Estándar del Precio Internacional del Petróleo
Años: 2005-2014



Fuente: Elaboración propia.

período de la crisis (1.27 a 6 meses a 4.34 a 12 meses) y menor en el período post crisis (0.54 a 6 meses y 1.03 a 12 meses) (ver cuadro A2.1).

Los rangos de los resultados obtenidos para Guatemala están en línea con los obtenidos por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en 2012. Según el FMI, es usual observar que el efecto de los choques de los precios internacionales de las materias primas en la inflación interna sea más alto en países en desarrollo que en los avanzados. En los avanzados, la mediana del traspaso a la inflación interna de un choque de 10 puntos porcentuales en el precio internacional de los alimentos fue de 0.2, mientras que en las economías con mercados emergentes y países en desarrollo fue de aproximadamente 4 veces mayor. La diferencia es menos drástica con el precio internacional del petróleo. Lo anterior se debe, principalmente, a que en los países en desarrollo los alimentos constituyen una proporción más importante de la canasta de bienes y servicios del índice de precios al consumidor (IPC).

Sin embargo, la transmisión de los efectos depende también de la reacción de los tipos de cambio nominales. Según el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), los países que usan EMEI tienen regímenes cambiarios flexibles, que pueden amortiguar los aumentos de los precios internos¹⁵. Ciertamente, en el caso de Guatemala, se observa una elasticidad de respuesta negativa a 6 meses del tipo de cambio nominal de alrededor de -0.30 durante el período 2005-2014.

Finalmente, en el cuadro A2.2 se muestran los resultados ante un choque de 10% en el precio internacional del petróleo. Como puede observarse, la reacción no es estadísticamente significativa en el caso del componente de alimentos, únicamente resulta significativa en el caso de la inflación de no alimentos y de la inflación total en el período 2005-2014 (0.35 a 6 meses y 0.76 a 12 meses y 0.45 a 6 meses y 1.16 a 12 meses, respectivamente).

¹⁵ Ello se debe a que ante un incremento en las presiones inflacionarias de segunda vuelta, el banco central suele incrementar el nivel de su tasa de interés de política monetaria, lo que induce a una apreciación del tipo de cambio nominal.

Cuadro A2.1

Estimaciones de la respuesta de los precios de alimentos, los precios de los no alimentos, los precios totales y el tipo de cambio nominal ante un choque de los precios internacionales promedio del maíz y del trigo

Período	Elasticidad de los precios de los alimentos respecto de los precios internacionales de las materias primas Respuesta a distintos horizontes (meses después del choque)		Elasticidad de los precios de los no alimentos respecto de los precios internacionales de las materias primas Respuesta a distintos horizontes (meses después del choque)	
	6 meses	12 meses	6 meses	12 meses
2005-2014	0.81	2.60	0.43	1.47
2008-2009	1.27	4.34	0.42	1.69
2010-2014	0.54	1.03	0.13	0.19

* No significativo al 95%.

Período	Elasticidad de los precios totales respecto de los precios internacionales de las materias primas Respuesta a distintos horizontes (meses después del choque)		Elasticidad del tipo de cambio respecto de los precios internacionales de las materias primas Respuesta a distintos horizontes (meses después del choque)	
	6 meses	12 meses	6 meses	12 meses
2005-2014	0.50	1.68	-0.30	-0.93
2008-2009	1.12	3.81	-1.24	-3.72
2010-2014	0.25	0.43	-0.07*	-0.10*

* No significativo al 95%.

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro A2.2

Estimaciones de la respuesta de los precios de alimentos, los precios de los no alimentos, los precios totales y el tipo de cambio nominal ante un choque del precio internacional del petróleo

Período	Elasticidad de los precios de los alimentos respecto del precio internacional del petróleo Respuesta a distintos horizontes (meses después del choque)		Elasticidad de los precios de los no alimentos respecto del precio internacional del petróleo Respuesta a distintos horizontes (meses después del choque)	
	6 meses	12 meses	6 meses	12 meses
2005-2014	0.25*	0.66*	0.35	0.76
2008-2009	-0.30*	-1.83*	0.37*	0.02*
2010-2014	-0.11*	-0.51*	0.12	0.17*

* No significativo al 95%.

Período	Elasticidad de los precios totales respecto del precio internacional del petróleo Respuesta a distintos horizontes (meses después del choque)		Elasticidad del tipo de cambio respecto del precio internacional del petróleo Respuesta a distintos horizontes (meses después del choque)	
	6 meses	12 meses	6 meses	12 meses
2005-2014	0.45	1.16	-0.65	-1.66
2008-2009	0.06*	-0.37*	-0.09*	0.37*
2010-2014	0.08	0.12*	-0.24*	-0.53*

* No significativo al 95%.

Fuente: Elaboración propia.

V. CONSIDERACIONES FINALES

La velocidad y magnitud de la transmisión de los precios internacionales de alimentos a los precios internos difiere mucho entre países avanzados y economías con mercados emergentes y países en desarrollo. La flexibilidad del régimen cambiario, las características particulares de la política monetaria, si el país es importador o exportador neto de alimentos y la importancia de los

alimentos importados en el consumo interno son factores que tienen un impacto sobre la transmisión de los precios internacionales a los internos de los países.

En el caso de Guatemala, los resultados sugieren que el traspaso de un incremento de 10% en el precio internacional de las materias primas se ubica en un rango de entre 0.50 a 6 meses hasta 4.34 a 12 meses dependiendo del período analizado. Cabe indicar que la flexibilidad del tipo de cambio nominal del país permite amortiguar en parte el efecto del incremento en los precios internacionales sobre los precios internos, en línea con lo observado en otros países con EMEI.

En general, el componente de los alimentos del IPC total registra una mayor reacción ante cambios en el precio internacional promedio del maíz y del trigo en comparación a los cambios del precio internacional del petróleo. No obstante, las elasticidades de los precios de los no alimentos y la de los precios totales resultaron ser estadísticamente significativas ante cambios en el precio internacional del petróleo únicamente cuando se considera el período completo.

ANEXO 3

REGLAS FISCALES: LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL¹⁶

I. INTRODUCCIÓN

La estabilidad macroeconómica y financiera es una condición necesaria para un crecimiento robusto y sostenido. De esa cuenta, la sostenibilidad de la política fiscal es fundamental para la referida estabilidad. Es por ello que con la finalidad de garantizar la responsabilidad fiscal y la sostenibilidad de la deuda, corrigiendo incentivos que provocan distorsiones por presiones de gasto excesivo, algunos países y regiones implementan reglas fiscales, estableciendo restricciones sobre algunos agregados presupuestarios clave mediante límites numéricos y restricciones administrativas.

En este contexto, a continuación se ilustra la experiencia de algunos países que han adoptado reglas fiscales a distintos niveles de gobierno.

II. LAS REGLAS FISCALES

Kennedy, *et al* (1996) consideran que, en sentido amplio, las reglas fiscales se pueden definir como el conjunto de normas y regulaciones mediante las cuales se elaboran, aprueban e implementan los presupuestos nacionales. En sentido estricto, las definen como una restricción legal o constitucional a la política fiscal, que establece un límite específico para un indicador fiscal.

El principal objetivo de las reglas fiscales, según Schaechter, *et al* (2012), es garantizar la responsabilidad fiscal y la sostenibilidad de la deuda por medio de la corrección de incentivos para gastar en exceso, en particular, en épocas de prosperidad, ya que de lo contrario en los años de crisis no habría espacio para una respuesta anticíclica. Además, pueden ser útiles para lograr la estabilización económica, al permitir que las cuentas fiscales se ajusten a las variaciones en la actividad económica y para moderar el grado de participación del gobierno. La adopción y fortalecimiento de las reglas fiscales se considera conveniente para propiciar un ancla creíble de mediano plazo, ya que contribuye a la reducción de desequilibrios fiscales significativos y mejora la credibilidad del proceso de saneamiento de las finanzas

¹⁶ Fuente: "Reglas Fiscales: La experiencia internacional". Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos. Banco de Guatemala. Junio de 2014.

públicas.

Cabe indicar que, según el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2009), la administración de las reglas fiscales tiene coberturas distintas. En algunos países se limita a nivel nacional, es decir que la administración central del gobierno es la responsable de su aplicación a nivel general; en otros, dentro del país se involucra a otras instituciones a nivel sub-nacional, para lo cual es posible diseñar distintos tipos de reglas; y en países miembros de uniones monetarias la responsabilidad puede ser a nivel supranacional.

Las reglas fiscales pueden clasificarse de acuerdo al límite que se imponga a las autoridades fiscales y según el indicador fiscal considerado. En cuanto al límite, García (2012) señala que pueden ser cuantitativas (establecen límites a un indicador fiscal) y de procedimientos (desarrollo de procesos relacionados con las finanzas públicas). Respecto de la elección del agregado presupuestario a restringir, de acuerdo con Schaechter, *et al* (2012), se pueden dividir en cuatro grupos: i) de endeudamiento público como porcentaje del PIB; ii) de presupuesto equilibrado (limitando el nivel de déficit o superávit fiscal), el cual puede incluir características de estabilización económica a largo plazo (balance estructural); iii) de gasto primario o corriente; y v) de ingreso, dirigidas a impulsar la recaudación y/o a prevenir la carga fiscal excesiva.

Debido a que una de las principales desventajas de la aplicación de reglas para las autoridades fiscales se relaciona con la ocurrencia de factores que no pueden ser controlados por el gobierno, especialmente ante la presencia de crisis económicas, algunos países han contemplado, en la formulación de sus políticas fiscales, el uso de cláusulas de escape, las cuales según el Banco Central Europeo (2013) permiten desviaciones del objetivo numérico, debiendo ser claras en cuanto a su definición y su senda de retorno a los objetivos numéricos, así como el tratamiento de las desviaciones acumuladas, para evitar pérdida de credibilidad. En ese contexto, las reglas fiscales numéricas son más aceptadas debido a que son autoimpuestas por las autoridades de los países y, por tanto, están diseñadas para ser cumplidas; además, dichas reglas son como las leyes que limitan la libertad de acción (Wyplosz, 2012).

Por otra parte, para el establecimiento de una regla fiscal

de cualquier tipo, los países deben realizar previamente, según Kopits (2001), una campaña de divulgación, consenso legislativo y definición de la trayectoria de convergencia a mediano plazo de los indicadores de desempeño claves. Cabe indicar que en la mayoría de países un requisito previo importante para obtener buenos resultados es la introducción gradual de reformas estructurales para garantizar la sostenibilidad de las reglas (Kopits, 2001).

En general, la formulación de reglas fiscales requiere considerar las características siguientes (Kopits y Symansky, 1998): i) definición clara del indicador a controlar, del alcance institucional y de las cláusulas de escape¹⁷; ii) transparencia en las operaciones de las autoridades¹⁸, iii) consistencia con la consecución de los objetivos de política económica; iv) sencillez, flexibilidad y facilidad en cuanto a aplicación; v) consistencia con otras políticas y reglas macroeconómicas; vi) implementación de políticas orientadas a alcanzar los objetivos de la regla fiscal; y vii) la regla fiscal debería estar incluida en algún estatuto, como leyes internas o tratados internacionales, donde también se establezcan aspectos relativos a su vigilancia y posibles sanciones en caso de incumplimiento.

En particular, cuando se trate de reglas fiscales basadas en un balance estructural, se sugiere, dada la complejidad técnica y variedad de objetivos que las mismas pueden satisfacer, considerar aspectos como la estabilidad macroeconómica y financiera del país, la sostenibilidad de la deuda pública en el mediano y largo plazos, la solidez del sistema bancario y financiero, así como la credibilidad de las instituciones relacionadas con los procesos de preparación, discusión, aprobación y ejecución del presupuesto, para que su diseño y funcionamiento sean óptimos en términos de efectividad, credibilidad, flexibilidad y sostenibilidad de la política fiscal (García, 2012).

¹⁷ De acuerdo con García (2012), las cláusulas de escape proporcionan flexibilidad a las autoridades para actuar ante choques temporales imprevistos y significativos (como desastres naturales y crisis financieras). Además, según Schaechter, *et al* (2012), deben incluir: a) una gama muy limitada de los factores para activarlas; b) directrices claras sobre la interpretación y la determinación de los acontecimientos (incluyendo las reglas de votación); y c) la especificación de la trayectoria para el retorno a la aplicación de la regla y el tratamiento de las desviaciones acumuladas.

¹⁸ Al respecto el Código de Buena Conducta en Transparencia Fiscal, elaborado por el Fondo Monetario Internacional, establece cuatro principios para fortalecer la transparencia: i) claridad en las relaciones entre agentes económicos y responsabilidades en el proceso presupuestario; ii) disponibilidad pública de información; iii) preparación, ejecución y divulgación del presupuesto de acuerdo a estándares estadísticos y de contabilidad publicados; y iv) utilización de controles independientes del proceso presupuestario.

III. EXPERIENCIA INTERNACIONAL

Luego de la Segunda Guerra Mundial, algunos países, como Alemania, implementaron reglas del presupuesto equilibrado a nivel nacional en sus programas de estabilización. Posteriormente, los niveles excesivos de endeudamiento público en varios países durante 1970 y 1980 contribuyeron a incrementar el número de países que las aplicaban, fijando límites numéricos, tal es el caso de los Estados Unidos de América (1985), varios países de América Latina (en la década de los noventa) y de la Unión Europea (en 1992), con el propósito de lograr la compatibilidad de las políticas fiscales de sus miembros (FMI, 2009). Sin embargo, según Schaechter, *et al* (2012), en las últimas dos décadas se han extendido en todo el mundo, utilizándose en 76 países a finales de marzo de 2012.

La mayoría de países investigados aplica reglas fiscales a nivel nacional, aunque en los casos de Alemania, Argentina, Brasil y los Estados Unidos de América las aplican además, a nivel subnacional. Adicionalmente, el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria establecido entre los 25 países miembros de la Unión Europea, contempla el uso de una regla fiscal a nivel supranacional, con el objetivo de evitar que las políticas fiscales de cada país integrante sean incompatibles con las de la unión monetaria.

Los países utilizan uno o más indicadores fiscales para restringir la participación de la autoridad fiscal. La tendencia actual es utilizar una regla basada en un balance estructural, que aísla el efecto de movimientos cíclicos de la actividad económica sobre los ingresos fiscales a largo plazo. Alemania, México y la Unión Europea recientemente modificaron sus reglas con el fin de basarse en un indicador de este tipo¹⁹. Sin embargo, Inglaterra y la Unión Europea, además de utilizar dicho indicador, también fijan límites a la deuda pública. La mayoría de países utiliza reglas numéricas, como parte de su estrategia fiscal, excepto los Estados Unidos de América que basa su política fiscal en una regla conocida como *pay-as-you-go*, la cual mediante la aprobación de distintos entes del gobierno impone un límite a su deuda pública. La regla utilizada por los Estados Unidos de

¹⁹ Las reglas de balance estructural en Alemania, en la Unión Europea y en México están vigentes desde 2011, 2013 y 2014, respectivamente.

América se considera como una regla de procedimientos (Schaechter, *et al*, 2012).

Es importante señalar que el fundamento de las reglas fiscales está contemplada en tratados internacionales (Unión Europea), en la constitución (Alemania) y, en el mayor número de casos, en decretos aprobados por los congresos o senados de cada país (en la mayoría de países se incluyen sanciones por incumplimiento). En el caso de Brasil, por ejemplo, se contemplan sanciones financieras si los gobiernos subnacionales no cumplen con las metas impuestas (el gobierno nacional puede dejar de realizar transferencias a los subnacionales). En la Unión Europea, el Tribunal de Justicia está facultado para imponer el pago de una multa coercitiva al país que no cumpla con las metas establecidas. Chile, los Estados Unidos de América e Inglaterra no contemplan de forma explícita la aplicación de sanciones.

En cuanto a las metas numéricas, éstas se establecen, en algunos casos, con un horizonte de mediano plazo. Alemania, por ejemplo, plantea una meta de déficit estructural de 0.35% del PIB a ser alcanzada por las federaciones a partir de 2020, aunque en 2014 dicho objetivo será a nivel nacional. Es importante mencionar que en Brasil se modificó la meta en tres ocasiones durante 2013, estableciendo una meta inicial de superávit primario de 3.1% del PIB y reduciéndola finalmente a 1.3%, ya que su legislación le otorga flexibilidad para hacerlo. El Senado de los Estados Unidos de América aprobó la elevación del techo de endeudamiento, por lo que el nuevo techo se ubica en US\$17.2 millardos y permanecerá vigente hasta el 15 de marzo de 2015 (Ver cuadro A3.1).

Cuadro A3.1
Metas de Política Fiscal para 2014

País	Agregado Fiscal Utilizado	Objetivo Numérico
Alemania	Balance estructural	Déficit estructural como porcentaje del PIB \leq 0.35% a nivel nacional y a partir de 2020 a nivel subnacional
Argentina	Presupuesto equilibrado	Crecimiento nominal del gasto público primario < crecimiento nominal del PIB
Brasil	Presupuesto equilibrado	Superávit primario como porcentaje del PIB \leq 1.9%
	Deuda	654.700 millones de reales
Chile	Balance estructural	Balance estructural como porcentaje del PIB de -1%
Colombia	Balance estructural	Balance estructural \leq 2.3%
Estados Unidos	Deuda	Límite de endeudamiento público de US\$17.2 millardos
Inglaterra	Balance estructural	Superávit estructural como porcentaje del PIB de 2%
	Deuda	Deuda pública neta como porcentaje del PIB de 78.3%
México	Balance estructural	Déficit presupuestal estructural como porcentaje del PIB de -1%, sin considerar la inversión de Petróleos Mexicanos (Pemex)
Perú	Presupuesto equilibrado	Déficit fiscal del sector público no financiero como porcentaje \leq 1% del PIB
	Gasto	Incremento anual del gasto no financiero \leq 3% en términos reales, en base al deflactor implícito del PIB
Unión Europea	Balance estructural	Déficit estructural como porcentaje del PIB de 0.5% (1% para países con niveles de endeudamiento menores de 60%)
	Deuda	60% como porcentaje del PIB

Fuente: Autoridades fiscales y legislación de cada país, con información disponible al 30 de abril de 2014.

De los diez países considerados, cinco contemplan cláusulas de escape en sus reglas fiscales, de esa forma pueden desviarse temporalmente de los objetivos establecidos ante eventos fuera del control de los gobiernos. En los cinco casos se puede flexibilizar la regla ante crisis económicas. Entre otros eventos fuera de control de las autoridades se pueden citar desastres naturales (Alemania, Brasil y Perú) y eventos extraordinarios que comprometan la estabilidad macroeconómica (Colombia). En algunos casos, la aplicación de las cláusulas requiere la aprobación del congreso mediante un proceso de votación establecido en su legislación (Alemania y Brasil). Alemania, Perú y la Unión Europea contemplan el plan de estabilización posterior a la utilización de la cláusula; es decir, definen la senda de retorno a los objetivos numéricos y el tratamiento de las desviaciones acumuladas.

Finalmente, es importante señalar que, según Mears, *et al* (2010), la eficacia de una regla fiscal depende del contexto institucional en el que se está aplicando y el entorno macroeconómico, así como del diseño de la propia regla. Por tanto, los países analizados gozan del respaldo de una infraestructura institucional adecuada, especialmente en los que se aplican sanciones por incumplimiento. En cuanto al entorno macroeconómico de cada país, las reglas fueron implementadas en todos los casos, con el fin de garantizar la responsabilidad

fiscal y la sostenibilidad de la deuda, por lo que es posible actuar en las fases del ciclo económico, por ello fueron diseñadas en cada país de acuerdo con su contexto económico, político y social.

IV. CONSIDERACIONES FINALES

El propósito fundamental de las reglas fiscales consiste en preservar la sostenibilidad fiscal de largo plazo y fortalecer la credibilidad en la política macroeconómica. Por tanto, las reglas fiscales deben adoptarse de acuerdo con los objetivos de la política fiscal y en función de factores estructurales que determinan la evolución del crecimiento económico en el largo plazo, separando los resultados fiscales de los efectos del ciclo, además de reducir la discrecionalidad de las autoridades y las inconsistencias intertemporales de algunas decisiones presupuestarias.

Finalmente, para mejorar su utilidad, las reglas fiscales deben ser simples y flexibles; deben aplicarse de manera transparente con el respaldo de una infraestructura institucional adecuada que contemple sanciones por incumplimiento; e incluir criterios orientados a contribuir a mantener la sostenibilidad del crecimiento económico.

ANEXO 4

¿UNO O MÁS OBJETIVOS DEL BANCO CENTRAL? ESTADO DEL DEBATE POST CRISIS²⁰

I. INTRODUCCIÓN

Durante las dos décadas precedentes a la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009, la teoría monetaria y la macroeconomía, establecieron que el principal mandato de la política monetaria era mantener una inflación baja y estable y que, una vez cumplido dicho objetivo, el producto se mantendría alrededor de su nivel potencial (Blanchard y Gali, 2007).

Ciertamente, este enfoque ha guiado la política monetaria en muchos países avanzados y en algunas economías emergentes; sin embargo, la crisis desafió el paradigma de que la política monetaria debe velar sólo por un objetivo primordial, la estabilidad de precios, y que para lograrlo cuenta con un instrumento, que por lo general es la tasa de interés de corto plazo. Asimismo, desafió la noción de que la estabilidad de precios es suficiente para lograr la estabilidad macroeconómica y cuestionó si otros objetivos deberían regir la política monetaria y más específicamente a los bancos centrales, dado que la crisis demostró que aún con una inflación baja y una brecha del producto estable y reducida, pueden gestarse graves desequilibrios macroeconómicos (Bayoumi *et al*, 2014).

Varios de los elementos de este consenso siguen siendo válidos, entre ellos que el principal objetivo de la política monetaria es la estabilidad de precios a largo plazo. Sin embargo, para garantizar la estabilidad macroeconómica, otros objetivos intermedios, como la estabilidad financiera y externa, juegan hoy un papel más importante que en el pasado. La respuesta de política de las economías avanzadas a la crisis ha provocado grandes movimientos en los flujos de capital, lo cual ha complicado la gestión macroeconómica en las economías pequeñas y abiertas. Dicha situación ha generado un intenso debate acerca del rol de la política monetaria en la era post-crisis.

II. OBJETIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

En cuanto a los objetivos de la política monetaria, el consenso es que la estabilidad en el nivel general de precios en el

²⁰ Fuente: “¿Uno o más objetivos del Banco Central? Estado del debate post crisis”. Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos. Banco de Guatemala. Junio de 2014.

largo plazo debe mantenerse como el principal objetivo. Asimismo, en la práctica de los bancos centrales, destaca la importancia que tiene el anclaje de las expectativas de inflación, pues contribuyen a evitar espirales inflacionarias.

A continuación se resumen los argumentos más importantes en torno a tres potenciales objetivos adicionales de la política monetaria que permanecen en el debate actual, tanto desde el punto de vista teórico como práctico.

A. ¿DEBERÍA LA ESTABILIDAD FINANCIERA SER UNA META DE LA POLÍTICA MONETARIA?

Durante las dos décadas precedentes a la crisis, los bancos centrales, especialmente de las economías emergentes, siguieron con cierto grado de flexibilidad los preceptos del consenso de que una inflación baja y estable era el principal (en ocasiones el único) mandato de la política monetaria, por lo que el énfasis se mantuvo en la estabilidad de precios.

Aún antes de la crisis, la preocupación por los desequilibrios financieros pesaba en las decisiones de política monetaria de algunas economías emergentes: sin embargo, en la práctica, los efectos de las distorsiones financieras, categorizadas teóricamente como relevantes, fueron considerados cuantitativamente muy pequeños como para persuadir la conducta de la política monetaria, especialmente en las economías avanzadas, cuya visión prevaleciente era que la estabilidad financiera correspondía a la regulación y supervisión financiera y que la política monetaria debía reaccionar a los movimientos en los precios de los activos financieros únicamente en la medida que éstos afectaran la inflación y el producto. No obstante, la crisis dejó claro que una respuesta más sistemática era necesaria.

A pesar de que está surgiendo el consenso de que la política macroeconómica debe preocuparse por la estabilidad financiera, aún está lejos de determinarse si este trabajo corresponde a la política monetaria. Si la respuesta fuese afirmativa, surgen preguntas sobre los parámetros que deberían guiar las acciones de las autoridades para proteger la estabilidad financiera. Por ejemplo, con la tasa de interés de política monetaria no se puede prevenir el tipo de desequilibrios que llevaron a la crisis, pero los efectos provocados por las distorsiones financieras si pueden afrontarse mejor con herramientas más dirigidas.

Los modelos nekeynesianos con fricciones financieras apoyan la visión de que, en ausencia de otras herramientas, la política monetaria debería acoger la estabilidad financiera como una nueva meta intermedia. En efecto, una característica de la crisis fue la ruptura en la intermediación financiera en las economías avanzadas más grandes, pero todavía no está claro cómo los cambios regulatorios podrían influenciar la forma futura de dicha intermediación y, por tanto, la transmisión de la política monetaria y su rol en la estabilidad financiera (Woodford, 2012).

Si se busca determinar si la política monetaria debe ayudar a proteger la estabilidad financiera, es procedente utilizar dos enfoques. Primero, en un régimen de metas de inflación flexible, los bancos centrales reaccionarían a los desequilibrios en la medida que amenacen la estabilidad de precios de largo plazo. En el segundo enfoque, la estabilidad financiera sería incorporada como una meta adicional independiente de la estabilidad de precios; en ese sentido, el banco central tomaría en cuenta las implicaciones de la estabilidad financiera para la estabilidad del producto y de los precios. No obstante, hasta el momento poco se sabe sobre cómo ese marco de política funcionaría en la práctica.

B. ¿DEBERÍAN LOS BANCOS CENTRALES ASIGNAR MAYOR IMPORTANCIA A LA ESTABILIDAD DEL PRODUCTO?

Contrariamente de lo que muchos esperaban basados en experiencias pre-crisis, la inflación se mantuvo estable en medio de fuertes contracciones en la producción y aumentos en el desempleo. La relación entre inflación y desempleo (la curva de Phillips) parece que se ha debilitado, especialmente en economías avanzadas, con lo cual cabe cuestionarse si la política monetaria, en su función de reacción, debería continuar poniendo el mismo énfasis a la estabilidad de precios. La respuesta está detrás del aparente aplanamiento de la curva de Phillips.

Una curva de Phillips estructuralmente plana debería fortalecer un esquema de metas de inflación flexible versus un esquema de metas de inflación estricto. Con la estabilización de la inflación y una mayor volatilidad del crecimiento y del desempleo, los bancos centrales desearían esperar antes de reaccionar a presiones inflacionarias, para establecer si éstas son temporales o permanentes. Por otra parte, si la inflación es menos sensible a condiciones cíclicas internas, ésta es relativamente más afectada

por choques temporales de costos vinculados, por ejemplo, al tipo de cambio nominal, o a movimientos en los precios internacionales de las materias primas. Dadas las ponderaciones de crecimiento e inflación en la función de reacción de la política monetaria, una curva de Phillips aplanada implica responder más seguido a choques de costos y de esa manera inducir fluctuaciones indeseables en el crecimiento y en el desempleo.

La cuestión es, sin embargo, mucho menos clara si el aplanamiento de la curva de Phillips es condicional a la política. En particular, si la mayor credibilidad del banco central está en el centro del aplanamiento observado en las décadas recientes, un cambio en la función de reacción de la política monetaria puede desanclar las expectativas de inflación, dando como resultado un regreso a la curva de Phillips original (Gürkaynak *et al*, 2010).

La discusión anterior no basta para socavar el caso de un esquema de metas de inflación flexible. Se requeriría trabajo adicional para entender mejor las causas del aplanamiento de la curva de Phillips, pues hasta que la incertidumbre no se reduzca, el balance de riesgos argumenta en contra de darle una mayor ponderación a la estabilidad del crecimiento (Bayoumi *et al*, 2014).

C. ¿DEBERÍA ESTAR PREOCUPADA LA POLÍTICA MONETARIA CON LA ESTABILIDAD EXTERNA?

La crisis resaltó nuevamente los peligros asociados a la ampliación de los vínculos financieros y flujos de capital internacionales. El surgimiento de problemas, tanto en las economías pequeñas y abiertas como en las avanzadas, con sistemas financieros más profundos, ha reavivado preguntas antiguas sobre el rol de la política monetaria con respecto al sector externo. La volatilidad de los flujos de capital y del tipo de cambio nominal puede afectar la estabilidad macroeconómica, tanto por el canal real como por el financiero, especialmente en economías pequeñas y abiertas. Cuando el tipo de cambio nominal se aprecia como consecuencia de fuertes entradas de divisas, el sector exportador puede perder competitividad y, por ende, generar una reasignación de recursos difícil de revertir si la apreciación cambiaria es temporal. Fuertes entradas de divisas pueden alimentar *booms* de crédito interno y cuando éstas aumentan los pasivos en moneda extranjera, pueden hacer que las estructuras de las hojas de balance sean vulnerables a reversiones de las entradas de capital. Estos problemas

reavivaron el debate sobre las herramientas para manejar y liberar los flujos de capital, y han llevado al FMI a revisar su visión institucional (FMI, 2012).

Bajo condiciones excepcionales, una postura monetaria dirigida a estabilizar la inflación interna no garantiza la estabilidad externa. En ese sentido, un nuevo objetivo –como la gestión del tipo de cambio nominal ante flujos de capital volátiles– implicaría un nuevo instrumento o aceptar una compensación entre una nueva meta de estabilidad externa y el tradicional objetivo de estabilidad de precios. En economías donde las fricciones financieras provocan que los activos internos y externos sean sustitutos relativamente imperfectos, los bancos centrales pueden utilizar una combinación de tasa de interés de política monetaria e intervenciones de esterilización cambiaria para alcanzar tanto la estabilidad de la inflación y del tipo de cambio nominal (Benes *et al*, 2013).

III. CONSIDERACIONES FINALES

En el debate acerca del objetivo de la política monetaria en la post-crisis, persiste la idea de que el marco de la misma debe permanecer igual; es decir, que la estabilidad de precios a largo plazo debe continuar siendo su objetivo principal y que la independencia del banco central es el ingrediente fundamental para lograrlo, pero debe ser complementado con otros objetivos intermedios, como la estabilidad financiera y externa. El uso de políticas no convencionales derivado de la crisis demostró que la política monetaria poco puede hacer cuando la tasa de política se aproxima a cero; en ese sentido, sería conveniente aumentar la capacidad de los marcos de política para evitar dicho riesgo, cómo lograrlo es el tema a resolver.

Lo anterior requiere de un mandato más amplio y de nuevas herramientas, aunque esto podría comprometer la rendición de cuentas y la independencia del banco central; asimismo, el diseño y límites para un nuevo marco de política monetaria debe tomar en cuenta las características propias de cada país, ya que los desafíos difieren dependiendo del grado de desarrollo y de apertura de las economías. Cabe agregar que los países con esquemas de metas de inflación tuvieron un desempeño antes, durante, y después de la crisis significativamente mejor que aquellos que operaban bajo otros esquemas. (García, 2014).

ANEXO 5

FUNCIONES DE DEMANDA DE EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE GUATEMALA²¹

I. ASPECTOS TEÓRICOS SOBRE LAS FUNCIONES DE EXPORTACIONES E IMPORTACIONES

La literatura económica relativa a las funciones de comercio exterior, en términos generales, se fundamenta en la teoría de la demanda; en donde se asume que el agente importador, como cualquier otro consumidor, maximiza su utilidad sujeta a una restricción presupuestaria, bajo el supuesto de que la elasticidad de oferta es infinita (García, *et al.*, 2009).

De acuerdo con lo anterior, la demanda de importaciones depende de la renta de los consumidores nacionales y de los precios de las importaciones relativos al precio de los bienes sustitutos de producción interna; análogamente, las exportaciones (importaciones del resto del mundo) están en función de la renta, o demanda externa y de los precios de exportación relativos a los precios de los productos sustitutos de los bienes procedentes del resto del mundo (Aravena, 2005).

En ese contexto, un incremento en el ingreso de los principales socios comerciales del país aumenta la demanda de los productos nacionales y, de igual forma, un aumento del ingreso nacional impulsa la demanda de bienes importados; lo cual se conoce como efecto ingreso. Por su parte, las reducciones en los precios relativos, entendida ésta como la relación del precio del bien producido localmente con respecto del precio del bien producido foráneamente, inducen aumentos y disminuciones en las cantidades exportadas e importadas, respectivamente; lo que se conoce como efecto precio (Berrettoni y Castresana, 2009).

La medición del efecto precio, generalmente, se ha centrado en identificar el impacto que tienen las variaciones del tipo de cambio nominal y real sobre el comportamiento de las exportaciones e importaciones. No obstante, dicho impacto está sujeto a la estructura particular de las exportaciones del país que se analiza, distinguiendo dos casos particulares: países que exportan principalmente materias primas y países que exportan básicamente manufacturas.

Según el FMI (2006), en el caso de los países que exportan predominantemente materias primas se asume una demanda

²¹ Fuente: "Funciones de demanda de exportaciones e importaciones de Guatemala". Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos. Banco de Guatemala. Junio de 2014.

perfectamente elástica a los precios mundiales determinados en los principales mercados internacionales, lo que implica que una depreciación nominal no modifica los precios de exportación en términos de moneda extranjera; sin embargo, al incrementar el precio en moneda nacional en relación con los bienes no transables, induce a una respuesta positiva de la oferta de las exportaciones; como resultado, si los precios en moneda extranjera se mantienen constantes mientras que los volúmenes aumentan, el valor de las exportaciones debería aumentar, generando un efecto positivo sobre el saldo comercial externo del país en moneda extranjera. En el caso de los países que exportan principalmente productos manufactureros, se asume que tienen una demanda con pendiente negativa en los mercados extranjeros, por lo que, una depreciación nominal reduciría el precio de las exportaciones en moneda extranjera produciendo un aumento en la demanda de las mismas, de manera que el efecto resultante sobre el saldo comercial externo del país en moneda extranjera dependerá de que la reducción en el precio internacional sea compensado proporcionalmente por el aumento en el volumen exportado.

En lo que respecta al impacto en las importaciones, considerando que al país como “pequeño en el mercado de las importaciones” la depreciación nominal no debería alterar el precio de los bienes en moneda extranjera, pero si implicaría un aumento del precio de las importaciones en moneda local, induciendo una sustitución de las importaciones cuyo precio relativo de los bienes no transables se ha incrementado; además, tendría un efecto negativo en los balances y la riqueza de los hogares y empresas nacionales, lo que disminuiría la absorción interna e, indirectamente, la demanda de importaciones. Dicha disminución en los volúmenes de importación implicaría una reducción en el valor de la moneda extranjera de las importaciones y, por ende, un efecto positivo sobre el saldo comercial externo del país. En ese sentido, el efecto neto de las variaciones del tipo de cambio sobre la balanza comercial responde a la magnitud relativa de los efectos sobre los flujos de las exportaciones y las importaciones en conjunto²².

La aproximación de las funciones de comercio exterior

²² Loza (2000), indica que en el caso en que la posición comercial del país se encuentra inicialmente en equilibrio (cero), una depreciación real tendería a mejorar el saldo de la balanza comercial en moneda extranjera si los flujos comerciales responden a los precios relativos en una manera significativa y predecible, implicando que necesariamente se tendría que cumplir con la condición Marshall-Lerner, que establece que la suma de la elasticidad-precio de la demanda que enfrentan las exportaciones y la elasticidad-precio de la demanda de importaciones, en términos absolutos, es mayor a uno.

mediante la teoría de la demanda implica, como ya se indicó, el supuesto de que las elasticidades de oferta de exportaciones e importaciones son infinitas; sin embargo, el análisis se torna más complejo una vez omitido dicho supuesto (Aydın, *et al*, 2004). Al respecto, algunos autores indican que la evidencia empírica sustenta la influencia de los factores de oferta en la determinación de los flujos comerciales; por consiguiente, ha sido usual estimar de manera simultánea ecuaciones de oferta y demanda, o bien optar por una ecuación de demanda ampliada, que contemple algún elemento que aproxime la capacidad de oferta del país. Así también, se ha estudiado la incorporación de otros factores asociados a los regímenes comerciales y de inversión, así como otras medidas de política que un país en particular puede adoptar; con ello, dentro de la literatura del comercio internacional, la orientación de política económica se ha constituido en un elemento clave en la determinación de los flujos de exportaciones e importaciones. No obstante, en esta primera aproximación de medición de las funciones de exportación e importación, se considera únicamente la teoría de la demanda, dejando para posteriores oportunidades medirlas en funciones de las otras teorías económicas mencionadas.

II. MODELO TEÓRICO PARA LAS FUNCIONES DE DEMANDA DE EXPORTACIONES E IMPORTACIONES

La especificación utilizada de las funciones de demanda por exportaciones e importaciones se fundamenta en el “modelo de sustitutos imperfectos”, presentado por Reinhart (1995), el cual asume que los bienes exportados e importados no son sustitutos perfectos para el consumo de los bienes no transables. Asimismo, el modelo describe el comercio exterior de una economía pequeña, abierta y en desarrollo respecto de otra economía, la cual se considera industrializada, en donde ambas economías son compuestas por hogares que buscan maximizar su utilidad y que poseen una previsión perfecta (*perfect foresight*) sobre un horizonte infinito de tiempo²³.

El referido modelo apunta que las variables de ingreso (variable de escala) y de precios relativos determinan de forma predecible y definida el comportamiento de los flujos de

²³ El desarrollo del modelo se elaboró exactamente como lo hace la autora, ello manteniendo las mismas notaciones para su fácil referencia. Para una revisión más profunda se recomienda ver el documento de Carmen M. Reinhart (junio, 1995): “*Devaluation, Relative Prices, and International Trade: Evidence from Developing Countries*”, así como a los autores de los que hace referencia. Adicionalmente, es importante señalar que el modelo completo se desarrolla, por razones de espacio, en el documento de trabajo en el que se basa el presente anexo.

exportaciones e importaciones en el largo plazo, siendo tales variables no sólo necesarias sino también suficientes para tal determinación; por tanto, se refuta la inclusión *ad hoc* de cualquier otra variable en la definición de las funciones de comercio exterior. Las cuales se basan en las ecuaciones estocásticas de las formas funcionales siguientes:

$$\log(m_t) = \log\{[x_t - r^*A](p^x/p)_t\} - \log(p^m/p) \quad (1)$$

$$\log(x_t) = \log\{[m_t p_t^m + r^* A p_t^x]/p_t^*\} - \log(p^x/p^*)_t \quad (2)$$

III. ANÁLISIS EMPÍRICO SOBRE LAS FUNCIONES DE DEMANDA DE EXPORTACIONES E IMPORTACIONES

A. METODOLOGÍA Y DATOS

Bajo el enfoque del modelo de sustitutos imperfectos estocástico definido anteriormente, el análisis empírico se orienta a establecer la relación de largo plazo entre los flujos comerciales y sus determinantes tradicionales, a saber: el ingreso y los precios relativos. Concretamente, la especificación de relaciones para las importaciones y exportaciones corresponde a las expresiones estocásticas de las formas funcionales (1) y (2), respectivamente.

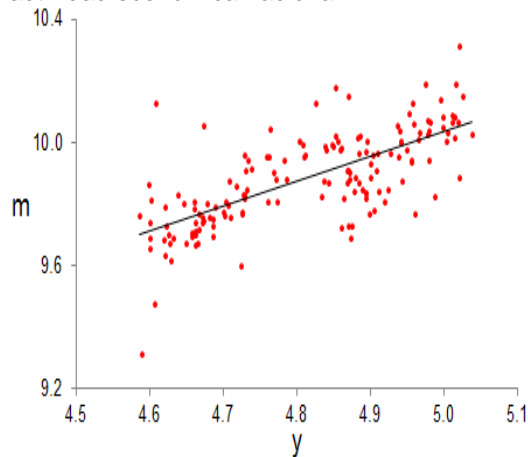
En primera instancia, se examinan el grado de cointegración de las variables, para posteriormente, modelar econométricamente las ecuaciones mediante la metodología de Vector de Corrección de Error (VECM, por sus siglas en inglés). El análisis comprende el período de enero 2001 a diciembre de 2013, con series de periodicidad mensual, un total de 156 observaciones. Todas las variables están expresadas en logaritmos, por lo que, para su notación se utilizan letras minúsculas y los coeficientes estimados resultan ser las elasticidades de las variables. Los datos de exportaciones (x) e importaciones (m) totales corresponden a los volúmenes en miles de quintales estacionalmente ajustados del flujo comercial pertinente.

La variable de precios relativos es aproximada mediante el Índice del Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) multilateral, calculado por el Banco de Guatemala. Es importante hacer mención que la interpretación del comportamiento del ITCER es inversa a la del tipo de cambio nominal, por lo que, que un incremento (disminución) en el ITCER refleja una apreciación (depreciación) del mismo.

En lo que respecta a las variables de ingreso (o escala), éstas son estimadas mediante indicadores de actividad económica mensual. El ingreso nacional (y) se refiere a la serie

Gráfica A5.1

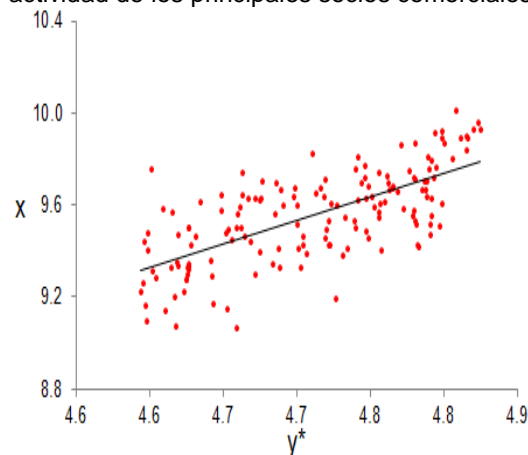
Correlación entre las importaciones y la actividad económica nacional



Fuente: Elaboración propia.

Gráfica A5.2

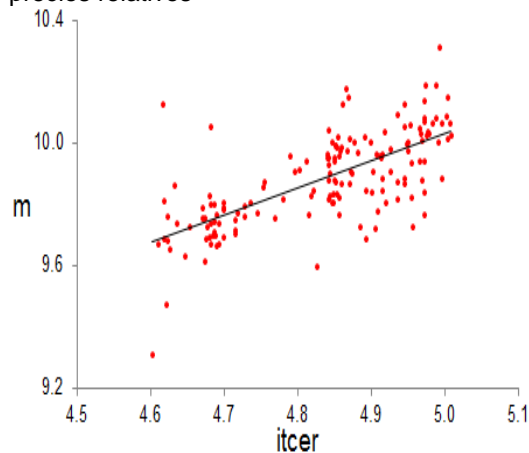
Correlación entre las exportaciones y la actividad de los principales socios comerciales



Fuente: Elaboración propia.

Gráfica A5.3

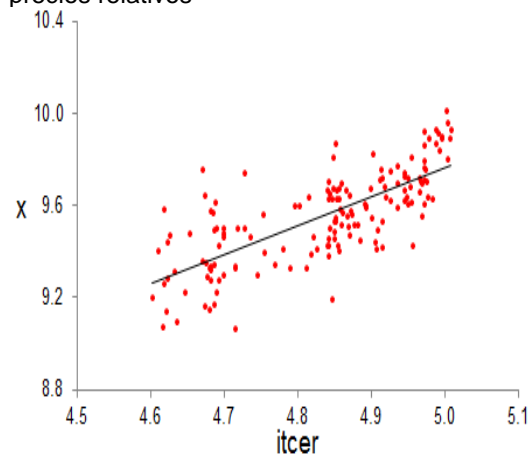
Correlación entre las importaciones y los precios relativos



Fuente: Elaboración propia.

Gráfica A5.4

Correlación entre las exportaciones y los precios relativos



Fuente: Elaboración propia.

desestacionalizada del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE), cuya base corresponde al año 2001. Por su parte, el ingreso del resto del mundo (y^*) se construyó mediante el promedio ponderado²⁴ de las series desestacionalizadas de los indicadores mensuales de actividad económica²⁵ de los principales socios comerciales, mismos que son contemplados para el cálculo del ITCER, en cada caso se reestimaron las series para que todas fueran equivalentes 2001=100.

En las gráficas A5.1-A5.4 se muestra la relación de los flujos comerciales y sus determinantes indicados para el período de estudio.

Es importante mencionar que las gráficas únicamente proporcionan una intuición sobre dichas relaciones, por lo que no deben ser consideradas determinantes. En congruencia con la teoría económica, la gráfica A5.1 sugiere que la evolución de la actividad económica nacional está relacionada directamente con las importaciones; así también, se observa una relación positiva entre la evolución de la actividad de los principales socios comerciales y las exportaciones (gráfica A5.2). Cabe señalar que se estimaron coeficientes de correlación de 0.70 y 0.69 para cada caso, respectivamente.

Por su parte, los mayores precios relativos (es decir, apreciaciones del tipo de cambio real) parecen asociarse con incrementos en los volúmenes de importación (gráfica A5.3); ello también en una medida significativa (coeficiente de correlación de 0.69) y acorde con lo esperado. A diferencia de lo esperado, la relación que muestran los precios relativos y las exportaciones es positiva (gráfica A5.4). Lo anterior, es resultado de que, a pesar de la apreciación acumulada del ITCER, el volumen de las exportaciones se ha incrementado en el período analizado.

B. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS Y CONCLUSIONES

Previo al análisis de cointegración, como se indicó, se determinó el grado de integración de cada una de las variables incluidas en el modelo. Para ello, se utilizaron las pruebas de raíces unitarias según la metodología de Dickey-Fuller Aumentado (DFA); concluyendo que, las variables son integradas de orden uno, $I(1)$.

²⁴ Ponderaciones con base en la participación de cada país en el volumen de las exportaciones.

²⁵ Para los casos de los Estados Unidos de América, la Zona del Euro y Japón se utilizaron como referencia los índices de producción industrial (PMI, por sus siglas en inglés); para el resto de países (El Salvador, México, Costa Rica y Honduras) se utilizaron los IMAEs.

El grado de integración apuntó a la posibilidad de la cointegración entre las series, por lo que, la comprobación de la existencia de dicha cointegración siguió la metodología propuesta por Johansen. Los resultados de la prueba de cointegración, tanto de traza como de máximo valor propio, identificaron una relación cointegrante de largo plazo entre las exportaciones, la actividad económica de los socios comerciales y tipo de cambio real; asimismo, se verificó un vector cointegrante para la relación entre las importaciones, la actividad económica interna y el tipo de cambio real.

Una vez comprobada la presencia de un equilibrio a largo plazo hacia el cual convergen en el tiempo, correspondió estimar el modelo de corrección de errores (VEC) que permite obtener los coeficientes de la ecuación cointegrante, los cuales, en este caso, equivalen a las elasticidades de largo plazo, con los resultados siguientes:

Cuadro A5.1

Elasticidades de largo plazo

Variable	Coeficiente	
	Exportaciones	Importaciones
y	--	0.47
y*	0.41	--
itcer	-0.51	0.41
C	9.74	5.65
Corrección de error (estadístico t)	-0.94 (-6.62)	-0.67 (-5.53)

Fuente: Elaboración propia.

Los resultados empíricos son congruentes con lo sugerido por la teoría económica, las elasticidades de ingreso (actividad económica) sugieren una relación positiva con la demanda de bienes, en tanto que, el signo de la elasticidad de precio (tipo de cambio real) de las exportaciones resultó negativo y el de las importaciones positivo. Además, el coeficiente del término de corrección de error es estadísticamente significativo y tiene el signo esperado (negativo), lo que implica que corrige los desvíos de corto plazo con respecto a la trayectoria de largo plazo de la demanda por exportaciones e importaciones.

La elasticidad de ingreso para las exportaciones apunta que incrementos de 1.0% en la actividad económica de los principales socios comerciales inducen un aumento de 0.41% en el volumen de bienes exportables. Asimismo, se estimó que una expansión de 1.0%

en la actividad económica interna redundando en el aumento del volumen de bienes importados de 0.47%. Por su parte, una apreciación de 1.0% en el tipo de cambio real incrementa el volumen importado en 0.41%; mientras que, esto mismo induciría una reducción en 0.51% en el caso del volumen exportado. Cabe destacar que los coeficientes estimados apuntan que la sensibilidad de las variables es inelástica, es decir que, cambios en alguno de los determinantes principales inducen variaciones menores que proporcionales en la demanda de bienes. Por último, es importante notar que, en los modelos estimados los errores se distribuyen normalmente, son homocedásticos y no están autocorrelacionados, ello sugiere que los estimadores son eficientes.

No obstante lo anterior, se considera que los resultados deben interpretarse con cautela, tomando en consideración que se refieren a las relaciones de largo plazo, por lo que, en el corto plazo, los movimientos de los flujos comerciales podrían estar influenciados por otros factores. Adicionalmente, diversos resultados empíricos han cuestionado la existencia de una relación estable entre los flujos comerciales y sus determinantes tradicionales, en particular las respuestas a las variaciones del tipo de cambio nominal. De esa cuenta, es importante recalcar que, aunque ésta es una primera aproximación a la estimación de las funciones de comercio exterior y, por tanto, sus conclusiones no deben considerarse definitivas, son un avance relevante en el tema. Mejoras al análisis provendrían de evaluar diferentes modelaciones teóricas, así como otras técnicas de estimación, en especial teniendo en cuenta que si bien el ITCER ha registrado una sostenida apreciación durante los últimos años, ello no ha conducido a una reducción de las exportaciones del país.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Abeyasinghe, T. y Meng, K. (2004): "Modelling Small Economy Exports: The Case of Singapore". Working Paper Series No. 2005/01. Singapore Centre for Applied and Policy Economics (SCAPE), National University of Singapore.
2. Aravena, C. (2005): "Demanda de exportaciones e importaciones de bienes y servicios para Argentina y Chile". Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Serie de Estudios Estadísticos y Prospectivos No. 36.
3. Aydın, F., Çıplak, U. y Yücel, E. (2004): "Export Supply and Import Demand Models for the Turkish Economy". Departamento de Investigación, Banco Central de la República de Turquía. Working Paper 04/09.
4. Banco Central Europeo (2013): "The importance and effectiveness of national fiscal frameworks in the UE". Monthly Bulletin. February.
5. Bayoumi, Tamim *et al* (2014): "Monetary policy in the new normal". IMF Staff Discussion Note SDN/14/3. International Monetary Fund. Abril.
6. Berrettoni, D. y Castresana, S. (2009): "Elasticidades de Comercio de la Argentina para el Período 1993-2008".
7. Blanchard, Olivier (2010): "Rethinking Macroeconomic Policy". IMF Staff Position Note SPN/10/03. International Monetary Fund. Febrero.
8. Budina, Nina y Schaechter, Andrea (2012): "Datos sobre el uso de las reglas fiscales". Finanzas y Desarrollo. Revista Trimestral de Fondo Monetario Internacional.
9. Fondo Monetario Internacional (2006): "Exchange Rates and Trade Balance Adjustment in Emerging Market Economies".
10. Fugazza, M. (2004): "Export Performance and Its Determinants: Supply and Demand Constraints". Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), Policy Issues in International Trade and Commodities Study Series No. 26.
11. Fugazza, M. y Molina, A. (2011): "On the Determinants of Exports Survival". Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), Policy Issues in International Trade and Commodities Study Series No. 46.
12. Gagnon, J. (2004): "Productive Capacity, Product Varieties, and the Elasticities Approach to the Trade Balance". Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers No. 781.
13. Garcés, D. (2002): "Análisis de las Funciones de Importación y Exportación de México 1980-2000". Banco de México, Documento de Investigación No. 2002-12.
14. García, C., Gordo, E., Martínez-Martín, J. y Tello, P. (2009): "Una Actualización de las Funciones de Exportación e Importación de la Economía Española". Banco de España, Documentos Ocasionales No. 0905.
15. García, Gustavo (2012): "Reglas fiscales para la estabilidad y la sostenibilidad: instituciones para la gente". Capítulo 1. Las instituciones fiscales del mañana. Banco Interamericano de Desarrollo.
16. García, Pablo (2014): "A quince años de las metas de inflación en Chile". Documentos de Política Económica No. 48. Banco Central de Chile. Mayo.

17. Gelós, Gastón y Yulia Ustyugova (2012): “Cuando el precio de las materias primas se disparan”. Finanzas y Desarrollo. Fondo Monetario Internacional. Diciembre.
18. Hakura, D. y Billmeier, A. (2008): “Trade Elasticities in the Middle East and Central Asia: What is the Role of Oil?”. Fondo Monetario Internacional (FMI), Working Papers 08/216.
19. Hooper, P., Johnson, K. y Marquez, J. (2000): “Trade Elasticities for the G-7 Countries”. Princeton University, Princeton Studies in International Economics No. 87.
20. International Monetary Fund (2009): “Fiscal Rules – Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances”. Fiscal Affairs Department.
21. International Monetary Fund (2014): “World Economic Outlook – Recovery Strengthens, Remains Uneven”. April.
22. Kennedy, Suzanne; Robbins, Janine; y Delorme, François (2001): “The role of fiscal rules in determining fiscal performance”. Department of Finance. Working Paper, 2001-16.
23. Kopits, George (2001): “Reglas fiscales: ¿Un marco político útil o un ornamento innecesario?”. Documento de trabajo WP/01/145. Fondo Monetario Internacional.
24. Krugman, Paul (2014): “Inflation targets reconsidered”. Draft paper for ECB Sintra Conference. Mayo.
25. Lora, Eduardo, Andrew Powell y Pilar Tavella (2011): “Qué efecto inflacionario tundra el shock de precios de los alimentos en América Latina”. Resumen de Políticas. IDB-PB-120. Banco Interamericano de Desarrollo. Abril.
26. Loza, G. (2000): “Tipo de Cambio, Exportaciones e Importaciones: El Caso de la Economía Boliviana”.
27. Majeed, M. y Ahmad, E. (2006). “Determinants of Exports in Developing Countries”. The Pakistan Development Review 45: 4 Parte II p. 1265–1276.
28. Mears, Tracy; Blick, Gary, Hampton, Tim; y Janssen, John (2010): “Fiscal Institutions in New Zealand and the Question of a Spending Cap”. New Zealand Treasury. Working Paper 10-07.
29. Reinhart, C. (1995): “Devaluation, Relative Prices, and International Trade: Evidence from Developing Countries”. Fondo Monetario Internacional (FMI), Staff Papers Vol. 42, No. 2.
30. Salas J. (1980): “Estimación de la Función de Importaciones para México”. Banco de México, Documento de Investigación No. 26.
31. Schaechter, Andrea, Tidiane Kinda, Nina Budina, y Anke Weber (2012): “Fiscal Rules in Response to the Crisis-Toward the “Next-Generation” Rules. A New Dataset”. Working paper WP/12/187. International Monetary Fund.
32. Seyoum, B. (2009): “Export-Import Theory, Practices, and Procedures”. 2da. Edición.
33. Tokarick, S. (2010): “A Method for Calculating Export Supply and Import Demand Elasticities”. Fondo Monetario Internacional (FMI), Working Papers 10/180.
34. Vergara, Rodrigo (2010): “Política monetaria después de la crisis: algunas reflexiones sobre objetivos e instrumentos”. Documentos de Política Económica No. 38. Banco Central de Chile. Octubre.
35. Wyplosz, Charles (2012): “Fiscal rules: theoretical issues and historical experiences”. National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper Series. Working Paper 17884.