



NOTAS MONETARIAS

BANCO DE GUATEMALA, enero - febrero 2022, No. 173, año 24

Abordando el cambio climático: el papel de los bancos centrales ¹

Rodrigo Chang²

Contenido

1. Abordando el cambio climático: el papel de los bancos centrales p. 1
2. Mercados de trabajo e inflación en el despertar de la pandemia p. 4

La misión principal del Banco de Inglaterra es promover el bienestar de la población del Reino Unido al mantener la estabilidad monetaria y financiera. Nuestra comprensión de cómo podemos brindar esa estabilidad evoluciona con el tiempo, así como los factores que son relevantes para ella. Esto no es sorprendente para una economía y un sistema financiero dinámicos, por lo que tampoco debería ser la forma en que el Banco de Inglaterra cumple con su misión.

La economía y el sistema financiero del Reino Unido han experimentado transformaciones significativas en las últimas décadas; por ejemplo, los servicios han aumentado y la manufactura ha disminuido como porcentaje del producto interno bruto (PIB).³ Las transacciones con tarjeta de débito han superado a las transacciones en efectivo, y la participación de la actividad en el sistema financiero contabilizada por entidades no bancarias ha aumentado. Este tipo de cambios estructurales han tenido amplios efectos sobre la transmisión de la política monetaria y la resiliencia del sistema financiero y, en respuesta a estos eventos, el Banco de Inglaterra ha tomado diversas medidas al respecto. Por ejemplo, después de la crisis financiera del 2008 se aumentaron los requisitos de capital de los bancos para que el sistema financiero pudiera actuar como un amortiguador en lugar de un amplificador, cuyos beneficios hemos visto más recientemente en la respuesta al Covid-19.

De manera similar a la adaptación de este tipo de cambios, para cumplir con nuestra misión en el futuro debemos mirar hacia adelante a los cambios estructurales que enfrentaremos en los próximos años y décadas. Eso significará escuchar a los banqueros centrales hablar sobre cosas que no hemos hecho en el pasado: monedas digitales emitidas por bancos centrales, el riesgo cibernético y el cambio climático forman parte del léxico de los bancos centrales.

I. Cambio climático

Los efectos físicos del cambio climático como el aumento del nivel del océano y otros fenómenos meteorológicos severos, así como la transición a una economía netamente cero, guiada a través de cambios en la política climática del gobierno, la tecnología y las preferencias de los consumidores, crean riesgos financieros y consecuencias económicas. Las preguntas son ¿dónde?, ¿en qué medida? y ¿cómo debemos responder? Contestar a estas tres preguntas ha sido el núcleo de nuestro trabajo sobre el cambio climático durante los últimos 6 años. Ignorarlos no es una respuesta. De hecho, cuanto más esperemos, mayores serán los costos del ajuste.

El Reino Unido fue uno de los primeros países en incorporar en la legislación el compromiso de lograr emisiones netas de gases de efecto invernadero cero para 2050.⁴ Lograr ese objetivo requiere un cambio estructural sin precedentes en la economía, particularmente en el lado de la oferta. Para que esta transición se produzca en toda la economía debe cambiar todo, desde la forma en que producimos y consumimos bienes y servicios.

Los principales actores para impulsar esa transición no residen en los bancos centrales, sino en los gobiernos, a través del establecimiento de la política climática; en la industria, a través de la innovación y la inversión; en el mercado de financiamiento privado, mediante la asignación de inversiones; y finalmente, en los consumidores a través de las decisiones que toman. Estas decisiones importantes y difíciles traen consecuencias tanto sociales como económicas.⁵

1. Resumen y traducción libre del discurso *Tackling climate for real: the role of central banks*, expuesto el 1 de junio de 2021 por Andrew Bailey, gobernador del Banco de Inglaterra, en el *Reuters Events Responsible Business 2021*, un evento que reúne a líderes globales en la búsqueda de una transición hacia la sostenibilidad.
2. Analista III de la Sección de Investigación Económica Aplicada del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.

3. La participación de la producción manufacturera en el PIB cayó de alrededor del 17% en 1990 a alrededor del 9% recientemente, mientras que la participación de los servicios aumentó de alrededor del 70% a alrededor del 81% durante el mismo periodo.
4. Ley de Cambio Climático 2008 en Reino Unido. Orden 2019.
5. Vea el capítulo 6 de *El sexto presupuesto de carbono: el camino del Reino Unido hacia un cero neto*, del Comité sobre el Cambio Climático. En línea. Consultado el 11 de enero de 2022. <https://www.theccc.org.uk/publication/sixth-carbon-budget/>

II. El papel de los bancos centrales

Entonces ¿cuál es el papel de los bancos centrales? El papel de los bancos centrales no es resolver el cambio climático o impulsar la transición. Aquellas instituciones de gobierno con el mandato y las herramientas para liderar esta lucha están en otras partes. Sin embargo, los bancos centrales tienen un papel muy importante que desempeñar. La economía y el sistema financiero no son inmunes a los cambios a nivel planetario o la respuesta de la sociedad a ellos; de hecho, sería absurdo sugerir lo contrario. Dejando de lado a Elon Musk, no podemos diversificar nuestra exposición a lo que le suceda al planeta. En este sentido, el cambio climático es el riesgo sistémico último.

Los riesgos físicos pueden dañar la propiedad y otras infraestructuras,⁶ interrumpen las cadenas de suministro de las empresas y los sistemas alimentarios, influyen en la productividad y la salud y, en términos más generales, pueden provocar desplazamientos potencialmente amplios e incluso conflictos y violencia. Esto puede reducir el valor de los activos y resultar en una menor rentabilidad para las empresas, dañar las finanzas públicas y aumentar el costo de liquidación de las pólizas de las compañías aseguradoras. También existen riesgos de transición, que surgen a través de cambios en la política climática, la tecnología y las preferencias cambiantes de los consumidores. Estos podrían impulsar una reevaluación de una amplia gama de bienes intensivos en carbono, dejando a algunos otros estancados. A su vez, esto dará lugar a un riesgo crediticio para los prestamistas y un riesgo de mercado para las aseguradoras y los inversores.

Sin embargo, estos riesgos físicos y de transición no se reflejan en los precios de mercado de la mayoría de los activos financieros.⁷ Las barreras estructurales como la falta de divulgación climática, la falta de políticas climáticas claras a nivel de sector, las empresas que no internalizan el costo de las emisiones y el corto horizonte temporal de algunos inversores, contribuyen a lo que Nick Stern ha descrito como la mayor falla de mercado que el mundo haya visto.⁸ Un cambio brusco hacia un nuevo equilibrio como resultado de reconocer el alcance total de esta falla del mercado podría generar pérdidas financieras significativas en un “momento climático de Minsky”.⁹

Por lo tanto, mantener la estabilidad monetaria y financiera a la luz de estos riesgos exige una respuesta política oportuna, coherente y coordinada de las autoridades. La importancia del papel del Banco de Inglaterra en esto ha sido reconocida a través de las recientes cartas de mandato y recomendación del Canciller a los comités de política del Banco, que establecieron que la transición a una economía neta cero es ahora parte de la estrategia económica del gobierno que los comités deben tener en cuenta.

III. Sistema financiero

Los bancos centrales deben aumentar la resiliencia a nivel microeconómico y macroeconómico. Esto se debe hacer asegurando que el sistema financiero administre de manera proactiva y mitigue de manera preventiva los riesgos financieros del cambio climático. Esa tarea cae directamente dentro del mandato de la Autoridad de Regulación Prudencial (PRA, por sus siglas en inglés) y el Comité de Política Financiera (FPC, por sus siglas en inglés).

La PRA ha establecido expectativas de supervisión para los bancos y las aseguradoras con el fin de garantizar que adopten un enfoque estratégico para el cambio climático y desarrollen capacidades para identificar, medir, administrar y mitigar los riesgos financieros provenientes del cambio climático de manera efectiva. Este es un componente necesario para proteger la seguridad y solidez de las empresas reguladas por PRA.

Por su parte, el FPC lanzará la próxima semana un ejercicio exploratorio de cambio climático para evaluar la capacidad de recuperación de los bancos individuales, las aseguradoras y el sistema financiero en general a diferentes escenarios climáticos. Este tipo de modelado y análisis de escenarios es fundamental para permitir que las compañías financieras y los políticos tomen decisiones reales sobre los riesgos relacionados con el clima. Evaluar la resiliencia frente a una variedad de escenarios nos permite prepararnos para lo que podría suceder en ausencia de certeza sobre lo que sucederá.

IV. Macroeconomía

Más allá del sistema financiero, lograr emisiones netas cero en toda la economía requiere ecologizar la forma en que calentamos nuestros edificios, fabricamos insumos industriales como acero y cemento, generamos electricidad y producimos alimentos. Esto podría resultar una oportunidad para que la economía regenere el capital envejecido y aumente la productividad. Sin embargo, mucho de eso depende de cómo se desarrolle la transición.

La lección de episodios anteriores de cambio estructural es que nunca implican una reasignación de capital sin fricciones. Sin embargo, una transición desordenada, en la que se introduzcan políticas más severas en el futuro para compensar la falta de políticas actuales, podría resultar tanto en un menor crecimiento como en una mayor inflación debido al aumento de los costos de la energía y los insumos en la economía.

En cualquier caso, los impactos económicos de tales escenarios de transición a mediano plazo probablemente serán mucho menores que los crecientes desafíos impuestos

6. Como ejemplo de daños ocasionados por el cambio climático, un estudio reciente de Strauss, B. H., Orton, P. M., Bittermann, K. et ál. (2021) estima que \$8.100 millones de los \$62.700 millones de daños económicos causados por el huracán Sandy (Nueva York, 2012) se atribuyeron al aumento del nivel del mar provocado por el cambio climático.

7. Consulte el capítulo 6 del Informe sobre la estabilidad financiera mundial 2020 del Fondo Monetario Internacional. En línea. Consultado el 11 de enero de 2022. <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/04/14/global-financial-stability-report-april-2020>

8. Vea el Informe Stern sobre la economía del cambio climático (2006). En línea. Consultado el 11 de enero de 2022. https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/ukgwa/20100407172811/http://www.hm-treasury.gov.uk/stern_review_report.htm

9. Un momento climático de Minsky se refiere a un evento en el cual las expectativas de los inversores acerca de las futuras políticas climáticas se ajustan bruscamente, provocando ventas forzadas de activos y una revalorización generalizada del riesgo. Esto podría derivar en el final de la fase de crecimiento en los mercados crediticios o en la actividad comercial.

por los riesgos físicos del cambio climático. De acuerdo con las políticas climáticas actuales, que son insuficientes para alcanzar emisiones netas cero, el análisis de los escenarios de la Red para la Ecologización del Sistema Financiero (NGFS, por sus siglas en inglés) y el Instituto Nacional de Investigaciones Económicas y Sociales para 2050, sugieren que hasta el 13% del PIB mundial estará en riesgo para el año 2050.

V. La política monetaria

Los riesgos para las perspectivas económicas hacen que el cambio climático y la transición a una economía neta cero también se conviertan en factores relevantes para la conducción de la política monetaria. El horizonte de política típico para la política monetaria es de dos a tres años, y muchos de los efectos del cambio climático (en particular los puntos de inflexión) se manifestarán en un plazo más largo que este. Pero los efectos del cambio climático son importantes para la política monetaria porque los cambios estructurales en el lado de la oferta de la economía pueden afectar no solo las variables macroeconómicas futuras de un momento determinado, sino también la tasa de interés natural esperada y la tasa natural de desempleo.

Los riesgos físicos y de transición del cambio climático son relevantes para estos temas, aunque los modelos económicos y la investigación para estimar el tamaño relativo de estos efectos han comenzado a surgir tan solo en los últimos años. Para tomar un ejemplo de las complejidades involucradas en hacer tal evaluación, la tasa natural de interés podría enfrentar presiones a la baja de las expectativas de eventos climáticos severos y presión al alza de la demanda de inversión para reemplazar el acervo de capital intensivo en carbono (como la sustitución de los vehículos de gasolina por eléctricos).

Para mejorar nuestra comprensión e informar mejor la política monetaria futura, necesitamos más investigación sobre este tema. En este sentido, el Banco de Inglaterra planea ampliar sus propias capacidades, así como trabajar con otros bancos centrales y organismos internacionales. La investigación económica y la investigación, además de ser relevantes para el establecimiento de la política monetaria, el cambio climático y la transición a un país con cero emisiones, también lo son para su implementación. El Banco de Inglaterra se ha convertido en el primer banco central en establecer un marco integral para ecologizar una cartera de activos de política monetaria, las empresas ahora deberán cumplir con los criterios de elegibilidad relacionados con el clima para que el Banco de Inglaterra compre sus bonos, y las compras se “inclinan” hacia aquellas empresas elegibles que tienen un mejor desempeño climático dentro de sus sectores.¹⁰ Actualmente se realizaron operaciones de bonos corporativos en libras esterlinas por valor de 20,000 millones de libras

esterlinas adquiridas a través de un plan de compra de bonos corporativos siguiendo criterios ecológicos. Si bien la escala es relativamente pequeña de estas tenencias, en el contexto de la libra esterlina y los mercados de capital globales, se espera que este cambio influya, por ejemplo, en cómo los grandes inversores tienen en cuenta los riesgos climáticos en sus propias decisiones de asignación de activos.

Puede existir cierta preocupación de que este cambio nos aleje de las responsabilidades básicas de los bancos centrales y nos adentremos en el territorio que es mejor dejar para los gobiernos. Sin embargo, las razones para tomar estas acciones son claras y están en línea con el mandato del Comité de Política Monetaria, y lejos de impedir la ejecución efectiva de nuestros objetivos de política, pueden contribuir a un sistema monetario y financiero más estables.

VI. Conclusiones

Los bancos centrales deben ejecutar fielmente su misión de mantener la estabilidad financiera y monetaria, teniendo en cuenta los cambios estructurales que se vislumbran a futuro. Esto conlleva desafíos analíticos y exige nuevas formas de pensar. Está claro que el mayor componente del viaje hacia un cero neto no depende de los bancos centrales, sino del gobierno, a través de la entrega de alternativas de política climática a nivel sectorial, sin las cuales, la economía real no puede ajustarse de manera efectiva. Este es un elemento de incertidumbre en el cambio climático que los gobiernos tienen que resolver y muchos están trabajando arduamente para lograrlo. Conforme miramos una década hacia adelante, la ciencia climática nos dice que debemos tomar acción climática real. En este sentido, el Banco de Inglaterra seguirá desempeñando su papel.

VII. Referencias

Bailey, Andrew (2021). *Tackling climate for real: the role of central banks*. 1 de junio de 2021. *Reuters Events Responsible Business 2021*. Conferencia en línea. Consultado el 11 de enero de 2022. Disponible en: <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2021/june/andrew-bailey-reuters-events-global-responsible-business-2021>

10. Véase <https://www.bankofengland.co.uk/markets/greening-the-corporate-bond-purchase-scheme>. En línea. Consultado el 11 de enero de 2022.

Mercados de trabajo e inflación en el despertar de la pandemia¹

Edwin Felipe Morales Ca²

Introducción

Las condiciones de los mercados laborales se deterioraron significativamente durante la pandemia, sin embargo, para las economías avanzadas (EAs) los indicadores a futuro sugieren una recuperación más rápida que lo usual. En este trabajo se revisa la evolución del mercado laboral mundial y se aborda la pregunta si los efectos de la pandemia ejercerán alguna presión al alza sobre los salarios e inflación.

Mercados laborales durante la crisis

Durante los distintos confinamientos a mediados del año 2020, el total de horas trabajadas cayeron entre 10% y 20% en la mayoría de EAs, mucho más que en recesiones previas, y la caída fue aún más pronunciada para las Economías de Mercados Emergentes (EMEs). Estas reducciones se vieron reflejadas en altas tasas de desempleo y, particularmente, para las EMEs el empleo cayó mucho más en el mercado informal que en el formal.

El total de horas de trabajo se ha recuperado considerablemente, pero sigue estando por debajo de los niveles previos a la pandemia y, en la mayoría de los países, retrasan la recuperación de la producción.

Las diferentes respuestas políticas explican parte de las diferencias en los resultados del mercado laboral. Entre las EAs, los países se dividieron en dos categorías. En la primera, que incluía a muchos países de Europa, los gobiernos impulsaron el empleo a través de esquemas de trabajo a tiempo parcial, en algunos casos cubriendo más del 30% de la fuerza laboral en el pico de la crisis. Estos países vieron un modesto incremento en la tasa de desempleo. En la segunda categoría, especialmente en Estados Unidos de América y Canadá, los gobiernos confiaron menos en tales esquemas, por lo que las tasas de desempleo aumentaron mucho más, en línea con las experiencias pasadas. Las tasas de desempleo en estos países cayeron rápidamente, desafiando el patrón de “recuperación del desempleo” acostumbrado después de las recesiones de las últimas décadas. El repunte en los mercados laborales refleja la naturaleza inusual de esta recesión, con actividades reprimidas artificialmente y pocas quiebras corporativas.

La evolución de los salarios sugiere que la crisis golpeó la oferta y demanda de trabajo

Los salarios han crecido de una menor manera comparada con los niveles prepandemia, en la mayoría de países, lo cual está alineado con el deterioro del mercado laboral (ver figura 1, izquierda), a excepción de Estados Unidos de América. El crecimiento de los salarios ha sido disperso, el sector TI (Tecnologías de Información) es el que más rápido ha crecido, pero sectores que fueron golpeados duramente por la pandemia también han mostrado crecimientos de salarios altos (ver figura 1, centro). Una posibilidad de esto es que no solo la demanda haya cambiado, sino también la oferta, por ejemplo, los trabajadores han estado más renuentes en aquellas industrias percibidas como riesgosas. En las industrias de “bajo contacto”, mayores tasas de crecimiento de empleo van en sintonía con mayores tasas de crecimiento de salarios, consistente con la mayor demanda. Sin embargo, en las industrias de “alto contacto”, los salarios se incrementaron mientras que la tasa de empleo disminuyó, lo cual sugiere un retroceso de la oferta de trabajo (ver figura 1, derecha).

Los mercados laborales se están recuperando, aunque de manera desigual

Los mercados laborales se están recuperando, las horas de trabajo incrementándose y las tasas de desempleo disminuyendo mucho más que en previas recesiones, sin embargo, el proceso no ha sido uniforme entre los diferentes indicadores. Las tasas de vacantes de empleo han incrementado considerablemente (ver figura 2, izquierda). En Estados Unidos de América, Canadá y Australia, las vacantes están en niveles altos históricos, especialmente en sectores afectados fuertemente (figura 2, centro), lo cual contrasta fuertemente con lo observado en la “Gran Crisis Financiera”, donde las industrias que más tuvieron pérdidas de trabajo continuaron así por muchos años después.

A través de la curva Beveridge se pueden medir los efectos de los factores de demanda y oferta para explicar los cambios en las vacantes laborales. Cambios en la demanda laboral tienden a causar movimientos a lo largo de la curva Beveridge. Para el caso de la economía de los Estados Unidos de América, la curva Beveridge parece haberse desplazado hacia afuera desde los inicios de la pandemia (ver figura 2, derecha), lo cual significa que muchas más

¹ Resumen y traducción libre del documento *Labour markets and inflation in the wake of the pandemic*, elaborado por Frederic et ál. (2021), Banco de Pagos Internacionales.

² Analista de la Sección de Investigación Económica Aplicada del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.

plazas de trabajo se abrieron y se ofrecen, comparado con el pasado para el mismo nivel de desempleo, sugiriendo que el mercado laboral en esa economía está emparejando a los trabajadores con los empleos de manera menos eficiente, comparado con tiempos pre-pandemia.

Implicaciones de la recuperación para el crecimiento de los salarios e inflación

Una pregunta clave es saber si la velocidad de la recuperación y el grado de la necesidad de reasignación a través de las firmas y sectores llevará a una significativa y generalizada presión alcista de los salarios e inflación.

En general, parece improbable un fuerte repunte en el crecimiento salarial agregado a corto plazo, aunque sí se ha dado en algunos países y sectores. Los cambios, inducidos por la pandemia, que son de naturaleza más estructural, podrían afectar el crecimiento de los salarios en el largo plazo. La reasignación sectorial significa que los indicadores agregados del mercado laboral podrían exagerar el grado de desocupación, en particular si las habilidades de los trabajadores no coinciden con las requeridas por las empresas en las industrias en expansión.

En algunos países las restricciones a la migración global podrían presionar al alza los salarios para industrias específicas. Mientras tanto, las interrupciones en las cadenas de valor globales podrían fortalecer la relación entre las condiciones del mercado laboral interno y la inflación. Los acontecimientos recientes han puesto de manifiesto la fragilidad de estas cadenas y podrían impulsar a algunas empresas a reorientar parte de su producción, si esta fuera sustancial, dicha reubicación podría aumentar el poder de negociación de los trabajadores locales y hacer que los salarios sean nuevamente más sensibles a la desocupación interna, como ocurría antes de que la integración económica mundial cobrara impulso a partir de la década de 1990 (ver figura 3, izquierda).

Aun cuando el crecimiento salarial agregado incrementa, las implicaciones en la inflación no están claras. Por un lado, los costos laborales internos tenían poca influencia en la inflación antes de la pandemia, dicha influencia disminuyó continuamente desde los años 80 en las EAs (ver figura 3, centro), debido notablemente a la integración global y el papel que jugó la mayor competencia proveniente de las importaciones de manufactura de las EMEs. Por el otro lado, no se puede descartar la posibilidad de que se fortalezca el traspaso entre los costos laborales y la inflación, particularmente si la integración global se revierte a medida que las empresas renuevan sus cadenas de suministro.

Hay indicios de que la evolución reciente del mercado laboral puede haber influido en las expectativas de inflación a mediano plazo, en los mercados financieros (figura 3, derecha). En los Estados Unidos de América, por ejemplo, el aumento de las expectativas de inflación implícitas en los instrumentos financieros “opciones” se ha correlacionado positivamente con el aumento de las vacantes de empleo, en contraste con otros factores potenciales de aumento de costos del lado de la oferta, como el transporte, los precios de las materias primas y las restricciones de movilidad relacionadas con la pandemia. Aunque es posible que hayan intervenido factores técnicos confusos que nublen el panorama, especialmente en el segundo trimestre de 2021, una correlación tan positiva pone en evidencia el riesgo de que las expectativas de inflación de largo plazo vayan a estar menos ancladas y conduzcan a efectos de segunda vuelta sobre la inflación real. Dichos efectos podrían realizarse si las fricciones en el mercado laboral resultan ser mayores y más persistentes de lo previsto.

Conclusión

La pandemia ha afectado fuertemente a los mercados laborales. Aunque en muchos países el mercado laboral se ha recuperado mucho más rápido que en otras recesiones previas, las condiciones agregadas siguen siendo más débiles que antes de la pandemia. Al mismo tiempo, los resultados del mercado laboral varían significativamente entre países y sectores, lo que refleja las diferencias en las distintas configuraciones políticas, así como los cambios tanto en la oferta como en la demanda laboral. En países donde la configuración de las políticas no protegió las relaciones entre el empleador y las empresas, cuando inició la pandemia, han surgido fricciones en el mercado laboral, ya que un gran número de empresas en las industrias más afectadas buscan reconstruir su fuerza laboral simultáneamente.

La reasignación sectorial en curso podría ser una fuente de presiones salariales. Además, las interrupciones en las cadenas de valor globales podrían fortalecer la relación entre las condiciones del mercado laboral interno y los salarios, así como entre el crecimiento de los salarios y la inflación. También existe el riesgo de que las expectativas de inflación a largo plazo se anclen menos, lo que generaría efectos en la inflación de segunda vuelta.

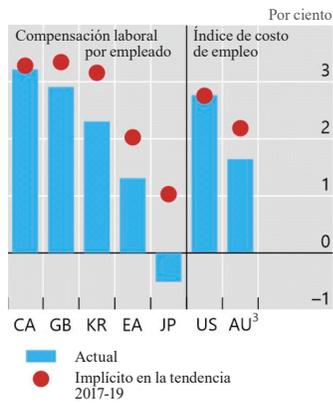
Referencia

Boissay, F., Kohlscheen, E., Moessner, R., & Rees, D. (2021). *Labour markets and inflation in the wake of the pandemic*. BIS Bulletin No. 47, 1-9.

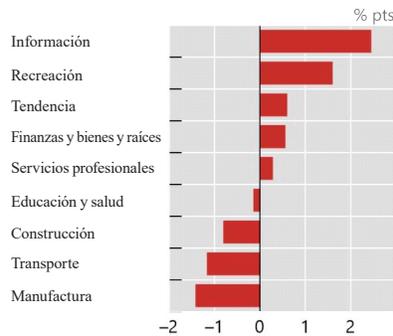
Figuras:

Figura 1. Salarios durante la pandemia

Crecimiento de salarios prepandemia versus tendencias



Crecimiento relativo de los salarios desde el inicio de la pandemia



La demanda laboral impulsa el crecimiento de los salarios en las industrias de bajo contacto, pero no en las de alto contacto

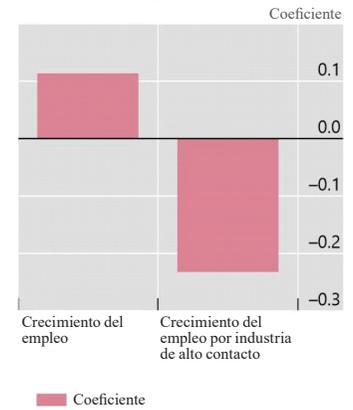
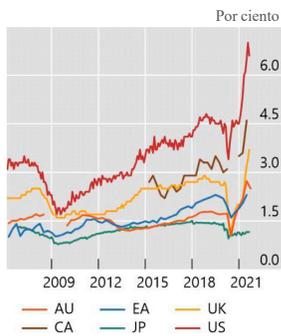
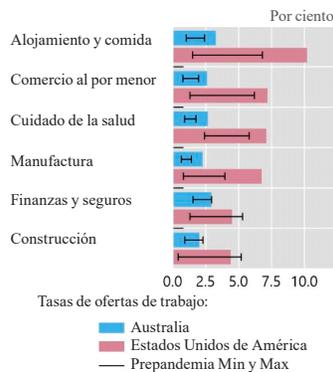


Figura 2. Los indicadores forward-looking del mercado laboral son positivos

Las vacantes de trabajo han aumentado considerablemente...



... y están altas especialmente en los sectores más fuertemente afectados



La curva Beveridge se ha desplazado hacia afuera por lo menos en los Estados Unidos de América

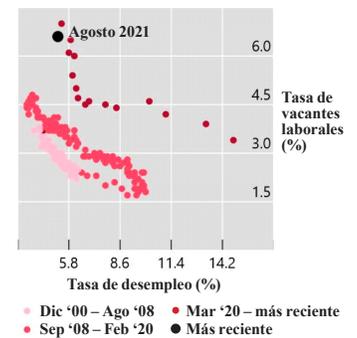
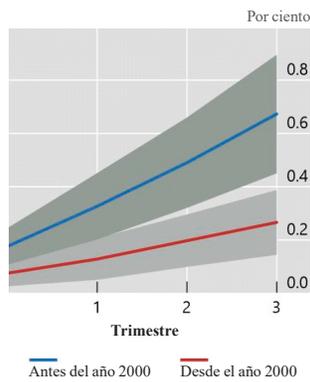
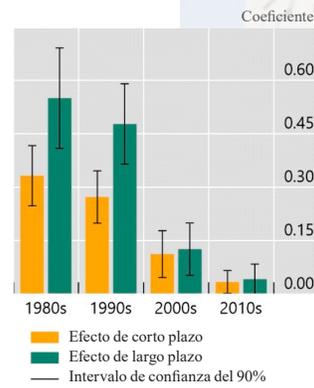


Figura 3. Cambios en curvas de Phillips; traspaso de los costos laborales internos a la inflación; expectativas de inflación (respuestas a un incremento de 1 punto porcentual en la brecha del producto o Costo Unitario Laboral (ULC, por sus siglas en inglés) y a las expectativas de inflación

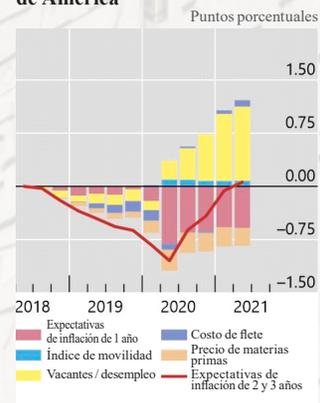
Compensación por hora (CPH)



Efecto del crecimiento ULC doméstico sobre la inflación subyacente



Contribuciones a las expectativas de inflación de mediano plazo de los mercados de Estados Unidos de América



Directorio

Director

Johny Rubelcy Gramajo M.

Consejeros

Ivar Ernesto Romero Ch.
Jorge Vinicio Cáceres Dávila

Coordinador

Herberth Solórzano Somoza

Producción

Ronald Vinicio Ruiz Alonzo

Edición de textos

Juan Francisco Sagüí Argueta

Arte y Diagramación

Juan Carlos Calderón

Impresión

Sergráfica

Notas Monetarias es un órgano divulgativo de información económico-financiera actualizada, de periodicidad bimestral y distribución gratuita. De aparecer colaboraciones especiales, sus autores serán entera y exclusivamente responsables por sus opiniones y, de consiguiente, estas no reflejarían la posición oficial del Banco de Guatemala, a menos que ello se haga constar de modo expreso. Es libre la reproducción de los artículos, gráficas y cifras que figuren en esta publicación, siempre y cuando se mencione la fuente. Toda correspondencia deberá dirigirse a: Notas Monetarias del Banco de Guatemala, 7a. avenida, 22-01, zona 1, Ciudad de Guatemala, Código Postal No. 01001.

