



BANCO DE GUATEMALA



**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
A JUNIO DE 2013**

CONTENIDO¹

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA	1
DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA	3
RESUMEN EJECUTIVO.....	5
I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL	12
A. COYUNTURA RECIENTE.....	12
1. Panorama general.....	12
2. Desempeño de las economías avanzadas	13
3. Desempeño de las economías emergentes.....	18
4. Desempeño económico de los principales socios comerciales del país	21
5. Mercados financieros	24
6. Precios internacionales de algunas materias primas.....	25
7. Inflación y política monetaria	31
B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS	35
II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO.....	39
A. ACTIVIDAD ECONÓMICA.....	39
B. COMERCIO EXTERIOR	41
C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	42
1. Evolución reciente de la inflación.....	42
2. Proyecciones y expectativas de inflación para el corto y mediano plazos	47
3. Variables informativas de la política monetaria.....	51
D. FINANZAS PÚBLICAS.....	61
1. Ingresos.....	62
2. Gastos.....	62
3. Resultado fiscal y financiero.....	62
ANEXOS	
ANEXO 1	
ACTIVIDAD ECONÓMICA.....	66

¹ El Informe fue elaborado tomando en cuenta la información disponible al 12 de julio de 2013.

ANEXO 2

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA: ANÁLISIS EMPÍRICO SOBRE SUS DETERMINANTES72

ANEXO 3

DETERMINACIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS EN EL SISTEMA BANCARIO
GUATEMALTECO80

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....88

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A JUNIO DE 2013

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA

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

El compromiso del Banco Central con la estabilidad de precios permite que sean más claras las señales en los mercados, que los precios relativos sean más estables y que se reduzca la incertidumbre, 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 que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al desarrollo ordenado de la economía es el mantenimiento de una inflación baja y estable.

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.

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

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 hacia la meta inflacionaria de mediano plazo, mediante un anclaje efectivo de las expectativas inflacionarias de los agentes económicos a dicha meta.

DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA

Durante el segundo trimestre de 2013, la Junta Monetaria se reunió en abril y en junio con el propósito de analizar y determinar el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria. En la sesión celebrada en abril decidió aumentar dicha tasa en 25 puntos básicos, de 5.00% a 5.25%; en tanto que en la reunión de junio acordó mantener sin cambios la misma, por lo que al finalizar el segundo trimestre del año, la tasa de interés líder de política monetaria se ubicó en 5.25%.

En la reunión de abril, la Junta Monetaria decidió aumentar en 25 puntos básicos la tasa de interés líder de política monetaria, tomando en consideración que los pronósticos de crecimiento económico mundial continuaban evidenciando una recuperación económica gradual, aunque persistían riesgos a la baja concentrados en las economías avanzadas, principalmente en la Zona del Euro. Por otra parte, en el ámbito interno, se evidenciaba el dinamismo de algunos indicadores de la actividad económica interna, como el IMAE, el comercio exterior, las remesas familiares y el crédito bancario al sector privado. Asimismo, la Junta Monetaria consideró que el aumento en el ritmo inflacionario estaba impulsado principalmente por presiones de demanda agregada y destacó que los pronósticos y las expectativas de inflación habían aumentado, aunque de manera moderada, para los horizontes de política relevantes.

En junio, la Junta Monetaria mantuvo el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria, tomando en cuenta que la actividad económica mundial continuaba recuperándose a un ritmo moderado y en un entorno con riesgos a la baja, principalmente en los países avanzados. A nivel interno, la actividad económica continuó evidenciando un ritmo de crecimiento positivo, lo cual se reflejó en el comportamiento de los indicadores de corto plazo como el IMAE, el volumen de comercio exterior, las remesas familiares, el crédito bancario al sector privado y la recaudación tributaria. En la reunión de junio, la Junta Monetaria destacó que el ritmo inflacionario de 4.27% a mayo se situó dentro de la meta de inflación de 4.0% +/- 1 punto porcentual, aunque las proyecciones para finales de año se encontraban cercanas al límite superior de dicha meta de inflación.

En ese contexto, la Junta Monetaria manifestó, en ambas ocasiones, que continuaría dando seguimiento al comportamiento de los pronósticos y expectativas de inflación y a los principales indicadores económicos, tanto internos como externos, en particular de aquéllos que son una fuente relevante de incertidumbre, a efecto de que, si se materializan los riesgos previstos, se adopten las acciones oportunas que eviten que la trayectoria de la inflación se aleje de la meta de mediano plazo de 4.0% +/- 1 punto porcentual.

RESUMEN EJECUTIVO

En el entorno externo, el proceso de recuperación económica a nivel mundial continúa avanzando a un ritmo moderado. No obstante, como lo indica el Fondo Monetario Internacional (FMI), los riesgos a la baja para el crecimiento económico mundial, tanto nuevos como antiguos, siguen privando. En ese contexto, aunque los riesgos más graves han disminuido, medidas de política económica y estructurales podrían ser necesarias para salir de esa situación, lo cual incluye, en el caso de los Estados Unidos de América, que se incremente el techo de la deuda pública y, en el caso de la Zona del Euro, mantener políticas que impidan mayores riesgos, principalmente aquellas orientadas a mitigar o eventualmente revertir la actual fragmentación financiera. En cuanto a las economías emergentes, aunque su crecimiento económico seguiría siendo sólido, los riesgos a la baja se han incrementado recientemente debido tanto a debilidades de la actividad económica interna, como a un deterioro de la demanda externa mayor a lo previsto.

En adición, priva la incertidumbre derivada de una posible finalización anticipada de las políticas de estímulo monetario en los Estados Unidos de América y del impacto en la actividad real de las medidas de recorte automático del gasto público en ese país; de la vulnerabilidad de la Zona de Euro, debido a los persistentes problemas estructurales, financieros y fiscales que limitan su crecimiento económico; de la falta de certeza acerca del impacto de las nuevas medidas de relajamiento monetario y fiscal en Japón; y de la perspectiva de una moderación del ritmo de crecimiento económico en la República Popular China.

El FMI en sus estimaciones más recientes², proyecta que el crecimiento económico mundial para 2013 podría ubicarse en 3.1% (igual al crecimiento observado en 2012). Dicho resultado sugiere que el crecimiento económico en las principales economías avanzadas aunque sigue recuperándose, lo hace moderadamente; en contraste, en las economías con mercados emergentes y países en desarrollo se mantendría el ritmo de crecimiento (5.0%), lo cual sigue revelando el apoyo de estas economías a la actividad económica mundial.

² Actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional. Julio de 2013.

En los Estados Unidos de América, según el Departamento de Comercio, continúa registrándose una expansión moderada (1.8% de crecimiento en el primer trimestre de 2013) en un contexto en el que los mercados inmobiliario y laboral, a pesar de registrar señales positivas, continúan débiles. Además, persiste la necesidad de un plan de consolidación fiscal de mediano plazo que coadyuve a fortalecer la confianza de los agentes económicos y evite un ajuste fiscal severo de corto plazo que obstruya ese proceso de recuperación económica. Según el FMI, la economía estadounidense crecería este año 1.7% y 2.7% en 2014, escenario que supone que la demanda privada permanecería sólida, apoyada por la mejora del mercado inmobiliario (que tiene un efecto riqueza favorable al aumentar el patrimonio de los hogares) y que las condiciones monetarias seguirían apoyando el crecimiento económico. En el mercado bursátil, luego de un desempeño sólido desde finales de 2012 y hasta la primera quincena de mayo de 2013, se observó un aumento en la volatilidad y un cambio de expectativas desde que la Reserva Federal anunciara que existe la posibilidad de finalizar anticipadamente las políticas de estímulo monetario (*Quantitative Easing*), lo que ha incrementado las tasas de rendimiento de los Bonos del Tesoro estadounidense.

En la Zona del Euro continuaría, en los próximos trimestres, el crecimiento económico negativo (-1.1% de crecimiento en el primer trimestre de 2013), por lo que, el FMI y la Comisión Europea, esperan una tasa de crecimiento positiva hasta 2014. No obstante, la débil demanda externa y el hecho de que la demanda interna requiere consolidarse en un ambiente de restricción fiscal y de problemas bancarios y estructurales, todavía no resueltos, especialmente en algunos países de la periferia (España, Irlanda, Grecia y Chipre), generan incertidumbre. Vale destacar que la reestructuración de deuda pública de Chipre, iniciada a finales de junio, tiene el potencial de afectar más las expectativas económicas de la región, no tanto por el peso de su economía (que representa sólo el 0.8% del PIB de la Zona), sino porque los mercados están muy sensibles a eventos extraordinarios.

La economía de Japón, se expandió 4.1% en el primer trimestre, frente a 3.5% que esperaba el mercado, resultado del aumento en el consumo privado, la inversión residencial y las

exportaciones. En adición, las expectativas han cambiado ante los nuevos programas de estímulo fiscal y monetario promovidos por el primer ministro japonés, Shinzo Abe, que, aunque han sido bien recibidos por los mercados, no están exentos de cuestionamientos respecto de su efectividad, particularmente, varios entes internacionales, como el FMI, han destacado algunos riesgos, siendo el más relevante la necesidad de un ajuste fiscal, por lo que una acción en sentido contrario, podría perturbar el proceso de recuperación deseado.

Las economías con mercados emergentes continuarían siendo el principal motor del crecimiento económico global (creciendo 5.0% en 2013, en contraste con el crecimiento de las economías avanzadas de 1.2%, según el FMI). En la República Popular China, en el primer trimestre de 2013 se registró un crecimiento económico de 7.7%, inferior al 7.9% registrado el cuarto trimestre de 2012; sin embargo, a pesar de la volatilidad e incertidumbre global, el FMI espera crezca 7.8% en 2013. Algunos analistas económicos estiman que el gobierno continuará impulsando políticas económicas que contribuyan a consolidar la demanda interna, en virtud de que China es una de las pocas economías emergentes que aún tiene espacios monetario y fiscal para adoptar dicha clase de medidas.

En América Latina se proyecta que la actividad económica seguirá creciendo en 2013 (3.0% según el FMI), respaldada por la gradual recuperación de la economía mundial, por las condiciones favorables de financiamiento externo y el mantenimiento de políticas macroeconómicas disciplinadas. En el caso de las economías de Centroamérica y México se prevé registren tasas de crecimiento más moderadas.

Los mercados financieros, en la mayor parte del primer semestre, mostraron una evolución positiva, determinada por menores niveles de incertidumbre y volatilidad, asociados, en parte, al compromiso de las autoridades de las principales economías avanzadas por mantener políticas enfocadas en la recuperación económica, al hecho de que no se materializó el temor de un “precipicio fiscal” en los Estados Unidos de América y que se evitó el riesgo de “un aterrizaje forzoso” en la economía china. Sin embargo, a junio, la volatilidad aumentó, derivado, como se indicó, de la

incertidumbre acerca de la posibilidad de que las políticas de estímulo monetario en los Estados Unidos de América finalicen antes de lo previsto, de la implementación de nuevas medidas de naturaleza monetaria y fiscal en Japón y de la moderación en el crecimiento económico de la República Popular China. En adición, el rescate financiero a Chipre por parte de la *Troika* (Banco Central Europeo, Comisión Europea y FMI) tuvo incidencia en la evolución reciente de los mercados financieros, asociado al proceso de reestructuración de su deuda pública.

Con relación a los precios internacionales de las materias primas, se observó cierta volatilidad y permanecieron en niveles elevados y, según *Bloomberg*, no se esperan descensos relevantes en los próximos trimestres. En el caso del petróleo, la demanda de las economías emergentes y los problemas geopolíticos en el Oriente Medio (especialmente en Siria y en Egipto) y en el Norte de África, constituyen factores que pueden presionar el precio al alza; mientras que los precios del maíz y del trigo, muestran precios relativamente más estables y levemente inferiores a los del año previo.

La inflación mundial en el primer semestre se mantuvo en niveles bajos y estables en las principales economías avanzadas; mientras que en algunas economías emergentes y en desarrollo empezó a repuntar.

Las economías con metas explícitas de inflación de América Latina, en términos de precios, han mostrado resultados mixtos, especialmente si se tiene en cuenta que México y Brasil registran ritmos inflacionarios crecientes; mientras que en el resto de países la inflación es moderada. Centroamérica continúa experimentando alguna aceleración en su ritmo inflacionario, con excepción de El Salvador.

En cuanto a las tasas de interés de política monetaria en América Latina, se observó que, durante el semestre, la mayoría de los bancos centrales mantuvieron el nivel de sus tasas de interés de política monetaria, con excepción de Brasil y Guatemala que la aumentaron, mientras que México y Colombia la redujeron.

En el ámbito interno, de acuerdo con cifras del primer trimestre de 2013, la actividad económica, en términos reales, registró un crecimiento de 2.4%. Este resultado se explica por la evolución

favorable del consumo privado y público, así como por las exportaciones. A nivel de ramas de actividad económica, la mayoría registró tasas de crecimiento positivas. El Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE), a mayo de 2013, creció 3.8% en comparación con igual mes del año anterior, lo que es consistente con el crecimiento económico proyectado por el Banco de Guatemala para finales de año, que podría ubicarse entre 3.2% y 3.6%.

El comercio exterior, luego de haber exhibido una marcada desaceleración en 2012, a mayo registró una recuperación, congruente con el incremento previsto en los volúmenes de comercio mundial, especialmente en las economías emergentes (FMI, julio de 2013). En efecto, a mayo, el valor de las exportaciones e importaciones registró un crecimiento interanual de 2.2% y de 4.7%, respectivamente. En el caso de las exportaciones, destaca la reducción en los precios medios de algunos productos, aunque en términos de volumen vienen creciendo, especialmente azúcar, banano, frutas secas o congeladas y artículos de vestuario. En cuanto a las importaciones, los precios medios prácticamente no variaron; mientras que el volumen aumentó 4.5%, destacando los rubros siguientes: materias primas y productos intermedios, combustibles y lubricantes y bienes de capital.

En materia de precios internos, la inflación se situó en 4.79% a junio, dentro de la meta de mediano plazo establecida por la Junta Monetaria, observando desde enero una tendencia creciente, la que se explica, en parte, por la reversión de factores temporales que durante 2012 contribuyeron a moderarla, así como por la influencia de factores internos tanto de demanda como de oferta. En particular, el comportamiento al alza observado se reflejó, especialmente, en tres divisiones de gasto que conforman la canasta del índice de precios al consumidor: *Alimentos y bebidas no alcohólicas*; *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*; y *Restaurantes y hoteles*. Por su parte, la inflación importada a junio empezó a mostrar un ligero incremento, impulsada por el aumento en el precio internacional del petróleo y de sus principales derivados (gasolinas y diésel). Respecto de la inflación subyacente, ésta se mantiene alrededor de 3.5%, en términos interanuales.

Los pronósticos de corto plazo, con información a junio, revelan que la inflación podría situarse en un rango entre 4.00% y

6.00% en diciembre de 2013 y entre 4.05% y 6.05% en diciembre de 2014. La tendencia de la inflación según los pronósticos ha sido creciente en ambos casos, de manera que los rangos proyectados continúan ubicándose por encima de los respectivos límites del margen de tolerancia de la meta de inflación. Sin embargo, es importante indicar que estos pronósticos son pasivos; es decir, no incorporan medidas de política monetaria en el horizonte de pronóstico. Por su parte, los pronósticos de mediano plazo del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), que incorporan medidas de política monetaria, sugieren que la inflación se situaría para finales de 2013 y de 2014, en 4.23% y 4.65%, en su orden, condicionados a ajustes en la tasa de interés líder. Es importante señalar que durante el primer semestre del año, la Junta Monetaria aumentó en 25 puntos básicos la tasa de interés líder de política monetaria (en su reunión de abril).

Las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados, con base en la encuesta de junio de 2013, apuntan a que la inflación interanual en diciembre de 2013 se situaría entre 3.84% y 5.84%, mientras que para diciembre de 2014 entre 3.91% y 5.91%; en ambos casos, los límites inferior y superior de las expectativas se ubican por arriba de los límites equivalentes de la meta de inflación. A criterio del panel de analistas consultados, los principales factores que explican sus expectativas están asociados a la evolución del precio internacional del petróleo y sus derivados, al desempeño de la política fiscal, al comportamiento del precio internacional de las materias primas y al desempeño de la política monetaria.

Los principales agregados monetarios y de crédito exhibieron a junio un comportamiento dinámico. Los medios de pago mantuvieron una tendencia alcista respecto de los niveles observados en 2012; el crédito bancario al sector privado continuó mostrando un crecimiento dinámico, superior al de las captaciones bancarias y representó más de 30% del producto interno bruto; mientras que la emisión monetaria mostró un comportamiento congruente con su estacionalidad.

La evolución de las finanzas públicas en los primeros seis meses del año revela que las fuentes de financiamiento del gasto público (ingresos corrientes y endeudamiento público) difícilmente

alcancen el monto previsto en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2013. De conformidad con cifras preliminares, al 30 de junio de 2013, los ingresos totales del gobierno central fueron mayores en 8.0% respecto de los registrados a junio de 2012; mientras que los gastos totales aumentaron 18.7% con relación al mismo período del año anterior. Como resultado, el déficit fiscal ascendió a Q2,151.7 millones (0.5% respecto al PIB). En ese contexto, la ejecución del gasto público en el segundo semestre del año dependerá, principalmente, de: a) la aprobación de dos préstamos externos por parte del Congreso de la República, uno del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por US\$237.2 millones y otro del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) por US\$200.0 millones; b) de la evolución de los ingresos tributarios; y c) de la aprobación de la ampliación presupuestaria para inversión que sería financiada con una emisión de Bonos del Tesoro por Q3,500.0 millones.

La última estimación del Ministerio de Finanzas Públicas (MFP), prevé para finales de 2013 una variación interanual para los ingresos tributarios de 14.7% y para los gastos totales de 11.7%, con lo que el déficit fiscal estimado se ubicaría en 2.2% del PIB³, ligeramente por debajo del presupuestado de 2.5% del PIB. Dicha estimación no incluye la ampliación presupuestaria por la emisión de Bonos del Tesoro por Q3,500.0 millones, que de materializarse podría elevar el déficit fiscal a 3.0% del PIB; aunque el MFP ha reiterado su compromiso de que, aún con la ampliación presupuestaria, el déficit fiscal se mantendría en 2.2% del PIB.

En síntesis, la economía mundial crece a tres velocidades y aún se requieren esfuerzos para consolidar la confianza de los agentes económicos a fin de propiciar un crecimiento económico más rápido y sólido, y donde aún no desaparecen los riesgos a la baja. En el entorno interno los principales indicadores económicos de corto plazo evidencian que el proceso de recuperación económica continúa, estimándose que podría cerrar el año con un crecimiento entre 3.2% y 3.6%.

³ Incluyendo la aprobación de los dos préstamos a los que se ha hecho referencia.

I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL

A. COYUNTURA RECIENTE

1. Panorama general

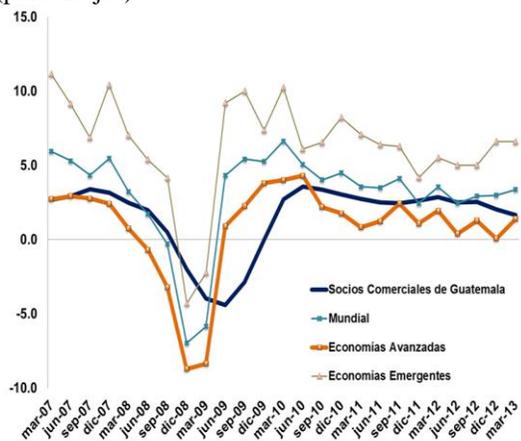
Durante el primer semestre de 2013, luego de la desaceleración registrada el año previo, la economía mundial continuó recuperándose, aunque de una manera moderada, ante la ralentización del ritmo de crecimiento económico en las principales economías avanzadas. En adición, el crecimiento ha sido distinto entre países y regiones. La economía de los Estados Unidos de América ha mantenido un moderado proceso de recuperación y la actividad económica en Japón ha empezado a mejorar debido, en parte, a la flexibilización de las políticas económicas en 2012 y a los mayores estímulos monetarios y fiscales implementados recientemente; mientras que la economía de la Zona del Euro continúa en recesión, con seis trimestres consecutivos de contracción, afectando incluso a algunas de las economías más grandes de la Zona.

Con relación a las economías emergentes, el crecimiento económico de la República Popular China durante el cuarto trimestre de 2012 y el primer trimestre de este año, se ubicó por debajo del previsto por los mercados, lo cual generó incertidumbre en los agentes económicos sobre el desempeño de la economía china y su efecto en el crecimiento económico global, debido a la importancia de dicho país en el comercio y en la generación del PIB mundial. No obstante, las expectativas de actividad económica para los próximos trimestres son favorables, lo que haría que la economía china no evidenciara, en el corto plazo, el denominado “aterrizaje forzoso”⁴.

En cuanto al desempeño de los mercados financieros internacionales, si bien la adopción de políticas económicas acomodaticias en las principales economías avanzadas ha limitado las tensiones en dichos mercados y ha reducido los riesgos de una recesión global, aún se mantienen algunos factores de incertidumbre, entre ellos, la posibilidad del retiro anticipado de los estímulos monetarios en los Estados Unidos de América, el ajuste importante al gasto público que entró en vigencia en marzo de este año conocido como el “secuestro del gasto” y la falta de consensos políticos con

Gráfica 1

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



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

(2) Variación interanual, con información a marzo de 2013.

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

⁴ Implicaría crecimientos de la actividad económica china por debajo de 7.0%.

relación al límite de deuda en ese país. En el caso de la Zona del Euro, los riesgos se asocian a la fragmentación de los mercados crediticios, a la falta de avance en torno a la unión bancaria y a la alta dependencia de la Zona al desempeño de la economía alemana como motor de crecimiento. En el caso de las economías emergentes, la incertidumbre se concentra, principalmente, en aquellas economías que registran una fuerte entrada de capitales, dado que podrían verse afectadas por el retiro anticipado del estímulo monetario hasta ahora implementado en la economía estadounidense, situación que al elevar la aversión al riesgo seguiría provocando la liquidación de posiciones de inversionistas internacionales en monedas de países emergentes y la desinversión en títulos valores, aunque, como se menciona posteriormente, dicha situación podría ser transitoria, según el análisis de entes como el FMI.

2. Desempeño de las economías avanzadas

La economía de los Estados Unidos de América continuó mostrando una recuperación gradual, aunque moderada. El PIB durante el primer trimestre creció 1.8%, luego de una débil expansión en el cuarto trimestre de 2012 (0.4%), impulsado, principalmente, por un aumento del consumo privado y una mayor inversión en inventarios privados, evidenciando así la resiliencia de la economía a los efectos del ajuste fiscal que entró en vigor a principios de año. La recuperación del consumo privado se asocia al aumento en la riqueza de los hogares como resultado del incremento del precio de las acciones en el mercado bursátil y del precio de las viviendas, así como al fortalecimiento del ingreso personal dada la mejora en el mercado laboral, entre otros factores. Durante el segundo trimestre del año se han observado algunas limitaciones, asociadas a los recortes automáticos al gasto público que comenzaron en marzo (por US\$85.0 millones⁵), así como al efecto rezagado de los ajustes fiscales de enero, los cuales incluyen la finalización del recorte de 2.0% de impuestos sobre las nóminas y un incremento impositivo a los contribuyentes con mayores ingresos.

Algunos indicadores importantes de alta frecuencia muestran

⁵ Corresponde a un recorte, durante el año, de 7.3% en el presupuesto de defensa y de 5.1% en el gasto corriente, en partidas como salarios, mantenimiento y compras de bienes y servicios.

que la actividad económica sigue expandiéndose, apoyada en la mejora gradual de las condiciones del mercado laboral, que en los últimos seis meses generó un promedio mensual de 200,000 nuevos puestos de trabajo; lo que, aunado al mayor fortalecimiento en el sector inmobiliario, ha contribuido a incrementar la confianza del consumidor y a sustentar el gasto de los hogares. Sin embargo, la tasa de desempleo aún es elevada y la inversión de las empresas continúa deprimida; debido, en parte, a la incertidumbre externa y fiscal. Recientemente, *Standard & Poor's* afirmó la calificación de la deuda soberana en AA+ y revisó al alza la perspectiva de largo plazo, al pasarla de negativa a estable, considerando para dicha decisión, entre otros factores, la recuperación de la actividad económica.

Por su parte, el FMI en sus proyecciones más recientes anticipa para los Estados Unidos de América un crecimiento de 1.7% en 2013 y de 2.7% en 2014, bajo la premisa que el “secuestro del gasto” permanecería hasta 2016 (más tiempo del originalmente previsto), aunque con un ritmo de consolidación fiscal más lento, lo que apoyaría la actividad económica. Asimismo, supone que la flexibilización monetaria continuaría en 2013 y en 2014 y que la demanda privada seguirá sólida debido a la mejora de la situación patrimonial de los hogares, a la recuperación del precio de las viviendas y del precio de las acciones en el mercado bursátil. Si bien la tasa de crecimiento para 2013 sería menor a la observada en 2012 (2.2%) y podría no ser suficiente para incidir más profundamente en la reducción del desempleo, se alcanzaría en medio de un significativo ajuste fiscal de aproximadamente 1.8% del PIB, de lo cual se infiere que la demanda privada subyacente sería vigorosa. Dentro de los riesgos a la baja para dichas proyecciones destacan: un entorno externo más débil, un mayor desempleo estructural, vulnerabilidades financieras que pudieran derivarse de los bajos niveles de las tasas de interés y las reacciones de los mercados ante la posibilidad de que la Reserva Federal (FED, por sus siglas en inglés) normalice las condiciones de política monetaria más temprano de lo previsto.

La FED, en su reunión de política de junio de 2013 presentó sus proyecciones de crecimiento económico y desempleo para 2013, ubicándolas en 2.5% y 7.3%, en su orden, menores a las de marzo

(2.6% y 7.4%, respectivamente); aunque continúan siendo más altas que las estimadas por el consenso de analistas económicos y que las observadas en 2012. Derivado de dichas perspectivas, varios miembros del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) evalúan la posibilidad de un retiro anticipado del actual estímulo monetario, en caso de que el desempeño del mercado laboral y la inflación en 2014 resulten ser consistentes con sus expectativas actuales. Cabe señalar que la incertidumbre en torno a dicha discusión tuvo un impacto negativo en los mercados bursátiles, que provocó alzas en los rendimientos de los Bonos del Tesoro de dicho país.

En la Zona del Euro, si bien la economía se ha mantenido en recesión durante los últimos seis trimestres, ante la fuerte crisis de confianza que afectó a los mercados, como resultado de la incertidumbre sobre la capacidad de las autoridades europeas de resolver la crisis de deuda soberana y financiera; el menor nivel de contracción observado durante el primer trimestre de 2013 (0.2%) sugiere cierta recuperación de la economía, a pesar de la inestabilidad financiera que aún enfrentan algunos países de la región y de la moderación de la demanda externa.

Los resultados de los principales indicadores de actividad económica evidencian una mayor confianza empresarial ante resultados más optimistas en la producción manufacturera de la mayoría de países de la Zona, lo que también estaría sugiriendo que la contracción podría estar llegando a su fin, dado que dichos resultados superaron las expectativas del mercado. Asimismo, el segundo trimestre se destaca porque la región logró superar dos importantes situaciones de riesgo: 1) la incertidumbre política en Italia generada por las complicaciones para conformar un gobierno estable y 2) el rescate financiero de Chipre, a pesar de una gestión deficiente de la crisis por parte de sus autoridades, dada la falta de consenso político para adoptar medidas oportunas. Dichos acontecimientos tuvieron un impacto limitado y transitorio en los mercados de deuda soberana de la Zona del Euro. También se observó un mayor contagio de la debilidad de los países periféricos a las economías del centro, particularmente Francia, en donde la desaceleración fue producto de una fuerte política de consolidación fiscal adoptada por las

autoridades de gobierno que desalentó la confianza de los agentes económicos, particularmente en lo que respecta al nivel de inversión privada. En el caso de Alemania, si bien se observó cierta moderación en su ritmo de actividad económica, recientemente el mejor desempeño de las exportaciones incidió positivamente en las expectativas para el segundo semestre de 2013.

Con relación al comportamiento del mercado laboral, la Oficina de Estadísticas de la Unión Europea, *Eurostat*, informó que éste siguió deteriorándose en mayo, al situarse la tasa de desempleo en 12.2%, frente a 12.1% en abril, siendo éste uno de los retos más importantes de la Zona para acelerar su recuperación económica.

Varios países de la Zona del Euro necesitan reenfocar las medidas drásticas de ajuste fiscal hacia avances en reformas que impulsen el crecimiento de largo plazo y aunque la política fiscal continuaría siendo restrictiva, sería en menor grado que en 2012, lo cual le ha permitido cumplir con las nuevas metas sin aumentar el esfuerzo fiscal, coadyuvando a cumplir con el objetivo de compensar el mayor deterioro cíclico de las cuentas públicas ante las expectativas de crecimiento menos alentadoras. España y Francia han logrado que se les extienda el plazo para alcanzar las metas fiscales acordadas en los programas de ayuda financiera con la *Troika* (Fondo Monetario Internacional, Banco Central Europeo y Comisión Europea). Si bien ha disminuido el riesgo para el corto plazo de que la unión monetaria se disuelva, es probable que el efecto directo de las medidas adoptadas⁶ no sea suficiente para solucionar los problemas de financiamiento de los países de la periferia; sin embargo, estas condiciones constituyen indicios importantes de que la política monetaria podría continuar siendo flexible durante el tiempo que sea necesario, hasta lograr tasas de crecimiento positivas.

El FMI anticipa que la Zona del Euro registrará un crecimiento en 2013 de -0.6% y en 2014 de 0.9%. La expectativa de una contracción económica en 2013 y un bajo crecimiento en 2014 es compartida por la Comisión Europea que prevé que ello se asocia a las estrictas condiciones del crédito al sector privado, la reducción en

⁶ Incluye, entre otras medidas, realización de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC) por parte del Banco Central Europeo y la revisión a la baja de la tasa de interés de política monetaria, la implementación del Mecanismo de Estabilidad Financiera, la concertación de la operación de alivio de la deuda de Grecia, el acuerdo sobre el mecanismo único de supervisión y el programa de rescate a Chipre.

la inversión y los altos niveles de desempleo.

En Japón, la actividad económica durante el primer trimestre del año mostró una recuperación mayor a la prevista, al crecer 4.1% (3.5% esperado por el mercado), resultado, principalmente, de las contribuciones positivas del consumo privado, la inversión residencial y las exportaciones, estas últimas beneficiadas por la significativa depreciación del yen. Las exportaciones han acumulado a mayo un crecimiento de 3.5% debido al efecto de las nuevas medidas. Asimismo, algunos indicadores de frecuencia mensual muestran una mejora en la confianza del consumidor y del empresario, un mayor nivel de inversión pública, mejora en la actividad del sector inmobiliario y continuidad de condiciones financieras acomodaticias, que podrían seguir favoreciendo la demanda interna.

A pesar de que la inflación de mayo continuó ubicándose en cifras negativas (-0.3%), fue menos negativa que la del mes anterior, debido al aumento en los precios de la energía. Adicionalmente, se prevé que se torne progresivamente positiva como consecuencia del programa de estímulo monetario orientado a generar una inflación de 2.0% en el mediano plazo⁷, para consolidar el crecimiento económico y revertir el proceso deflacionario. Las políticas económicas denominadas “Abenómicas⁸” contemplan además el diseño y ejecución de un paquete completo de reformas fiscales y la promoción de políticas estructurales orientadas al crecimiento económico. En ese contexto, se adoptó el “Plan de Crecimiento” que incluye: la creación de zonas económicas especiales; la implementación de incentivos para aumentar la inversión privada; la promoción de la participación de las mujeres en la fuerza laboral; la desregulación de algunos sectores productivos; el apoyo de la recuperación industrial; la reforma estructural de la agricultura; la creación de nuevos mercados estratégicos; y el fortalecimiento de las relaciones internacionales que permitan una mayor apertura comercial.

⁷ El Banco de Japón en su reunión de enero de 2013 anunció que la política monetaria continuaría siendo acomodaticia, ratificando dicho compromiso en la reunión de política de abril, en la cual decidió implementar un programa de expansión cuantitativa que tiene como objetivo duplicar la base monetaria y con ello alcanzar una meta de inflación de 2.0%, en un período de dos años. El programa comprende la compra mensual de bonos del Estado y activos bancarios e inmobiliarios, las cuales podrían sumar más de medio millardo de dólares americanos al año, dado que el monto total de esta parte del programa asciende a US\$1,400.0 miles de millones. La decisión responde a la desaceleración que aún enfrentan varias economías a nivel mundial, a la disminución del apetito al riesgo, a la reducción de las exportaciones japonesas y de la producción industrial, así como a la deflación que afecta al país.

⁸ En alusión al primer ministro japonés Shinzo Abe.

Algunos analistas y organismos internacionales consideran que la economía japonesa se beneficiará de esta combinación de políticas acomodaticias y, señalan que aún es muy pronto para cuantificar el impacto, tanto interno como externo, de este nuevo movimiento político, dados los altos niveles de incertidumbre que aún rodean a dichas medidas. Por su parte, el FMI considera que las referidas políticas no están exentas de riesgos dada la probabilidad de que las reformas estructurales no logren aumentar la generación de empleo, lo cual debilitaría el proceso de recuperación y el logro del objetivo de inflación; y la falta de medidas fiscales para reducir los niveles de deuda o que el retraso en la implementación de mayores impuestos al consumo eleven el riesgo de un aumento de los rendimientos de los bonos gubernamentales, lo cual acabaría socavando la sostenibilidad de las cuentas fiscales del país y la estabilidad del sector financiero. Por otra parte, otros expertos internacionales destacan la posibilidad de que las políticas conduzcan a un sobre-relajamiento monetario y fiscal, en un momento en el que lo que necesita Japón para recobrar la confianza de los mercados es un plan de consolidación fiscal de mediano plazo creíble que ponga la deuda pública en una senda de sostenibilidad. Asimismo, varias agencias de calificación crediticia consideran que las medidas podrían incidir negativamente en su calificación, debido a los niveles actuales de deuda.

3. Desempeño de las economías emergentes

Las economías emergentes, a pesar de evidenciar cierta ralentización, como resultado de la desaceleración de la demanda externa y la disminución en el precio de algunos de los principales productos de exportación, continúan registrando un mejor desempeño que el de las economías avanzadas, derivado, principalmente, de una sólida demanda interna y del mantenimiento de políticas macroeconómicas consistentes.

La República Popular China continúa siendo uno de los principales motores del crecimiento económico a nivel mundial; sin embargo, durante el cuarto trimestre de 2012⁹ y el primer trimestre de 2013 experimentó resultados por debajo de lo esperado por el

⁹ De acuerdo con algunos expertos internacionales, la desaceleración de la economía china durante 2012 respondió principalmente a factores cíclicos, dado que las estimaciones del PIB potencial para ese año muestran que los factores transitorios representaron 1.3 puntos porcentuales de la desaceleración, en tanto que los factores estructurales pesaron únicamente 0.2 puntos porcentuales.

mercado, como consecuencia del debilitamiento de la demanda externa e interna. La inversión privada habría disminuido, a consecuencia de la incertidumbre relativa a la postura política de las nuevas autoridades gubernamentales. Además, los índices de producción industrial han mostrado una tendencia a la baja ante la menor demanda externa, especialmente la de la Zona del Euro. Cabe destacar la creciente fragilidad financiera interna, la cual también ha impactado las expectativas de crecimiento económico.

El nuevo gobierno chino ha reiterado que mantendrá una política fiscal acomodaticia acompañada de una política monetaria prudente, con el propósito de alcanzar los principales objetivos macroeconómicos para 2013, entre los que destacan: un crecimiento económico de 7.5%, una meta de inflación de 3.5% (por debajo de 4.0%, que fue el objetivo de 2012) y un déficit fiscal de 2.0% del PIB. Al mismo tiempo ha adoptado medidas para promover la sostenibilidad del crecimiento económico y la prevención de riesgos sistémicos en el sistema financiero, mejorando las regulaciones para controlar el sobrecalentamiento del mercado inmobiliario, incrementando el control sobre el uso de instrumentos de alto riesgo y limitando la concesión de préstamos a los gobiernos locales. La política fiscal apoyará el crecimiento económico por medio del gasto en infraestructura, construcción de viviendas y recortes de impuestos selectivos. En cuanto a la política monetaria, podría ajustarse la liquidez mediante operaciones de mercado abierto y el manejo del coeficiente de reservas obligatorias. Por el lado cambiario, el debilitamiento de la demanda agregada podría provocar que el yuan siga apreciándose en lo que resta de 2013.

Los riesgos se asocian tanto a factores políticos como a exposiciones macroeconómicas, las cuales derivan, especialmente, de las tensiones generadas en el mercado de divisas dadas la depreciación del yen (siendo Japón uno de los principales socios comerciales de la República Popular China) y la posible generación de burbujas de activos ante la entrada de fuertes flujos de capital. El FMI anticipa un crecimiento de la actividad económica china de 7.8% para 2013, superior a la meta de 7.5% fijada por las autoridades de dicho país.

En América Latina, la demanda interna ha permitido un

crecimiento económico sostenido durante 2013, a pesar de la moderación registrada durante 2012 y de la desaceleración de la demanda externa, ante la moderación del crecimiento económico de la República Popular China y el lento proceso de recuperación en los Estados Unidos de América, principales socios comerciales de la región. No obstante, los indicadores de confianza continúan en un rango elevado en la mayor parte de los países de América Latina, reforzando las perspectivas de que la ralentización en la demanda externa y la reducción de precios internacionales de algunos de sus principales productos de exportación tendrían un leve impacto en la actividad económica de países como Chile, México y Colombia. En otros países de la región (Perú y Argentina) los datos de actividad muestran que, a pesar de la moderación de los indicadores de confianza, el ritmo de expansión de la actividad económica se mantendrá e incluso podría acelerarse.

En Colombia, el dinamismo de la actividad económica estaría determinado por medidas del gobierno anunciadas recientemente en su plan de estímulo económico, denominado Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo. En Perú, la moderación de las exportaciones, resultado principalmente de una menor producción de metales como el oro y el cobre, ha ocasionado un menor ritmo de crecimiento con relación a 2012; sin embargo, ello podría contrarrestarse, parcialmente, por una mayor expansión del gasto público; mientras que en Brasil, se registra un ligero repunte liderado por la inversión privada, aunque permanece por debajo de los niveles esperados para 2013. En Chile, la actividad económica podría registrar valores por debajo de los observados en 2012, debido al menor ritmo de la inversión, que contrarrestaría un mayor dinamismo del consumo privado.

Durante los primeros meses del año, la implementación de políticas acomodaticias, tanto a nivel regional como internacional, generó, en la mayoría de los países latinoamericanos, fuertes presiones a la apreciación; sin embargo, como resultado del reciente anuncio de la FED de que podría reducir gradualmente su programa de estímulo monetario, los tipos de cambio nominales respecto al dólar estadounidense, empezaron a mostrar una depreciación, resultado de una agresiva liquidación de posiciones en activos

considerados riesgosos, dentro de los cuales están contempladas las monedas y los bonos latinoamericanos.

A pesar de que la demanda interna juega un papel cada vez más importante en muchos países con economías emergentes y en desarrollo, la mayoría muestra un desempeño económico por debajo de la tendencia antes de la crisis global de 2008-2009 y aún no han podido desacoplarse completamente de las economías avanzadas, principalmente aquellas con una alta exposición al comercio mundial (particularmente, los productores de materias primas y, en especial, los de América Latina y de África), quienes se verían perjudicados si la demanda de materias primas se reduce y, por ende, también los precios, ocasionando en muchos de éstos una reducción de los flujos de capital, una depreciación de su moneda y un menor ritmo de crecimiento económico.

En resumen, se anticipa que las economías con mercados emergentes y en desarrollo, en conjunto, continuarían impulsando el crecimiento económico mundial en los próximos dos años, aunque dicho escenario no está exento de riesgos que, como se indicó, están relacionados con la moderada recuperación de las economías avanzadas.

4. Desempeño económico de los principales socios comerciales del país

El desempeño económico de los principales socios comerciales de Guatemala¹⁰ se ha mantenido relativamente estable, (gráfica 1).

El desempeño económico del principal socio comercial del país, los Estados Unidos de América, como se indicó, ha mantenido un ritmo de recuperación moderado. La economía mexicana, luego de haber mostrado un crecimiento de 3.9% durante 2011 y 2012, se debilitó durante el primer trimestre de 2013, registrando un crecimiento interanual de 0.8%, derivado, principalmente, del deterioro de la actividad industrial ante el moderado dinamismo del sector manufacturero de los Estados Unidos de América¹¹. No

¹⁰ Comprende: los Estados Unidos de América, Zona del Euro, México, República Popular China, El Salvador y Honduras, que representan alrededor del 70% del comercio exterior del país.

¹¹ En el resultado también influyeron factores metodológicos, debido al efecto calendario que implicó menos días laborables durante el trimestre, como resultado de la celebración de la Semana Santa en marzo.

obstante, se anticipa que la actividad económica podría mejorar con la implementación de políticas públicas que dinamizarían la actual estructura económica, particularmente, en términos de competitividad y generación de energía. Asimismo en el corto plazo se prevé una mayor demanda por parte de la economía estadounidense a partir del segundo semestre de 2013. Dicho escenario no está exento de riesgos, debido a la estrecha relación comercial de México con la economía estadounidense y europea.

En el caso de Honduras, el consenso de pronósticos evidencia que durante 2013 la economía registraría un leve aumento (3.4%) con relación a 2012 (3.3%), siempre y cuando las condiciones globales se estabilicen, particularmente en la economía estadounidense y que los beneficios del DR-CAFTA continúen materializándose. No obstante, el crecimiento potencial del país está limitado por una débil capacidad productiva y mano de obra poco calificada.

Con relación a la actividad económica de El Salvador, ésta ha mostrado un leve ritmo de crecimiento, debido, en parte, al bajo nivel de inversión pública y privada, aunado a los daños en la infraestructura productiva del país ocasionados por los desastres naturales ocurridos en los últimos años; asimismo, ha afectado la reducción en las exportaciones del país como resultado de la disminución en los precios internacionales de los bienes de exportación, contrarrestada, parcialmente, por el repunte de las remesas familiares. El FMI estima que los efectos del ajuste fiscal de los recortes automáticos del gasto público en los Estados Unidos de América podrían desacelerar el crecimiento de El Salvador en 0.2% en el corto plazo y hasta 0.6% en un período de dos años.

Los pronósticos disponibles anticipan que El Salvador continuará registrando el ritmo de crecimiento económico más lento de Centroamérica en el período 2013-2017.

RECUADRO 1

EFECTOS Y CANALES DE TRANSMISIÓN PARA UNA EXITOSA “REFLACIÓN” EN JAPÓN: LAS POLÍTICAS “ABENÓMICAS” Y SU IMPACTO SOBRE LAS ECONOMÍAS ASIÁTICAS

Las políticas “Abenómicas”¹ se refieren al conjunto de medidas gubernamentales orientadas a reactivar el crecimiento económico en Japón y revertir la persistente deflación que ha venido registrando el país. La estrategia incluye tres pilares: i) flexibilización monetaria, ii) estímulos fiscales a corto plazo y consolidación fiscal a medio plazo y iii) reformas estructurales orientadas a incentivar un mayor crecimiento económico.

Las primeras medidas adoptadas fueron establecer una meta de inflación de 2.0% y estímulos fiscales de alrededor de 1.5% del PIB. En esa línea, con el propósito de alcanzar el nuevo objetivo de inflación, el Banco de Japón adoptó un nuevo marco de flexibilización monetaria, en el que se estableció como objetivo duplicar la base monetaria en un lapso de dos años, para ubicarla en US\$2,673.0 miles de millones a finales de 2014 (55.0% del PIB), en congruencia con el objetivo de inflación de 2.0%. Dicha política sería implementada mediante la compra de activos por montos mensuales de US\$69.3 miles de millones, principalmente de bonos gubernamentales (*flexibilización cuantitativa*) con vencimientos entre tres y siete años, ello con el objetivo de duplicar el plazo promedio de las tenencias del Banco de Japón (actualmente tres años plazo). Asimismo, el Banco Central incrementó el límite de compras programadas de activos privados, en especial de fondos de inversión de bienes raíces para apoyar directamente la actividad económica (*flexibilización cualitativa*).

En el ámbito fiscal, a principios de 2013, el gobierno anunció un plan de estímulo por un monto de US\$101.0 miles de millones (2.1% del PIB), el cual se centraría en obras públicas. En cuanto a las reformas estructurales, la estrategia aún tiene que articularse plenamente; aunque principalmente se ha puesto énfasis en el mercado de trabajo, la desregulación de sectores como la agricultura y los servicios y ampliar los acuerdos de libre comercio.

El anuncio sobre la dirección de las nuevas políticas ha tenido efectos inmediatos, particularmente en el mercado de activos y en el nivel de confianza, tanto de los consumidores como de los empresarios. Los mercados de acciones han registrado ganancias debido a mejores expectativas, particularmente para el sector bancario y el de exportación, este último como resultado de una mayor depreciación del yen. Adicionalmente, los rendimientos de los bonos gubernamentales de largo plazo se han reducido a sus mínimos históricos.

Los efectos de mediano plazo en la economía japonesa, así como los resultantes en otras economías de la región asiática (principalmente, los socios comerciales de Japón) dependerán de varios factores, incluyendo la rigidez de las expectativas de inflación y los detalles de la estrategia fiscal y de crecimiento económico. En este sentido, el FMI subraya que entre más rápido se anclen las expectativas de inflación a la nueva meta, el apoyo al crecimiento económico sería más efectivo. Existe cierto consenso en el sentido de que el éxito de la “reflación” de la economía japonesa dependerá de los canales por los cuales se propaguen los efectos de las políticas, siendo los más importantes el tipo de cambio nominal y la demanda agregada.

Con relación a los efectos que las referidas políticas pueden tener en las economías de Asia, éstos podrían ser de dos tipos:

Efectos financieros: La compra de bonos del gobierno por parte del Banco de Japón tendría como resultado el desplazamiento de los inversionistas locales, quienes poseen actualmente el 90.0% del saldo de los bonos del gobierno, provocando salidas de capitales en busca de mayor rentabilidad. Con ello se puede generar un rebalance de los portafolios de inversión de los japoneses al incluir mayores activos foráneos. Además, la inversión extranjera directa proveniente de Japón podría generar mayores niveles de actividad económica en los países receptores de dicha inversión.

Efectos en el comercio internacional: Para las exportaciones asiáticas, la implementación de dichas políticas tiene una doble dimensión: a) un repunte del crecimiento económico japonés debería aumentar la demanda por importaciones a Japón desde los socios comerciales asiáticos, y b) a corto plazo, la depreciación del yen haría menos competitivas las exportaciones de la región, tanto en el mercado japonés como en los mercados de terceros países del área. En este sentido, se esperan impactos negativos en las exportaciones de Corea del Sur e Indonesia hacia Japón, pero su impacto será positivo en las exportaciones procedentes de Filipinas y Malasia, teniendo efectos menores en el resto de la región. Asimismo, vale destacar que la depreciación de la moneda japonesa puede reducir los costos de los insumos para los países asiáticos al abarataarse las importaciones desde Japón.

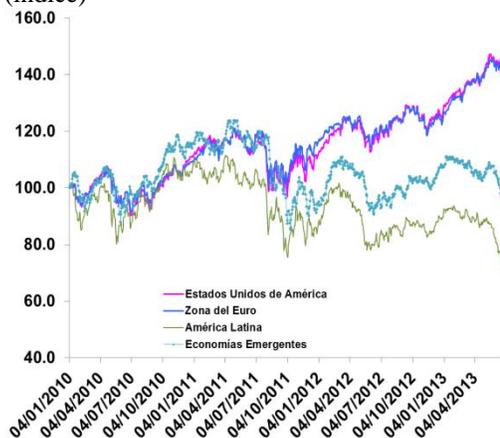
No obstante, no existe claridad sobre los efectos de las referidas políticas sobre el desempeño de la economía china que también es un socio comercial importante de Japón.

^{1/} Término utilizado para describir la estrategia impulsada por el primer ministro japonés Shinzo Abe para dinamizar la economía local.

Fuente: “Perspectivas económicas regionales. Asia y el Pacífico”. Fondo Monetario Internacional. Abril de 2013 y “Situación China/Asia. Segundo trimestre”. BBVA Research. Recuadro 1. Mayo de 2013.

Gráfica 2

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



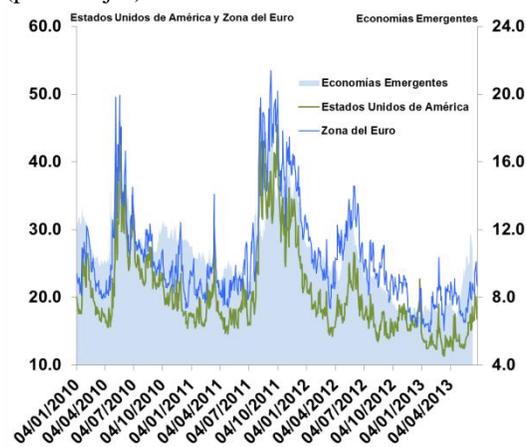
(1) Los índices bursátiles corresponden, en la Zona del Euro al Euro Stoxx 50; en los Estados Unidos de América, al Standard & Poor's 500; en Japón, al Nikkei; y en las economías emergentes y América Latina, el MSCI.

(2) Base Enero 2010 = 100, con información al 28 de junio de 2013.

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 3

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



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

(2) Índice que mide la volatilidad esperada a 30 días a partir de los precios observados de las acciones, con información al 28 de junio de 2013.

Fuente: Bloomberg.

5. Mercados financieros

La evolución positiva que caracterizó a los mercados financieros internacionales en el primer cuatrimestre del año, estuvo determinada por bajos niveles de volatilidad, dado que algunos de los principales riesgos que habían impactado negativamente las perspectivas de crecimiento económico a nivel mundial se superaron (“precipicio fiscal” en Estados Unidos de América, intensificación de la crisis en la Zona del Euro y la probabilidad de un “aterrizaje forzoso” de la economía china). Sin embargo, durante mayo y junio, se registraron nuevos episodios de volatilidad a nivel mundial (ver gráficas 2 y 3).

Entre los distintos eventos que han ocasionado volatilidad destacan: la incertidumbre política en Italia; la falta de acuerdos para otorgar el programa de ayuda financiera a Chipre; los temores de desaceleración del crecimiento mundial, particularmente de la República Popular China; y el retiro anticipado del programa de estímulo monetario por parte de la FED. Dicha volatilidad fue contrarrestada, en parte, por el recorte de la tasa de interés oficial del Banco Central Europeo (BCE), el pronunciamiento de la FED reiterando su compromiso de mantener el programa de compras de activos y la decisión sobre la futura orientación de su política; así como, por las nuevas medidas de estímulo implementadas por el Banco de Japón.

A inicios del año, las perspectivas de escasos rendimientos en los principales mercados de deuda de las economías avanzadas alentaron a los inversionistas a buscar mayores rendimientos en bonos europeos y títulos de mercados emergentes con menor calificación crediticia, incluyendo deuda corporativa, estrechando aún más los diferenciales mientras se intensificaban las emisiones en los segmentos del mercado de crédito de mayor riesgo. La abundante liquidez y la reducida volatilidad propiciaron un entorno favorable a la toma de riesgos. Esta situación ha empezado a moderarse debido a la expectativa de retiro prematuro de las medidas de relajamiento monetario en Estados Unidos de América.

En cuanto a los mercados de deuda soberana, la volatilidad ha disminuido, como resultado de los ajustes impulsados por la *Troika* en Grecia, España y Chipre, así como por la disminución en la preocupación de contagio al resto de países de la periferia de la Zona del Euro. No obstante, durante mayo y junio, las primas de incumplimiento

del deudor (CDS, por sus siglas en inglés) aumentaron, ante la expectativa de que Eslovenia pudiera requerir un programa de asistencia financiera. En Japón los rendimientos de los bonos del gobierno se elevaron súbitamente, debido a la caída en el precio de los mismos, lo que para algunos analistas podría comprometer la efectividad de la flexibilización monetaria, dado que si los inversionistas creen que el Banco de Japón podría cumplir la meta de inflación de 2.0% en dos años, responderán mediante la venta de bonos para evitar pérdidas y, como resultado, las tasas de rendimiento más altas, incrementarán los costos de endeudamiento de empresas y familias.

Con relación a los mercados de deuda en países con economías emergentes, las turbulencias provenientes de los países avanzados han generado fluctuaciones en la aversión al riesgo global que han impactado los mercados, principalmente los de América Latina por medio de un amplio rango de fluctuaciones en las primas de riesgo.

En cuanto al mercado cambiario internacional, el relajamiento de la política monetaria de algunos países desarrollados favoreció la apreciación de algunas monedas en los mercados emergentes durante la mayor parte del primer semestre del año. El yen se depreció por la agresiva postura anti-deflacionaria adoptada por el nuevo gobierno japonés; mientras que el euro ha mantenido una depreciación frente al dólar estadounidense, resultado de la flexibilización monetaria en los Estados Unidos de América y las bajas tasas de interés del BCE.

En cuanto a las tasas de interés, la FED espera que no se eleven sino hasta en 2015. Vale indicar que tasas de interés más altas podrían traducirse en mejores retornos libres de riesgo para los inversionistas, incentivando mayores flujos de inversión hacia los Estados Unidos de América, lo cual ya se ha observado, ante el anuncio de un posible retiro de los estímulos monetarios, causando la liquidación de activos financieros considerados riesgosos en las economías emergentes, depreciando las monedas locales.

6. Precios internacionales de algunas materias primas

Durante el primer semestre de 2013, la trayectoria en los precios internacionales de las materias primas ha registrado un comportamiento menos volátil que en el año anterior, asociada tanto a factores de oferta como de demanda; y aunque no se consideran una amenaza, siguen privando los riesgos de un alza, particularmente en el caso del petróleo.

Cabe recordar que los países exportadores de materias primas se han beneficiado de los períodos de aumento en los precios, mientras que los países importadores se han visto perjudicados por los efectos inflacionarios de segunda vuelta que impactan en sus niveles de precios, donde el gasto en alimentos representa una alta proporción de los ingresos de los hogares.

a) **Petróleo y gasolin**

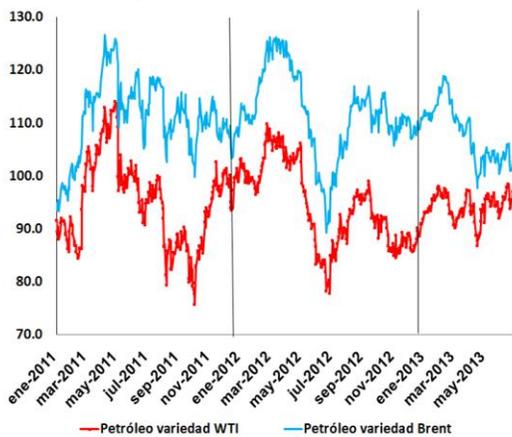
En el caso del precio internacional del petróleo, se prevé un aumento en la demanda mundial de crudo, a pesar del moderado proceso de recuperación económica mundial, el cual estaría acompañado de un incremento en la producción (oferta). La agencia especializada IHS CERA prevé que la producción mundial de petróleo alcanzaría 92.8 millones de barriles diarios (mbd), lo que representa un incremento de 1.9% respecto del estimado en enero (91.1 mbd), destacando el incremento en la producción por parte de los Estados Unidos de América y Canadá, lo cual ha contribuido a estabilizar el precio (principalmente el de la variedad WTI) y que Estados Unidos de América redujera sus importaciones, especialmente las provenientes de Oriente Medio.

Entre los factores que pueden impulsar un incremento del crudo destaca la continuidad de los conflictos geopolíticos en Oriente Medio (especialmente Siria y Egipto) y el Norte de África, así como la política exterior confrontativa de Corea del Norte que intenta afectar a Corea del Sur y a los Estados Unidos de América. Los factores geopolíticos en el Oriente Medio, principalmente en Egipto, han provocado un alza en el precio de la variedad WTI superando los US\$106.0 por barril.

La Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), acordó en su última reunión no modificar su actual cuota de producción de petróleo, manteniéndola en 30.0 millones de barriles diarios, argumentando que existe un adecuado abastecimiento en el mercado; sin embargo, su producción real sigue siendo superior a la cuota acordada, principalmente por el aumento previsto en la extracción petrolera en Irak y en Libia. Dicha situación estaría compensando la caída observada en Irán, por el embargo petrolero de la Unión Europea, y la normalización de la producción de Arabia Saudita, el principal productor de la organización quien decidió, desde noviembre de 2012,

Gráfica 4

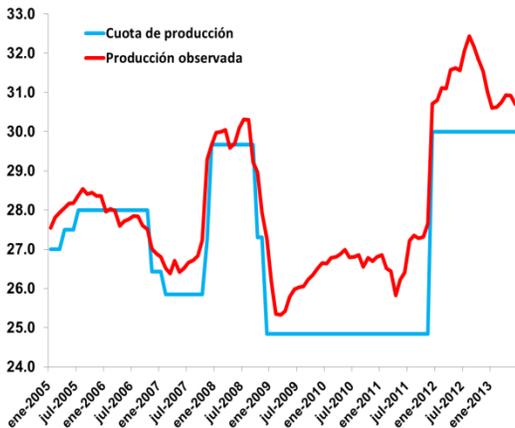
Precio Internacional del Petróleo (1)
(US dólares por barril)



(1) Cotización de la primera posición a futuro de ambas variedades de petróleo en la Bolsa de Nueva York, con información a junio de 2013.
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 5

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

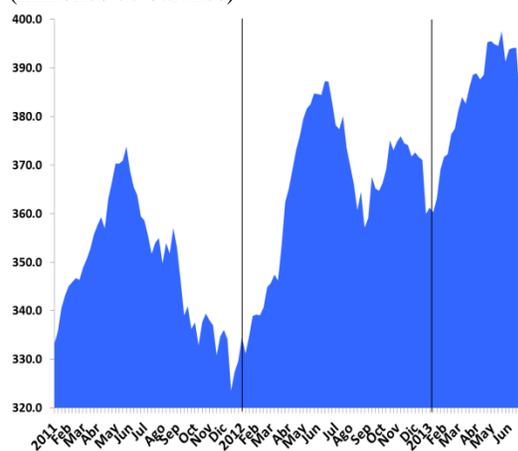


(1) Con información estimada a junio de 2013.
Fuente: Bloomberg.

retomar su volumen de producción histórico (alrededor de 9.0 millones de barriles diarios).

Gráfica 6

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



(1) Con información a junio de 2013.

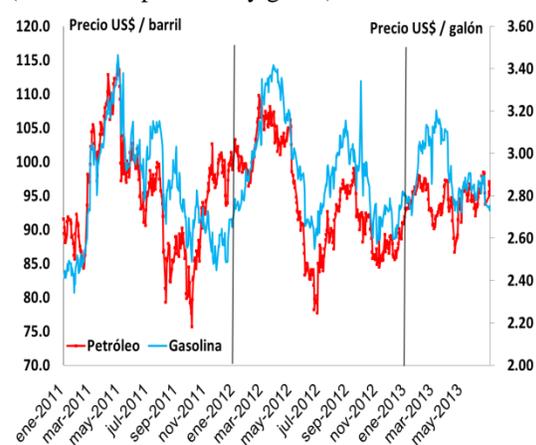
Fuente: Departamento de Energía de los Estados Unidos de América.

En lo referente al nivel de inventarios de petróleo, como se indicó, en los Estados Unidos de América, el aumento en su volumen de producción hizo que los inventarios superaran el promedio de los últimos cinco años¹², lo que ha motivado el desarrollo de nuevos proyectos de infraestructura para facilitar el traslado del petróleo de las principales zonas productoras hacia los principales puntos de distribución que, eventualmente, podría generar un alza en el precio para la variedad WTI, derivado de que se espera un retorno que compense dichas inversiones.

Por su parte, entre los factores de demanda IHS CERA prevé que la demanda mundial de petróleo aumente al situarse en 92.4 mbd, 2.1% respecto a los 90.5 mbd estimados en enero, debido al alza en el consumo de los Estados Unidos de América, de los países de Oriente Medio (no exportadores de petróleo), de América Latina y de la República Popular China ante el desempeño de su actividad económica. En Europa no se esperan cambios en la demanda respecto de lo previsto con anterioridad, debido al débil desempeño en su actividad económica.

Gráfica 7

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información a junio de 2013.

Fuente: Bloomberg.

Cuadro 1

Oferta y Demanda Mundial de Petróleo
Años 2012-2013
(millones de barriles diarios)

Descripción	Estimación de enero 2013			Estimación de abril 2013		
	2012(1)	2013(2)	Variación	2012(1)	2013(2)	Variación
Oferta	90.8	91.1	0.3	91.3	92.8	1.5
Demanda	89.5	90.5	1.0	91.1	92.4	1.3
Superávit (oferta - demanda)	1.3	0.6	-----	0.2	0.4	-----

(1) Cifras preliminares.

(2) Cifras proyectadas.

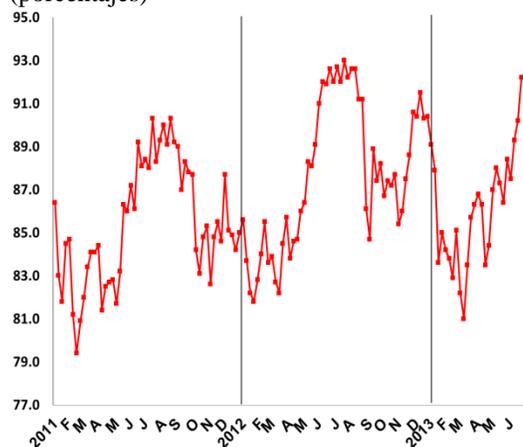
Fuente: IHS Cambridge Energy Research Associates, abril de 2013.

En cuanto a los derivados del petróleo, particularmente la gasolina, durante el segundo trimestre de 2013 el precio internacional disminuyó respecto al del primero, lo cual se explica por la normalización en la producción, tomando en consideración que un importante número de refinerías finalizó su proceso de mantenimiento (planificado y no planificado). No obstante, la Agencia Internacional de

¹² No obstante, vale destacar que en julio los inventarios se redujeron significativamente, situación que podría presionar el precio al alza, como en episodios anteriores.

Gráfica 8

Utilización de la Capacidad Instalada en Refinerías de los Estados Unidos de América (1) (porcentajes)

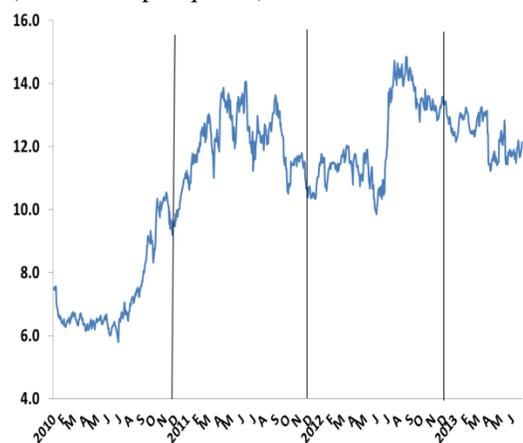


(1) Con información a junio de 2013.

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

Gráfica 9

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



(1) Primera posición a futuro en la Bolsa de Chicago, con información a junio de 2013.

Fuente: Bloomberg.

Energía (AIE), indica que el proceso de refinado a nivel mundial está sujeto a riesgos importantes, ante la necesidad de mejorar o crear nuevas refinerías para atender la demanda prevista para los próximos años, cuando se afiance la recuperación económica mundial.

b) Maíz

El precio internacional del maíz, durante el primer semestre, continuó con su tendencia a la baja, iniciada desde agosto pasado, la cual se sustenta en el aumento de la producción para la cosecha 2013/2014, principalmente en los Estados Unidos de América, ante condiciones climáticas más favorables, lo que permitiría alcanzar producciones récord. Aunque la tendencia de precios es a la baja, éstos permanecen en niveles elevados, debido a la reducción de los inventarios mundiales, luego de que en el segundo semestre del año anterior, las fuertes sequías destruyeron gran parte de las cosechas. A junio de 2013, el precio promedio por quintal se ubicó en US\$12.30, inferior al registrado en 2012 (US\$12.39 por quintal).

Según proyecciones del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés), el volumen de la producción mundial se situaría en 962.6 millones de toneladas, superior en 12.5% (855.7 millones de toneladas) a la del año previo. Por su parte, el consumo mundial se ubicaría en 935.1 millones de toneladas, mayor en 8.3% respecto al del año previo (863.7 millones de toneladas).

Cuadro 2

Producción y Consumo Mundial de Maíz (millones de toneladas)

Rubro	Cosechas			Variaciones	
	2011/2012 (1)	2012/2013 (1)	2013/2014 (2)	2012/2013	2013/2014
Producción	883.3	855.7	962.6	-3.1	12.5
Consumo	879.1	863.7	935.1	-1.8	8.3
Déficit / Superávit	4.2	-8.0	27.5	-----	-----

(1) Cifras preliminares.

(2) Cifras proyectadas.

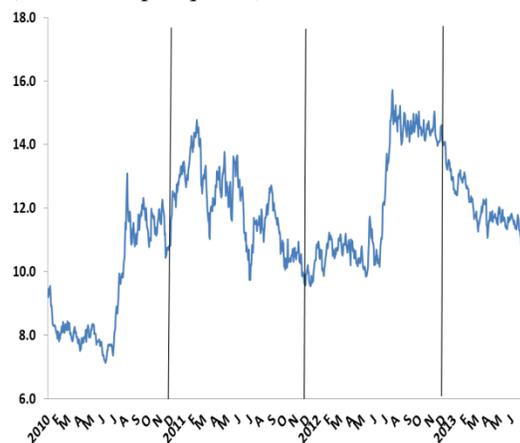
Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América, junio de 2013.

c) Trigo

El precio internacional del trigo, durante el primer semestre, mantuvo la tendencia a la baja iniciada en noviembre del año anterior, ubicándose en alrededor de US\$11.50 por quintal, (US\$14.00

Gráfica 10

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



(1) Primera posición a futuro en la Bolsa de Chicago, con información a junio de 2013.

Fuente: Bloomberg.

por quintal a finales de 2012), lo cual se asocia a que a finales de 2012, algunos países lograron estabilizar su volumen de producción, mientras que otros presentaron importantes mejoras (Estados Unidos de América, Canadá, China e India, según estadísticas del USDA).

A pesar de la reducción en el precio, éste aún permanece en niveles superiores a los observados en el segundo semestre de 2012. Según las proyecciones del USDA, el volumen de la producción mundial se situaría en 695.9 millones de toneladas, superior en 6.1% respecto de la cosecha anterior (655.6 millones de toneladas); mientras que el consumo mundial se ubicaría en 694.5 millones de toneladas, mayor en 2.9% respecto al del año anterior (675.2 millones de toneladas).

Cuadro 3

Producción y Consumo Mundial de Trigo
(millones de toneladas)

Rubro	Cosechas			Variaciones	
	2011/2012 (1)	2012/2013 (1)	2013/2014 (2)	2012/2013	2013/2014
Producción	697.2	655.6	695.9	-6.0	6.1
Consumo	696.9	675.2	694.5	-3.1	2.9
Déficit / Superávit	0.3	-19.6	1.4	-----	-----

(1) Cifras preliminares.

(2) Cifras proyectadas.

Fuente: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América, junio de 2013.

RECUADRO 2

LA INCERTIDUMBRE SOBRE LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO

Durante el presente año los fundamentos del mercado de petróleo han tenido una importante incidencia en la evolución de su precio, destacando, por el lado de la oferta, el incremento en la producción de países no miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), particularmente en Norteamérica (Estados Unidos de América y Canadá) y la previsión de un adecuado nivel de producción por parte de la OPEP; mientras que, por el lado de la demanda, la expectativa de una probable disminución en la demanda por parte de la República Popular China ante la desaceleración de su actividad manufacturera, anticipa una disminución en el consumo de crudo aunque se mantendría en niveles todavía altos, lo que hace prever una disminución en el precio internacional del crudo; sin embargo, existen importantes riesgos, principalmente geopolíticos, que pueden provocar una interrupción en el suministro de petróleo y, por consiguiente, elevar su precio. El Fondo Monetario Internacional (FMI) en la publicación *World Economic Outlook* de abril de 2013, señaló que los riesgos de incrementos en los precios de las materias primas, en especial los energéticos, se han incrementado respecto de su evaluación de octubre de 2012.

La principal base para considerar la citada posibilidad radica en la convulsión política que se registra en las regiones de Oriente Medio y del Norte de África (área conocida como MENA, por sus siglas en inglés) y que constituyen una importante fuente de suministro al mercado mundial del petróleo. Según la OPEP, sus países miembros ubicados en la referida área en conjunto representan aproximadamente 75.0% del total de exportaciones de la Organización. La citada convulsión política ha influido en que las cotizaciones del precio del petróleo de la variedad Brent, la cual es el referente para el mercado de Londres, sean superiores a US\$100.00 por barril, en tanto que en el mercado de Nueva York, en donde el petróleo de referencia es la variedad WTI, el precio hasta hace poco venía presentando cotizaciones alrededor de US\$90.00 por barril e incluso inferiores. Históricamente, ambas variedades de petróleo han registrado diferenciales que no han superado US\$5.00 por barril, siendo la variedad WTI la de mayor valor. Sin embargo, desde el inicio de la “*Primavera Árabe*” a principios de 2011 en que se depuso a varios gobiernos árabes, la situación del mercado cambió radicalmente, situación que todavía se mantiene.

PRINCIPALES ACONTECIMIENTOS EN ORIENTE MEDIO Y EN EL NORTE DE ÁFRICA

Como se indicó, el principal factor de riesgo de alzas en el precio internacional del petróleo es la inestabilidad política en Oriente Medio y en el Norte de África. En Oriente Medio destaca el enfrentamiento de los países de Occidente en contra de Irán por el programa nuclear que desarrolla este último y que provocó el embargo petrolero por parte de la Unión Europea en julio de 2012. Según IHS CERA luego de las elecciones presidenciales de mediados de junio de 2013 en Irán, se intensificará la disputa por dicho programa. Por su parte, la guerra civil que se registra en Siria y que es prolongación de la “*Primavera Árabe*”, es otro factor importante de riesgo ante la posibilidad de que el conflicto pueda extenderse a otros países de la región. A principios de mayo, Israel realizó una incursión aérea contra el grupo terrorista *Hezbollah* sobre territorio sirio, bajo el argumento que dicho grupo recibió armas por parte de Irán (país aliado del régimen sirio) y que podrían ser utilizadas contra Israel, provocando importantes reacciones diplomáticas siendo la más destacada el apoyo de la República Popular China, país que se había mantenido al margen de la situación. A finales de mayo, Rusia informó que apoyaría militarmente al gobierno sirio con el propósito de brindar un “equilibrio en la región”, luego que la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN) atendiera la solicitud de Turquía, país miembro de la organización y vecino geográfico de Siria, en el sentido de requerir apoyo militar ante las constantes incursiones del ejército sirio en su frontera. Con relación a Irak y Yemen, los cambios de regímenes gubernamentales continúan provocando incertidumbre ya que existen grupos interesados en desestabilizar a los gobiernos y que están vinculados a administraciones anteriores de gobierno.

En el Norte de África, la “*Primavera Árabe*” depuso a los gobiernos de Libia, Egipto y Túnez; sin embargo, los nuevos gobiernos se enfrentan a grupos rebeldes que les desafían e intentan derrocarlos lo que continúa generando inestabilidad. Recientemente, el derrocamiento del gobierno egipcio contribuyó a incrementar sustancialmente el precio internacional del petróleo. Además, en Libia grupos vinculados con *Al Qaeda* intentaron deponer al gobierno de Malí (excolonia francesa) en enero de 2013, situación que provocó la intervención militar de Francia en ese país; como represalia por dicha intervención, estos grupos atacaron instalaciones productoras de gas natural en Argelia (excolonia francesa), poniendo al descubierto la fragilidad de la infraestructura energética de la región. Por su parte, el diferendo entre Sudán y Sudán del Sur por la administración de importantes áreas productoras de petróleo, luego de la independencia de esta última en julio de 2011, también genera incertidumbre, aun cuando dichos países actualmente intentan estabilizar sus exportaciones de crudo.

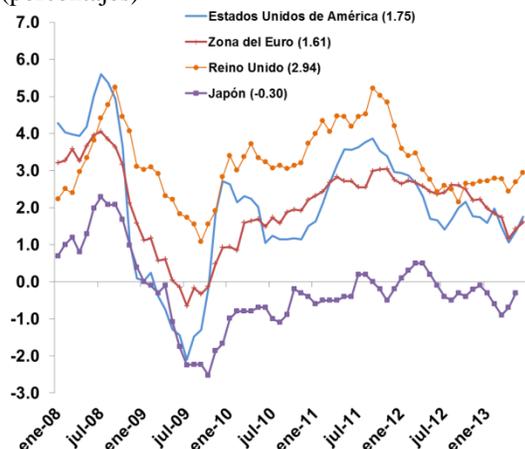
PERSPECTIVAS DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO

La interrupción de los suministros de petróleo ha tenido históricamente un fuerte impacto en el mercado de petróleo, siendo los episodios más recientes el embargo petrolero contra Irán en 2012 y la caída de la producción en Libia en 2011 por el cambio de gobierno, afectando de forma importante a los precios internacionales. De acuerdo con IHS CERA el moderado crecimiento económico mundial luego de la crisis de 2008, entre otros factores, ha contribuido a que no se disparen los precios del crudo, pero eventualmente la normalización de la actividad económica mundial (en un escenario similar al que se registra en la región MENA) tendría efectos importantes en el alza de los precios del crudo.

Fuente: “Oil prices at a crossroads as Brent flirts with \$100”. IHS CERA. Mayo de 2013.

Gráfica 11

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



(1) Con información a junio de 2013, Japón a mayo.
Fuente: Bancos centrales.

7. Inflación y política monetaria

Durante el primer semestre del año, la inflación en la mayor parte de regiones del mundo continuó mostrando un comportamiento moderado y estable, asociado a la débil demanda global, a la moderada volatilidad de los precios de las principales materias primas, y a la mayor estabilidad de los mercados financieros, manteniéndose en general por debajo de los objetivos previstos por las autoridades monetarias. A pesar de la permanencia de políticas monetarias acomodaticias no convencionales de las economías avanzadas, hasta el momento no se han observado efectos en los precios internos ni deterioro de las expectativas de los agentes económicos, aun cuando el comportamiento de la inflación ha sido heterogéneo, dado que en el Reino Unido ha permanecido por encima de la meta, mientras que en la Zona del Euro y en los Estados Unidos de América por debajo, en tanto que Japón, continúa en deflación.

En junio, el ritmo inflacionario en los Estados Unidos de América se ubicó en 1.75%, luego de haber registrado en febrero 1.98%, desaceleración determinada, principalmente, por el menor costo de la gasolina. En la Zona del Euro los precios mostraron una reducción en el segundo trimestre del año, principalmente, por la débil demanda interna y los altos niveles de desempleo, sobre todo en los países que han implementado extensos programas de consolidación fiscal como Grecia, Portugal, Irlanda y España. En el Reino Unido, se observó una reducción temporal de los precios de los combustibles; sin embargo, los precios de los alimentos continúan contrarrestando dicho efecto, por lo que la inflación actualmente se ubica muy por arriba del objetivo de 2.0%.

Las expectativas de inflación en la Zona del Euro se mantienen contenidas y firmemente ancladas a los niveles compatibles con el objetivo de inflación de mediano plazo (2.0%), lo cual habría influido en la decisión del BCE de mayo de reducir en 25 puntos básicos la tasa de interés de política monetaria para ubicarla en 0.50%. El Banco de Inglaterra, por su parte, anunció que continuará con su actual programa de estímulos monetarios, a pesar que algunas señales indican que la actividad económica podría repuntar en el segundo semestre del año.

En cuanto a las economías emergentes, destaca la moderación

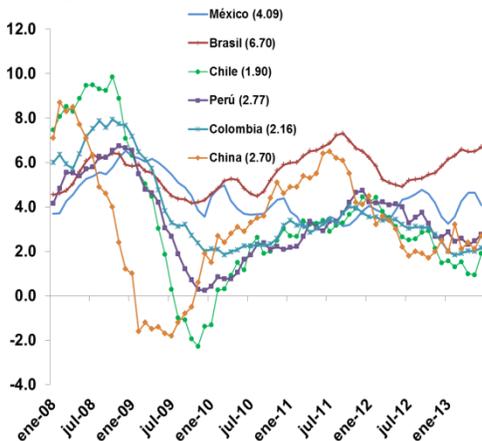
de los precios internos en la República Popular China a partir del segundo trimestre, asociada, fundamentalmente, a un exceso en la capacidad utilizada de las empresas, lo que impide el traslado del aumento de los precios a los consumidores y a que el rubro de alimentos, el más importante del IPC, ha mostrado una leve desaceleración, debido al mejor abastecimiento derivado de mayores cosechas, así como por precios mundiales del petróleo más estables.

En las economías con metas explícitas de inflación de América Latina se pueden distinguir dos grupos; por un lado, México y Brasil, economías en las cuales el nivel de inflación se ha mantenido por encima o cerca del rango superior del margen de tolerancia establecido por sus respectivos bancos centrales. En el caso de México, las autoridades consideran que el reciente incremento en el nivel de precios es temporal y obedece al alza en el precio de algunos de los productos agropecuarios más importantes de la canasta básica, ante la reducción de la producción como resultado de condiciones climáticas desfavorables, por lo que estiman que en el segundo semestre del año la inflación convergerá a la meta establecida por el banco central (3.0%). En Brasil, se prevé que el ritmo inflacionario podría ubicarse en el corto plazo en la meta del banco central (aunque muy cerca del límite superior), debido a las recientes alzas en la tasa de interés de política monetaria. A pesar de que el perfil inflacionario es similar, las decisiones de política monetaria en estos países han sido opuestas, ya que el Banco de México en marzo redujo la tasa de política monetaria en 50 puntos básicos, mientras que el Banco de Brasil la aumentó en 125 puntos básicos, a pesar de un entorno económico desfavorable.

En el segundo grupo de países, la inflación se mantuvo cercana al centro o levemente por debajo de la meta de inflación, a pesar de que en algunos períodos se registraron choques de oferta de productos perecederos, tanto las autoridades monetarias de Chile, de Colombia y de Perú consideraron no realizar ningún cambio en su tasa de interés de referencia (5.00%, 3.25% y 4.25%, respectivamente), decisiones que se han tomado incluso en un entorno de desaceleración económica interna. Cabe resaltar el caso de Colombia, donde la amplia moderación de su demanda interna permitió que el Banco de la República de Colombia disminuyera, en

Gráfica 12

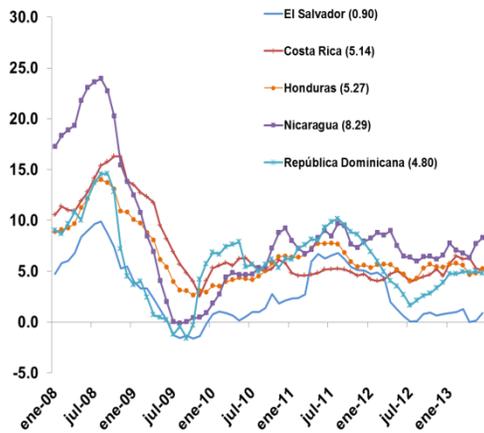
Ritmo Inflacionario Total de Economías Emergentes (1) (porcentajes)



(1) Con información a junio de 2013.
Fuente: Bancos centrales.

Gráfica 13

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



(1) Con información a junio de 2013.
Fuente: Bancos centrales.

el primer trimestre del año, su tasa de interés de política monetaria en 100 puntos básicos, ubicándola en 3.25%. Dicha decisión fue fundamentada en que las expectativas de inflación se mantienen ancladas alrededor del valor central de la meta de inflación (3.0%).

En la mayoría de los países centroamericanos y en la República Dominicana las presiones inflacionarias aumentaron en el primer semestre del año, debido a los mayores precios de los alimentos, los cuales tienen un peso importante en sus canastas básicas. Dentro de este grupo de países la excepción es El Salvador que tiene una baja tasa de inflación, lo cual puede asociarse a una demanda agregada restringida.

RECUADRO 3

¿ES SOSTENIBLE EL RITMO DE CRECIMIENTO DE AMÉRICA LATINA?

La región de América Latina y el Caribe (ALC) ha crecido a un ritmo sostenido durante la última década. Sin embargo, ello podría no mantenerse en el futuro, debido a algunas restricciones “naturales” que podrían limitar el crecimiento del empleo, incluso a pesar de las tendencias recientes de acumulación de capital y crecimiento de la productividad.

Durante la última década (excepto durante la crisis económica y financiera mundial 2008-2009), el mantenimiento de condiciones externas favorables, entre ellas el mayor acceso al financiamiento, estimularon la demanda tanto externa como interna. Asimismo, los altos precios de las materias primas y políticas macroeconómicas prudentes implementadas por los gobiernos de la región, impulsaron el crecimiento económico en gran parte de la misma, alcanzando una tasa promedio anual de crecimiento económico de 2.5% en el período 1980–2002 y de 4.0% en el período 2003–2012.

El mejor desempeño de la región plantea la necesidad de analizar cuáles han sido los factores que han explicado este ritmo de crecimiento. Para abordar dicho cuestionamiento, el equipo técnico del FMI, desde una perspectiva comparativa entre un grupo de 19 países de ALC, identificó algunos de los factores de este crecimiento, utilizando para ello el método de contabilidad de crecimiento estándar, propuesto por *Robert Solow*. Entre los principales hallazgos destacan:

- i) La acumulación de factores (especialmente trabajo) ha sido el principal motor del crecimiento del PIB.
- ii) La reciente aceleración del crecimiento en América Latina se explica por un aumento de la productividad, en contraste con el débil desempeño registrado en la década de los noventa. La contribución del capital físico también aumentó, aunque en menor medida, debido, en parte, a las favorables condiciones financieras externas y al alto nivel de inversión (incluida la inversión extranjera directa) en el sector primario, situación que puede asociarse al auge de precios de las materias primas.
- iii) El crecimiento económico de América Latina se mantiene por debajo del de las economías emergentes de Asia, debido, entre otros factores, a diferencias en la Productividad Total de los Factores (PTF). Sin embargo, la brecha de crecimiento se ha reducido en comparación con la década de los noventa, ello debido a menores diferencias en cuanto a la contribución del factor capital. Cabe indicar que en América Latina la contribución del factor trabajo ha sido históricamente más alta que en las economías emergentes de Asia.
- iv) La disminución del desempleo también explica la contribución del factor trabajo al crecimiento durante los últimos años recientemente ha jugado un papel determinante, así como mejorar en términos de capital humano. Vale destacar que los altos niveles de desempleo fue uno de los factores determinantes que limitó el crecimiento económico en la década anterior.
- v) El crecimiento de la PTF, que en décadas anteriores fue negativo en la mayor parte de la región, pasó a ser positivo en la mayoría de los países (con un crecimiento particularmente fuerte en Panamá, Perú y Uruguay), reflejando en parte, la fase expansiva del ciclo económico en la mayoría de esas economías.

Lo anterior plantea una segunda interrogante relativa a si la reciente dinámica de crecimiento económico es sostenible en los próximos años. Al respecto, el FMI señaló que para responder a esta pregunta fue necesario proyectar rangos de tasas de crecimiento potencial para el período 2013–2017, para el mismo grupo de países de ALC usando una metodología que descompone el crecimiento tendencial del PIB en la contribución del capital, del trabajo; y de la PTF, encontrándose que si las tendencias recientes de crecimiento de capital y PTF continúan, dadas ciertas restricciones naturales sobre el factor trabajo, es poco probable que la actual dinámica de crecimiento se mantenga en el largo plazo. Al respecto, señalaron que, si bien la región ha crecido a una tasa promedio anual de 4.0% durante 2003–2012, las estimaciones indican que la tasa de crecimiento anual del PIB potencial para el período 2013–2017 estará más cercana al 3.25% en la mayoría de los países. Esta desaceleración refleja menores contribuciones de todos sus componentes.

El FMI anticipa que la expansión del capital físico se modere ligeramente, debido a la normalización de las condiciones favorables de financiamiento externo y la estabilización de los precios internacionales de las materias primas; la contribución del factor trabajo probablemente estará restringida por algunas limitaciones naturales^{1/}; y el crecimiento de la productividad también se desaceleraría en congruencia con la normalización del ciclo económico. En ese sentido, la evolución de la PTF seguiría siendo un motivo de preocupación, pese a su mejora reciente y sería crucial para que la región pueda mantener tasas de crecimiento económico sólidas y sostenibles.

En ese contexto, las autoridades deberán centrarse en implementar políticas que contribuyan a reducir las distorsiones en la asignación de recursos, adoptando medidas que se acomoden a las circunstancias específicas de cada país. Entre las políticas a considerar, se incluyen: i) mejorar el clima de negocios y aumentar la competencia; ii) reforzar las regulaciones de entrada y salida para facilitar la reasignación de recursos hacia sectores nuevos de alta productividad; iii) mejorar la infraestructura básica; iv) promover mercados financieros más profundos y eficientes; v) incrementar actividades de investigación y desarrollo e innovación; y vi) fortalecer las instituciones para garantizar los derechos de propiedad y aminorar la corrupción.

^{1/} Como el envejecimiento de la población, la necesidad de mejorar la infraestructura educativa y el incremento en la calidad de la educación, entre otras.
Fuente: “Perspectivas Económicas: Las Américas”. Sebastián Sosa, Evridiki Tsounta y Hye Sun Kim. Fondo Monetario Internacional. Mayo de 2013.

B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS

De acuerdo con el FMI, los riesgos a la baja para el crecimiento económico mundial, tanto nuevos como antiguos, siguen privando. En ese contexto, aunque los riesgos más graves han disminuido, medidas de política económica adicionales podrían ser necesarias para mantener tal situación, lo cual incluye que, en el caso de los Estados Unidos de América se incremente el techo de la deuda pública y se mantengan políticas que impidan mayores riesgos en la Zona del Euro, principalmente orientadas a mitigar o eventualmente revertir la actual fragmentación financiera. En las economías emergentes, aunque su crecimiento seguiría siendo robusto, los riesgos a la baja se han incrementado recientemente debido tanto a debilidades de la actividad económica interna, como a un deterioro de la demanda externa mayor al previsto.

En ese contexto, la economía mundial creció a un ritmo moderado, a pesar de las mejores condiciones financieras globales y de los menores riesgos de corto plazo. Sin embargo, se espera que a partir del segundo semestre de 2013 la economía mundial muestre un desempeño más favorable. Asimismo, se anticipa que la mayoría de regiones registren un leve fortalecimiento económico, pero el crecimiento continuaría, en general, ubicándose por debajo del potencial, incluso en 2014.

En este contexto, existe incertidumbre acerca de la efectividad de las medidas no convencionales implementadas por los bancos centrales de las economías avanzadas y de sus efectos en el mediano plazo, que dependen fundamentalmente de cómo y cuándo se apliquen las estrategias de salida de dichas medidas. Se esperaría que la inflación en las economías avanzadas se mantenga contenida, en parte, por la brecha del producto que en muchos casos sigue negativa y por las altas tasas de desempleo que privan, particularmente en la Zona del Euro.

En las economías con mercados emergentes, la inflación podría acelerarse en 2013, debido a mayores presiones en los precios de algunos servicios públicos, así como por el aumento en los salarios nominales y en el gasto público. Además, no se descartan presiones derivadas de los incrementos en el precio de los alimentos, los cuales, debido a su mayor importancia relativa en sus índices de precios, y dado que podrían propiciar aumentos en los precios de otros bienes y

servicios, afectarían las expectativas inflacionarias que, en general, se mantienen relativamente contenidas.

Por otra parte, continua la percepción de que la recuperación económica global está ocurriendo a tres velocidades, dado el mayor dinamismo en los países con economías emergentes y en desarrollo, la recuperación, aunque moderada, del crecimiento en los Estados Unidos de América, así como por el débil desempeño en la Zona del Euro; por lo que el consenso de los pronósticos anticipan que para 2013 y para 2014, la economía mundial crecerá 3.1% y 3.8%, en su orden (3.1% en 2012). En este entorno, las economías avanzadas mostrarán crecimientos de 1.2% y 2.1%, respectivamente; mientras que las economías con mercados emergentes y en desarrollo en 5.0% y 5.4%, en su orden.

En los Estados Unidos de América se espera que continúe el positivo desempeño del sector inmobiliario y una recuperación de la inversión empresarial, lo cual permitirá que la economía crezca 1.9% (1.7% según el FMI) en 2013 (2.2% en 2012); en tanto que para 2014 el crecimiento sería de 2.6% (2.7% según el FMI). La ralentización del crecimiento del consumo interno, mantendría estable la inflación en 2013 y en 2014, aunado a escasas presiones en los precios de la energía.

En la Zona del Euro, la economía real sigue estando restringida por los programas de austeridad fiscal y un débil crecimiento del crédito bancario, en un contexto de niveles récord de desempleo. Esta dinámica que en un principio había afectado en mayor medida a las economías de la periferia, ha empezado a afectar algunas de las principales economías como Francia. Para 2014 se espera una moderada recuperación de 0.9%, lo que continuará determinando bajos niveles de demanda agregada durante ambos años, restringiendo el surgimiento de mayores presiones inflacionarias.

La economía japonesa presentará una recuperación, aunque moderada, tanto en 2013, como en 2014 (1.6% en ambos años), lo cual se explicaría por la mejora en la actividad del sector exportador y por el significativo programa de estímulo monetario. Dichas medidas, aunadas a políticas fiscales expansivas, podrían derivar en una mayor aceleración de los precios internos.

Las economías con mercados emergentes y en desarrollo continuarán mostrando un desempeño positivo en el mediano plazo. En

la República Popular China, a pesar de que se han registrado algunos signos de debilitamiento se mantendrían altas tasas de crecimiento (7.7% en 2013 y 7.6% en 2014). Dicho comportamiento se sustenta, en parte, en la acelerada recuperación del crédito al sector privado; en el impulso del mercado inmobiliario derivado de la flexibilización de las políticas gubernamentales y de una menor intervención oficial. Por su parte, la inflación se mantendrá en niveles moderados, consistente con el crecimiento económico y con la estabilidad de los precios de los alimentos y de las materias primas.

Para las economías de América Latina y el Caribe se prevé para 2013 y para 2014 un desempeño de la economía similar al de 2012 (3.0%), dado que se esperan tasas de crecimiento de 3.0% y 3.4%, en su orden. Este crecimiento estaría respaldado, en el corto plazo, por condiciones financieras mundiales más favorables, por la recuperación de la demanda externa y por la continuidad de precios relativamente altos de algunas de las principales materias primas exportadas por la región. En este contexto, se espera una aceleración de las presiones inflacionarias (en niveles cercanos al 6.0%).

Es importante destacar que, por una parte, las agresivas medidas de expansión monetaria adoptadas en las economías avanzadas podrían tener un efecto adverso significativo sobre la estabilidad financiera al momento de reducirse éstas y, por la otra, el prolongado período de desaceleración de la actividad económica en muchos países, aunado a los altos niveles de desempleo y la baja inversión, podría reducir el crecimiento potencial en el mediano plazo.

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

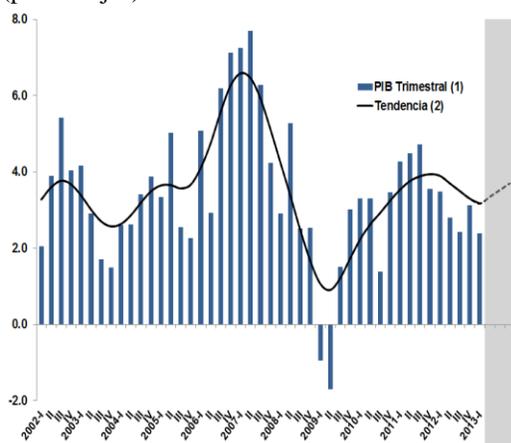
	PIB			INFLACIÓN		
	Proyecciones			Proyecciones		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Principales socios						
Estados Unidos de América	2.2	1.9	2.6	1.8	1.7	2.0
México	3.9	3.2	3.7	4.0	3.8	3.6
El Salvador	1.6	1.9	2.0	0.8	2.3	3.1
Zona del Euro	-0.6	-0.6	0.9	2.2	1.5	1.5
China	7.8	7.7	7.6	2.5	2.8	3.3
Honduras	3.3	3.4	3.4	5.4	5.9	5.7
Otros socios						
Colombia	4.0	4.3	4.5	2.4	2.2	2.9
Japón	1.9	1.6	1.6	-0.2	0.3	2.4
Brasil	0.9	2.8	3.6	5.8	6.0	5.2
Chile	5.5	4.9	4.8	1.5	2.3	3.1
Perú	6.3	6.1	6.2	2.6	2.3	2.4
Reino Unido	0.3	0.9	1.6	2.6	2.7	2.5
Economías avanzadas	1.2	1.2	2.1	2.0	1.5	1.9
América Latina y el Caribe	3.0	3.0	3.4	5.9	6.1	5.5
Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	4.9	5.0	5.4	6.1	6.0	5.5
Mundial	3.1	3.1	3.8	3.9	3.8	3.8
Principales socios	2.8	2.5	3.1	2.3	2.3	2.6

Fuente: Banco de Guatemala, con base en una muestra de bancos de inversión, Fondo Monetario Internacional, Consensus Forecast y Comisión Económica para América Latina (CEPAL).

II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO

Gráfica 14

Producto Interno Bruto Trimestral
(porcentajes)



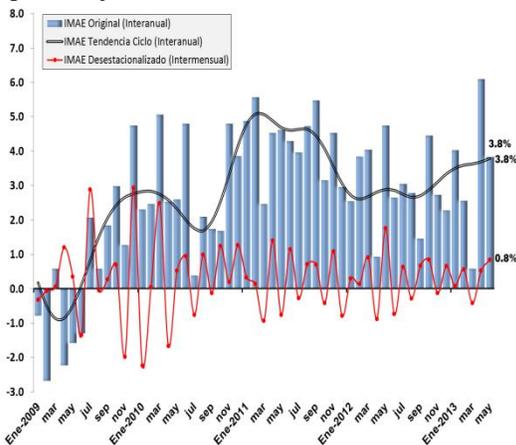
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001, con información a marzo de 2013.

(2) Proyectada a diciembre de 2013, con base en el filtro de Hodrick-Prescott.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 15

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



(1) Base 2001 = 100.

(2) Con información a mayo de 2013.

Fuente: Banco de Guatemala.

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

Con base en los resultados del Producto Interno Bruto Trimestral, el primer trimestre de 2013 mostró una tasa de crecimiento interanual de 2.4%, sustentada en tasas de crecimiento positivas en la mayoría de actividades económicas, excepto en explotación de minas y canteras y en construcción. Por el lado del destino del gasto, el resultado fue impulsado, principalmente, por el incremento del consumo privado y público y de las exportaciones de bienes y servicios. Aunque el crecimiento de la actividad económica fue menor que el registrado en el cuarto trimestre de 2012 (3.1%), está en línea con las previsiones de crecimiento económico del Banco de Guatemala para 2013 (rango entre 3.2% y 3.6%), anticipando un mayor ritmo de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) respecto del año anterior (3.0%). En el Anexo 1 se presenta el detalle de la evolución observada del PIB trimestral y la proyección del crecimiento del PIB anual, en ambos casos por actividad económica y por el destino del gasto.

La evolución del Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), a mayo del presente año, revela un crecimiento de 3.8%¹³. Dicho comportamiento, ha sido influenciado por la incidencia positiva en las actividades económicas siguientes: industrias manufactureras; intermediación financiera, y agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca. Por su parte, la tasa de crecimiento interanual de la tendencia ciclo a mayo fue 3.8%, mientras que la serie desestacionalizada¹⁴ intermensual registró un crecimiento de 0.8%, lo cual sugiere que la actividad económica podría dinamizarse a partir del segundo trimestre del año (gráfica 15).

Por otra parte, la percepción de los analistas privados¹⁵ respecto al desempeño de la actividad económica para el presente año es de un crecimiento de 3.1%, ligeramente por debajo del rango estimado (3.2% - 3.6%). Dichos analistas sustentan su percepción en la evolución del precio internacional del petróleo, el desempeño de la política fiscal, el fortalecimiento del mercado interno, la estabilidad en el nivel general de precios, los niveles de las tasas de interés (internas y externas) y la estabilidad en el tipo de cambio nominal.

¹³ Variación interanual de la serie original del IMAE.

¹⁴ Corresponde a la sustracción de los componentes estacionales y de calendario de la serie original.

¹⁵ Con base en los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE), realizada en junio de 2013.

RECUADRO 4

NUEVA METODOLOGÍA PARA EL CÁLCULO DEL ÍNDICE MENSUAL DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA (IMAE)

El 5 de junio de 2013, la Junta Monetaria conoció el resultado de la implementación de una nueva metodología de cálculo del IMAE, el cual es un índice sintético que proporciona una medida de la evolución de la actividad real de la economía en el corto plazo, y que busca ajustarse a la metodología utilizada en las cuentas nacionales trimestrales (CNT). La evolución de la actividad real, medida por medio del IMAE, se logra mediante un conjunto heterogéneo de indicadores mensuales relacionados con la producción, las ventas, la estacionalidad y otras variables representativas de determinadas actividades económicas.

Entre las principales ventajas que ofrece el IMAE, se pueden mencionar las siguientes:

- La oportunidad de sus resultados es mayor que la de las CNT, aunque con un grado menor de cobertura.
- Se basa en un marco contable, en el que un conjunto heterogéneo de indicadores mensuales provenientes de distintas fuentes, se agregan al mismo nivel de las actividades económicas y componentes del PIB de las cuentas nacionales, por medio de un proceso de encadenamiento de bases móviles, con el que se obtiene el IMAE total.

PRINCIPALES ASPECTOS METODOLÓGICOS

El cálculo del IMAE permite inferir la evolución de la actividad económica únicamente por el origen de la producción, por lo que la estimación mensual de las actividades económicas se realiza mediante el uso de indicadores, en los que se asume que el Valor Agregado (VA) mensual de una determinada actividad económica X (VAX), evoluciona de igual forma que el Valor Bruto de la Producción ($VBPx$) en el corto plazo, bajo el supuesto que se mantiene una productividad constante dada por el coeficiente técnico α , ($Consumo\ Intermedio\ CIx / VBPx$). Este indicador de producción evoluciona de acuerdo a un conjunto de indicadores relacionados con la actividad X, más un error de estimación derivado de factores como: representatividad del indicador, cobertura de los datos, momento de registro, cambios en productividad, errores de registro, entre otros.

Se espera, además, que el error acumulado del indicador estimado se reduzca con la suma de los errores en distintos sentidos cuando se realiza la agregación de actividades económicas, por lo que es necesario que los indicadores tengan una alta correlación con el VBP. De esta manera, las series del IMAE se consideran más robustas que cualquier estimación de un sector en particular.

Debido a que el objetivo del IMAE es proporcionar una perspectiva cercana al comportamiento del PIB desde el enfoque de la producción, su estimación se origina con la extrapolación del valor agregado a precios constantes, de todas las actividades económicas que integran el PIB, en su nivel más detallado, mediante la utilización de diversos indicadores sectoriales y estimaciones complementarias para aquellas actividades que carecen de información mensual confiable y oportuna.

Dadas las características de las distintas actividades económicas y la heterogeneidad de información estadística utilizada para conformar los indicadores del IMAE, éstos se clasificaron en tres grupos.

En el primer grupo (A), se contemplan aquellos que provienen de datos de volumen de producción bruta, de ingresos totales nominales de una muestra representativa de empresas, de metodologías similares a las utilizadas en las CNT y de registros administrativos confiables. En el segundo grupo (B), se catalogaron aquellos que se originan de cifras de comercio exterior o de alguna otra estimación de demanda final. En el tercer grupo (C) se incluyeron, por un lado, aquellos que representan actividades económicas que no tienen indicadores propios, pero se comportan de manera similar a la evolución de otras actividades y, por el otro, indicadores de actividades económicas de las cuales no se dispone de información alguna pero que evolucionan según procesos estocásticos o proyecciones mecánicas.

Los componentes del IMAE que sustentan las estimaciones en indicadores tipo A, representan 78.8% del PIB; los componentes del IMAE con indicadores tipo B, representan 13.8% del PIB; y los indicadores tipo C, tienen un peso relativo de 7.4% del PIB.

Dado que los indicadores básicos seleccionados para cada componente del PIB (tipo A, B o C), se compilan inicialmente bajo diferentes unidades de medida (kilos, litros, quintales, metros cuadrados, valores deflactados, factores estacionales, etcétera), se procedió a homogeneizar y ponderar el comportamiento de cada uno de los indicadores básicos, mediante su armonización o *benchmarking* a los niveles (valores) de las series del PIB trimestral. El proceso de armonización o *benchmarking* es una técnica que permite aportar consistencia a la evolución de las series del IMAE con las del PIB trimestral, al combinar las series de datos de alta frecuencia (indicadores básicos mensuales seleccionados) con las series de datos de menor frecuencia (cifras trimestrales), con el objeto de que la sumatoria de las nuevas series mensuales del IMAE sean iguales que sus correspondientes series trimestrales. El propósito de este procedimiento es preservar al máximo los movimientos de los indicadores básicos utilizados en el IMAE, respetando la restricción de las cifras trimestrales del PIB. La técnica de desagregación temporal utilizada para armonizar el IMAE es el método proporcional de Denton, el cual minimiza las diferencias absolutas en los ajustes relativos de los datos mensuales, bajo la restricción de que la suma de los agregados mensuales sea igual a los datos trimestrales correspondientes. Cabe indicar que este método es el mismo que se utiliza en las cuentas nacionales trimestrales (ver capítulo VI, *Benchmarking*, del Manual de Cuentas Nacionales Trimestrales).

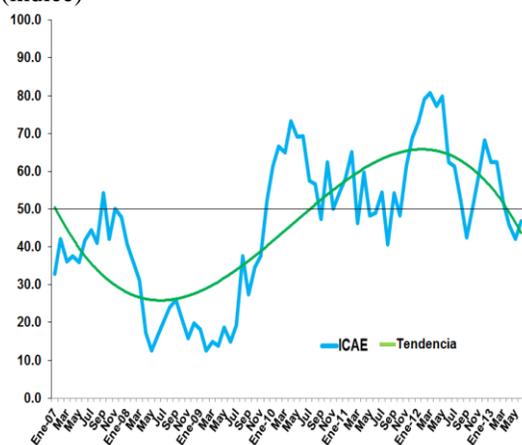
En congruencia con las prácticas implementadas en la compilación de las cuentas nacionales anuales y trimestrales, la compilación del IMAE contempló también la valoración de los índices como medidas encadenadas de volumen, con el objeto de mantener actualizada la estructura de precios relativos. Para el efecto, a partir de los indicadores básicos armonizados con sus respectivas referencias trimestrales encadenadas, se construyeron índices base 2001, los cuales se agregaron por medio de sus respectivas ponderaciones en el año inmediato anterior, dando por resultado índices ponderados de base móvil.

Como complemento de los resultados obtenidos de las series originales del IMAE, el proceso de descomposición de sus series temporales permitió obtener las series desestacionalizadas y de tendencia-ciclo, las cuales facilitan la comprensión de la evolución de la economía.

Fuente: Departamento de Estadísticas Macroeconómicas, Banco de Guatemala.

Gráfica 16

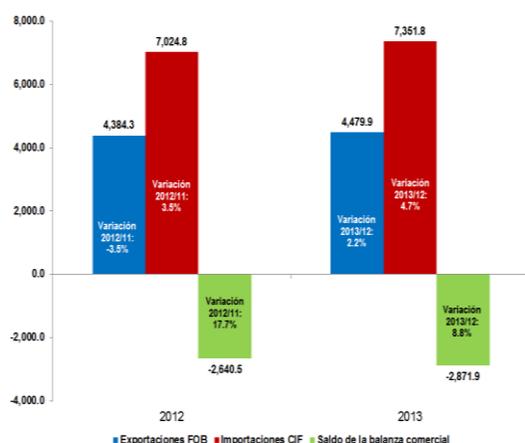
Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE) (1)
(índice)



(1) Con información a junio de 2013.
Fuente: Banco de Guatemala y Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados.

Gráfica 17

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 y/o importación.

Con respecto al Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE) a junio de 2013, éste se ubicó en 46.88 puntos, menor al observado el mismo mes del año anterior (62.50 puntos). Los analistas encuestados esperan una moderación en el ritmo de la actividad económica para los próximos seis meses (ver gráfica 16).

B. COMERCIO EXTERIOR

A mayo de 2013, el comercio exterior registró una recuperación moderada, respecto del mismo período de 2012. En efecto, el valor de las exportaciones de bienes FOB registró una variación de 2.2%, mientras que el valor de las importaciones de bienes CIF aumentó 4.7%. La balanza comercial registró un déficit de US\$2,871.9 millones, mayor en US\$231.4 millones (8.8%) al observado en el mismo período de 2012 (US\$2,640.5 millones).

En el desempeño de las exportaciones destaca el incremento en el volumen (26.7%) que contrarrestó la disminución en el precio medio de exportación (-19.4%). Entre los principales productos de exportación que registran alzas en el valor destacan, en su orden, azúcar, artículos de vestuario y banano, mientras que entre los que registran bajas destacan el café y las piedras y metales preciosos y semipreciosos.

El valor de las exportaciones de azúcar registró un aumento de 28.4%, resultado del mayor volumen (37.0%); aunque dicho aumento fue compensado, parcialmente, por la caída en el precio medio por quintal, que pasó de US\$23.72 a US\$22.23 (-6.3%). Según la Organización Internacional del Azúcar, el comportamiento del precio internacional del edulcorante respondió a una mayor oferta a nivel mundial, ante las condiciones climáticas favorables en Brasil, principal productor en el mundo.

En cuanto al valor de las exportaciones de artículos de vestuario, éste evidenció un incremento de 12.6%, asociado al aumento tanto del volumen como del precio medio (5.2% y 7.1%, respectivamente), lo cual responde a la mayor demanda, principalmente, de los Estados Unidos de América.

El valor exportado de banano registró un incremento de 15.9%, explicado por un aumento en el volumen de 10.8% y un incremento en el precio medio de 4.6%. El incremento en el precio

medio se explica por una reducción de las exportaciones de Ecuador, dado que, según la Asociación de Exportadores de Banano de ese país, los mayores costos de producción para los agricultores locales han disminuido la productividad respecto de los demás países productores de la región, particularmente los países de Centroamérica y Colombia.

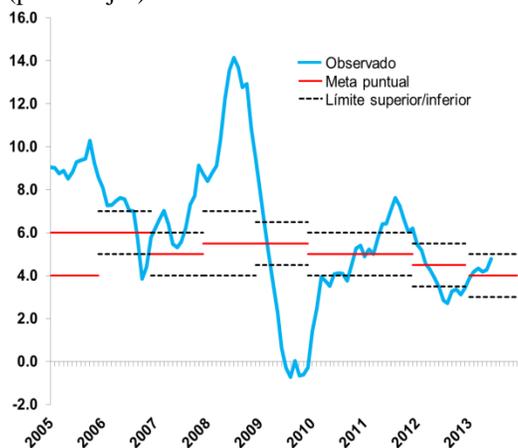
Por su parte, las exportaciones de café disminuyeron 25.9%, como consecuencia de la reducción en el precio medio (-27.7%), mientras que el volumen aumentó (2.5%). La reducción en el precio medio, según la Organización Internacional del Café, se debe a la abundante producción en Brasil, principal productor del grano, y a la menor demanda por parte de Europa, principal región consumidora.

En cuanto a las ventas al exterior de piedras y metales preciosos y semipreciosos, éstas registraron una disminución de 15.9%, derivado de la menor extracción de minerales metálicos, particularmente de oro y plata ante la disminución en el precio internacional.

En cuanto a la demanda por bienes del exterior, ésta continuó mostrando un ritmo de recuperación, luego del moderado crecimiento observado en 2012. El crecimiento de las importaciones a mayo (4.7%), estuvo determinado, principalmente, por el incremento de 4.5% en el volumen (el precio medio de las importaciones creció 0.1%). En dicho resultado, incidieron, en mayor medida, el aumento en las importaciones de Bienes de Capital por 11.5%; de Materias Primas y Productos Intermedios por 6.2% y de Bienes de Consumo por 3.0%; mientras que las importaciones de Materiales de Construcción registraron una disminución de 5.3%.

Gráfica 18

Ritmo Inflacionario (1)
(porcentajes)



(1) Variación del índice del mes en examen con respecto al mismo mes del año anterior, con información a junio de 2013. Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

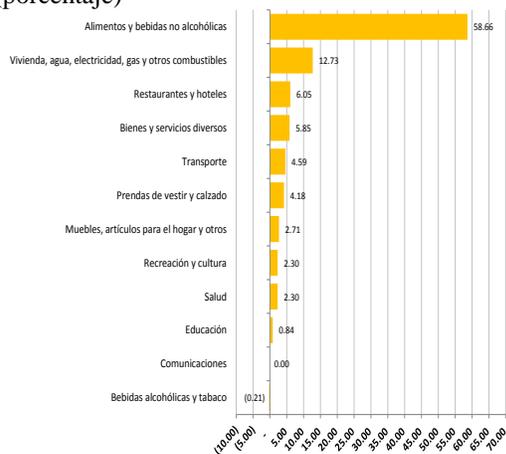
C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

1. Evolución reciente de la inflación

La variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) a junio de 2013 se situó en 4.79%, valor que se encuentra dentro del margen de la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual). La tendencia de la inflación se atribuye a factores de naturaleza interna entre los que destacan el comportamiento de la división de alimentos y bebidas no alcohólicas; aunado a la reversión de algunos factores temporales que incidieron a

Gráfica 19

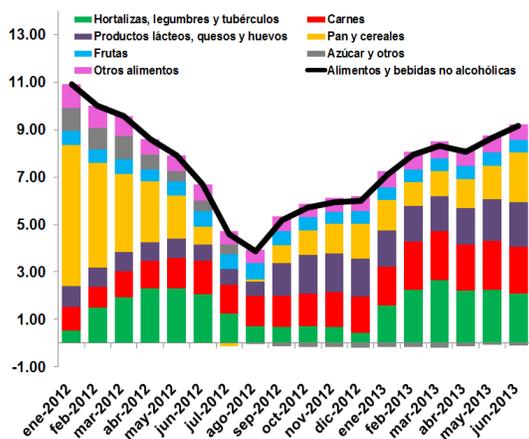
Impacto por División de Gasto en el Ritmo Inflacionario Total (1)
(porcentaje)



(1) Con información a junio de 2013.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Gráfica 20

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



(1) Variación interanual e impactos por grupo de gasto, con información a junio de 2013.
Fuente: Cálculos propios con información del Instituto Nacional de Estadística.

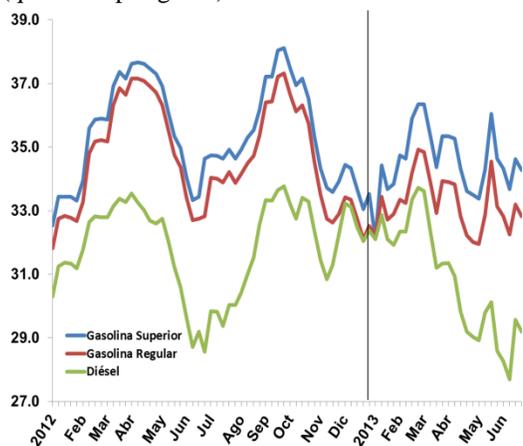
la baja en la inflación durante 2012. Si bien la inflación a finales de 2013 podría ubicarse dentro de la meta, existe cierta probabilidad de estar por encima del límite superior de la misma. Además, persisten algunos riesgos al alza, derivado del incremento de algunos precios del rubro de alimentos, que podrían contaminar las expectativas de inflación. En ese contexto, la autoridad monetaria está presta para adoptar las medidas de política monetaria que sean necesarias para propiciar que la inflación observada se ubique dentro del rango meta.

En el comportamiento de la inflación por división de gasto, la evolución de las divisiones de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas*; *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*; *Restaurantes y hoteles*; y *Bienes y servicios diversos*; en conjunto, explican el 83.3% de la inflación total observada en junio. La división de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas* registró, en promedio, el mayor impacto al alza en el ritmo inflacionario, siendo ésta la división de gasto que ha registrado las mayores tasas interanuales de crecimiento durante el año (por encima del 8.0%). A junio la variación interanual de la referida división de gasto fue de 9.16%, explicando el 58.66% de la inflación total. Los principales grupos de gasto que incidieron en dicho comportamiento fueron: las Hortalizas, legumbres y tubérculos; el Pan y los cereales; las Carnes; los Productos lácteos, quesos y huevos; y las Frutas. En el caso de las Hortalizas, legumbres y tubérculos, este grupo de gasto fue afectado por el incremento en el precio medio del guisquil, la papa, la cebolla y el tomate, derivado de una reducción en su producción, la cual se explica tanto por factores estacionales como climáticos, así como por el incremento en la demanda externa que presionó el precio al alza, según información del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA).

En lo que respecta al grupo de gasto Carnes, los problemas en la oferta de carne de res en el mercado interno y el hecho de que la demanda aún no se haya reducido, continuaron presionando el precio al alza durante abril y mayo, aunque en menor medida respecto del primer trimestre. Sin embargo, actualmente registran las mayores

Gráfica 21

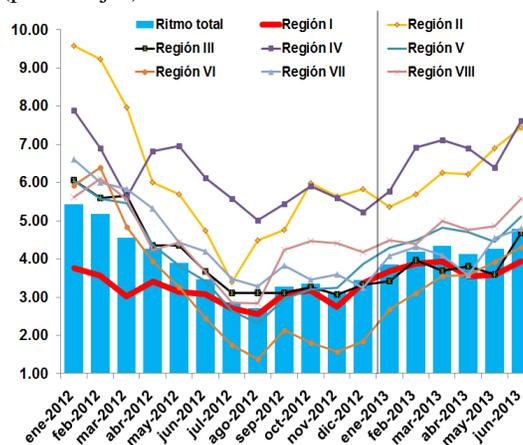
Precios de los Combustibles en el Área Metropolitana de Guatemala (1)
(quetzales por galón)



(1) Con información a junio de 2013.
Fuente: Ministerio de Energía y Minas.

Gráfica 22

Ritmo Inflacionario Total y por Regiones (1)
(porcentajes)



(1) Con información a junio de 2013.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

tasas de variación interanual desde 2002¹⁶. Según el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA), existe una reducción en la oferta de carne, derivado del trasiego de ganado en pie de Guatemala hacia México, ante los mejores precios en ese país.

Con relación al aumento en el precio de la Carne de pollo, los problemas de gripe aviar en México provocaron que parte de la cría de pollos se vendiera a dicho país, lo cual ejerció una fuerte presión al alza en su precio, especialmente en mayo.

Respecto a los Productos lácteos, quesos y huevos, el incremento observado se atribuye, principalmente, al alza registrada en el precio medio de los huevos que dio inicio en septiembre de 2012 y se agudizó en mayo y en junio de 2013, la cual también se asocia al aumento en la demanda por parte de México ante el brote de gripe aviar, provocando que en febrero de este año se sacrificaran alrededor de 22 millones de aves de corral infectadas o en riesgo de infectarse. Vale mencionar que México es el principal consumidor de huevo en el mundo, según el Instituto Nacional Avícola de México (INA), aproximadamente 20.3 kilos por persona.

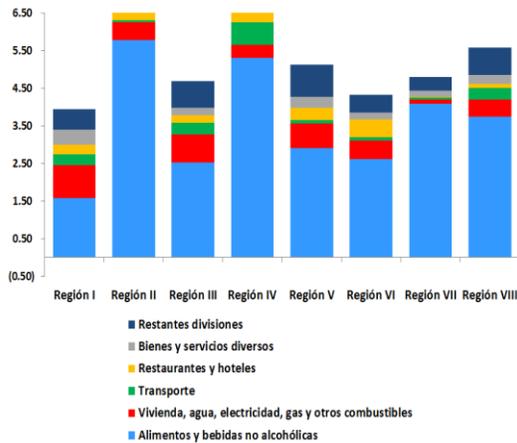
El grupo de gasto Pan y cereales tuvo una incidencia importante a partir de marzo, como resultado de los incrementos observados en el pan y, en menor medida, de los productos de tortillería. En el caso del pan el aumento obedece a las alzas observadas en el precio internacional del trigo durante 2012, que a pesar de haberse estabilizado durante 2013, aún permanece en niveles altos; mientras que los productos de tortillería, no obstante que sus precios han sido más estables, responden al incremento en el precio del Gas propano y del Maíz blanco.

La división de gasto *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles* registró una variación interanual de 5.01% y explicó el 12.73% de la inflación total en junio de 2013. El comportamiento de esta división de gasto está asociado, principalmente, a la evolución de los precios del Servicio de electricidad y Gas propano. En el caso del Servicio de electricidad, el alza obedece a ajustes en el pliego tarifario, así como a la reducción en diciembre de 2012 y en junio de

¹⁶ Desde finales de 2011, los problemas de oferta de ganado en México provocaron que el precio de la carne en ese país observara un alza importante, situación que afectó al mercado guatemalteco, ya que parte de la producción de ganado se vendió al país vecino por registrar precios más altos.

Gráfica 23

Impactos por División de Gasto y Región (1)
(puntos porcentuales)



(1) Con información a junio de 2013.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

2013 del subsidio que proporciona el Instituto Nacional de Electrificación (INDE). Vale subrayar que, según el Instituto Nacional de Estadística (INE), algunas municipalidades del interior del país aumentaron la tasa municipal de alumbrado público en junio. Con relación al aumento del precio del Gas propano, éste se explica, por una parte, por el comportamiento al alza en el precio internacional del gas natural y, por la otra, por el incremento observado en el precio medio del cilindro de gas propano de 25 libras (registrado desde noviembre de 2012), luego que el año anterior registrará disminuciones en su precio medio como resultado del posicionamiento de mercado por parte de las principales distribuidoras de gas en el país.

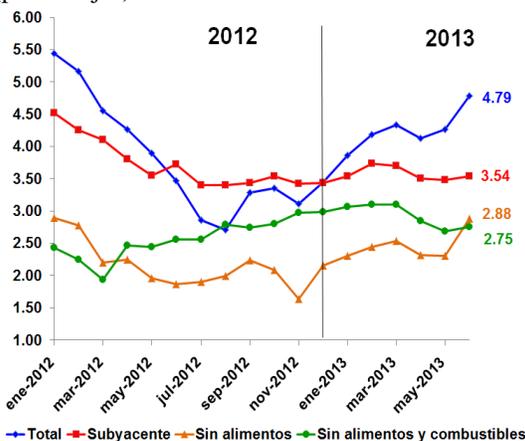
La división de gasto *Restaurantes y hoteles*, observó a junio una tasa de variación interanual de 3.15% y explicó alrededor de 6.05% de la inflación total. Dicha división de gasto ha sido influenciada durante 2013 por el incremento en el precio medio del Almuerzo consumido fuera del hogar; las Otras comidas consumidas fuera del hogar; y el Desayuno consumido fuera del hogar, los cuales fueron afectados por alzas en los precios de varios rubros de los alimentos y el gas propano.

Con relación a la división de gasto *Bienes y servicios diversos*, ésta presentó a junio un ritmo de 4.04%, y explicó 5.85% de la inflación total, como resultado del incremento en los gastos básicos champú, jabón, desodorantes y antitranspirantes, pastas dentales y papel higiénico, entre otros¹⁷.

Por otra parte, la división de gasto de *Transporte* observó a junio una tasa de variación de 2.14%, explicando 4.59% de la inflación total, resultado atribuido principalmente al incremento en los precios medios de las gasolinias y el diésel, lo cual es congruente con el comportamiento del precio internacional del petróleo (su principal materia prima).

Gráfica 24

Ritmo Inflacionario (1)
(porcentajes)

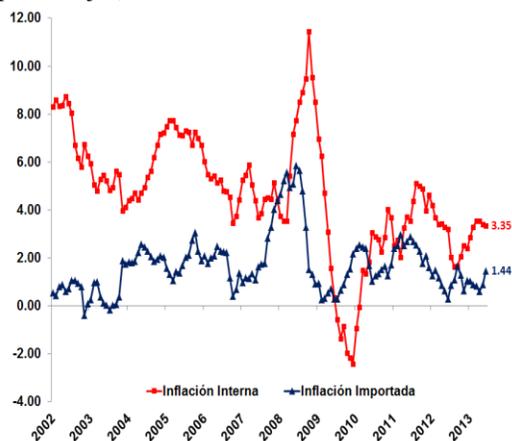


(1) Con información a junio de 2013.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

¹⁷ Históricamente, esta división de gasto no había tenido una incidencia significativa en el comportamiento del ritmo inflacionario total; sin embargo, a junio, la evolución en conjunto de los gastos básicos antes mencionados hicieron que ésta fuera relevante.

Gráfica 25

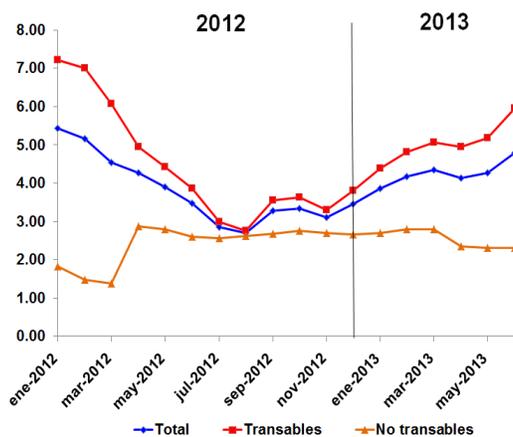
Composición del Ritmo Inflacionario (1)
(porcentajes)



(1) Variación interanual, con información a junio de 2013.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

Gráfica 26

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



(1) Variación interanual, con información a junio de 2013.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

En cuanto al comportamiento de la inflación en las distintas regiones del país¹⁸, a junio, se observa un alza en todas las regiones (destacando las regiones II y IV, que presentan las mayores tasas de variación interanual), en donde cuatro regiones muestran variaciones superiores al ritmo inflacionario total registrado a junio. Dicho comportamiento es explicado, principalmente, por el mayor impacto que registraron las divisiones de gasto de *Alimentos y bebidas no alcohólicas; Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles; y Transporte* (gráficas 22 y 23).

Con relación a la inflación subyacente, ésta registró a junio una variación interanual de 3.54%, mostrando un comportamiento estable durante el primer semestre. En cuanto a otras medidas de inflación subyacente, éstas han moderado su tendencia al alza durante el último trimestre, con excepción de la que sólo excluye alimentos (gráfica 24).

En lo que respecta al cálculo de la inflación importada, a junio de 2013, ésta registró un aumento, asociado, principalmente, al incremento del precio de las gasolinas y del diésel y la leve depreciación del tipo de cambio nominal.

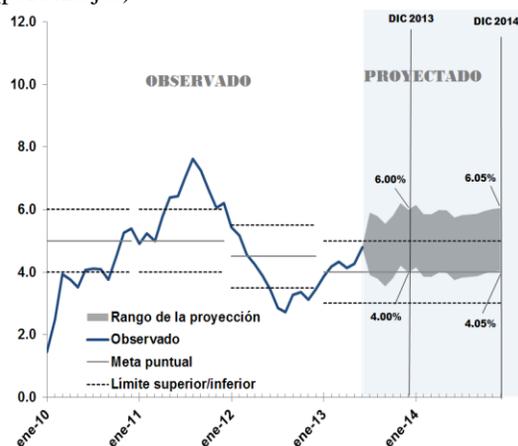
El análisis de la inflación se complementa con el análisis de los bienes y servicios transables y no transables¹⁹, dado que éstos últimos, en teoría, no se ven afectados por choques de oferta externos, por lo que su comportamiento refleja, en alguna medida, las presiones inflacionarias que se generan por el lado de la demanda interna, mientras que los primeros reflejan básicamente los cambios en precios relativos, derivados de los citados choques de oferta. En ese sentido, la inflación de bienes y servicios transables continúa con la tendencia al alza observada desde diciembre del año anterior; mientras que la inflación de bienes no transables ha permanecido relativamente estable desde abril de 2012, con una ligera tendencia a la baja en los dos últimos meses.

¹⁸ 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).

¹⁹ Los bienes y servicios no transables son aquellos que no se importan o exportan. Para el cálculo de la inflación de no transables, de la canasta del Índice de Precios al Consumidor se excluyen 69 bienes y servicios que se consideran como no transables (32.8% del IPC), por lo que el resto de bienes y servicios de dicha canasta se consideran como transables (67.2%).

Gráfica 27

Ritmo Inflacionario Total
(porcentajes)

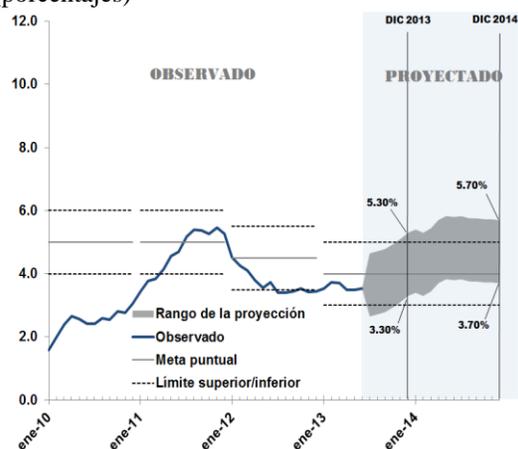


Nota: Información observada a junio de 2013 y proyectada a diciembre de 2014.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

Gráfica 28

Ritmo Inflacionario Subyacente
(porcentajes)



Nota: Información observada a junio de 2013 y proyectada a diciembre de 2014.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

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

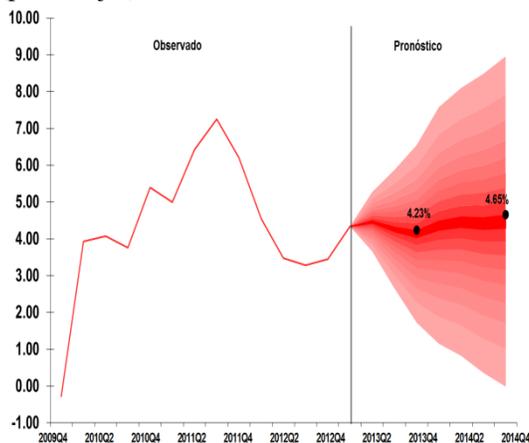
a) Pronósticos de corto plazo

La inflación total observada durante este semestre se ha ubicado dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación, aunque con una tendencia al alza, mientras que la inflación subyacente ha seguido una trayectoria similar, aunque más estable. Los pronósticos de inflación de corto plazo indican que la inflación total podría ubicarse en valores entre 4.00% y 6.00% y entre 4.05% y 6.05%, para diciembre de 2013 y diciembre de 2014, respectivamente; ambos valores por encima de los límites inferior y superior de la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual). Estos pronósticos son pasivos, es decir, no incorporan medidas de política monetaria, lo cual implica que de adoptarse las medidas necesarias, la inflación observada podría converger a su meta de mediano plazo. Por su parte, el pronóstico de la inflación subyacente se situaría en valores entre 3.30% y 5.30% y entre 3.70% y 5.70% para diciembre de 2013 y diciembre de 2014, en su orden; ambos límites (inferior y superior) por encima de los límites inferior y superior de la meta de inflación de mediano plazo.

La trayectoria de la inflación según los pronósticos de corto plazo, obedece a factores tanto externos como internos, que provocarían fluctuaciones temporales en la inflación. Entre los factores externos se contempla un escenario en el que la moderación en el ritmo de crecimiento económico mundial estaría sesgando a la baja los precios de los bienes importados en el mediano plazo. Sin embargo, dicho escenario se vería contrastado por la incidencia de los factores internos siguientes: 1) el precio del pan podría continuar registrando incrementos, dados los niveles de precios de la harina de trigo; 2) el precio de la carne de res continuaría registrando incrementos, aunque en menor magnitud a los observados a principios de año; 3) el precio de la carne de pollo continuaría al alza; 4) incremento en el precio de los combustibles, ante el inicio de la temporada de mayor demanda internacional de combustible; y 5) se anticipan ligeros incrementos en las tarifas de electricidad para el resto del año. Por su parte, los pronósticos para 2014 responden, principalmente, a la evolución al alza del precio del petróleo y sus

Gráfica 29

Pronóstico de la Inflación Interanual (1)
(porcentajes)

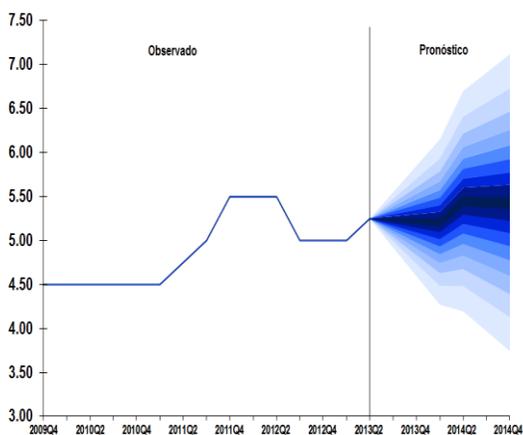


(1) Con información observada a junio de 2013 y pronosticada a diciembre de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 30

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



(1) Con información observada a junio de 2013 y pronosticada a diciembre de 2014.

Fuente: Banco de Guatemala.

derivados, el cual podría ser contrarrestado en parte por una moderación en el ritmo de crecimiento de la economía mundial, así como de los principales socios comerciales de Guatemala.

El pronóstico de inflación subyacente continúa previendo que se registren leves alzas. Por el lado de los factores externos, las presiones inflacionarias provenientes de choques de oferta de las principales materias primas se mantendrían contenidas.

b) Pronósticos de mediano plazo

Los pronósticos de mediano plazo son generados por el Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS); en el escenario base, supone medidas futuras de política monetaria y refleja los eventos que se consideran con mayor probabilidad de ocurrencia; no obstante, de materializarse ciertos riesgos externos e internos tendrían un efecto sobre el pronóstico de inflación y, por tanto, sobre las medidas futuras de política monetaria. Dentro de los factores considerados en el pronóstico destacan: el dinamismo de la actividad económica interna, la corrección de algunos choques desinflacionarios observados en 2012, la disminución en los pronósticos de inflación de los principales socios comerciales (primordialmente los Estados Unidos de América); el anclaje de las expectativas de inflación para finales de 2013 y 2014; y el último ajuste a la tasa líder de política monetaria adoptada en abril pasado.

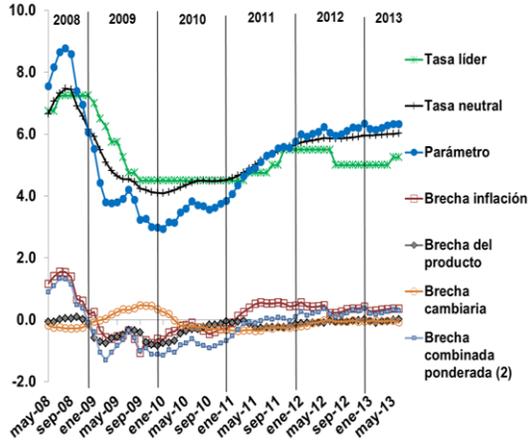
El pronóstico de inflación es de 4.23% y 4.65% para diciembre de 2013 y de 2014, respectivamente; condicionado a que se cumple la trayectoria de la tasa de interés de política monetaria, consistente con el propósito de que la inflación converja hacia la meta de inflación de mediano plazo (4.0 % +/- 1 punto porcentual) y las expectativas de inflación se anclen alrededor de dicha meta. Ello significa mantener una política monetaria activa.

De manera complementaria, el análisis de la tasa de interés parámetro²⁰ durante el primer semestre sugirió una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva, como resultado de posibles presiones inflacionarias provenientes de una brecha del

²⁰ Es un indicador basado en la Regla de Taylor que incorpora ajustes sobre una tasa de interés base (o neutral) en función de la brecha de inflación, de la brecha del producto, así como de un ajuste por tipo de cambio nominal; su resultado indica los niveles de tasas de interés de corto plazo que deberían privar para ser compatibles con la meta de inflación.

Gráfica 31

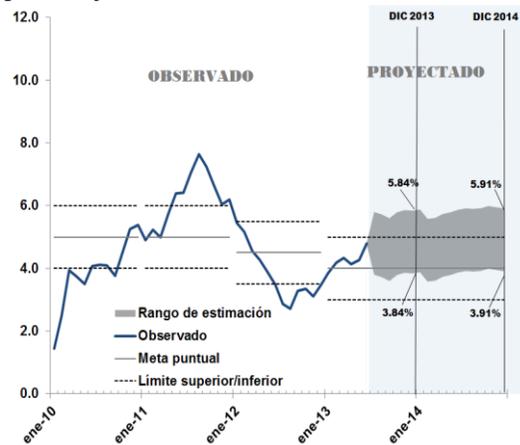
Tasas de Interés Líder, Neutral, Parámetro y Brechas (1)
(porcentajes)



(1) Con información observada a junio de 2013.
(2) Se refiere a las brechas de inflación, del producto y del tipo de cambio.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 32

Expectativas de Inflación (1)
(porcentajes)



(1) Tomadas de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE) de junio de 2013.
Fuente: Banco de Guatemala.

producto que comienza a ser positiva, que es compensada parcialmente por la brecha negativa del tipo de cambio nominal (gráfica 31).

c) Expectativas de Inflación

Los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados, realizadas durante el primer semestre, reflejan que sus expectativas de inflación de corto y mediano plazos se sitúan dentro de los respectivos límites del margen de tolerancia de la meta, aunque cerca del límite superior. El Panel proyecta un ritmo inflacionario entre 3.84% y 5.84% para diciembre de 2013 y entre 3.91% y 5.91% para diciembre de 2014; en ambos casos, los límites inferior y superior se ubican por arriba de los límites equivalentes de la meta de inflación (gráfica 32). Las expectativas se han mantenido relativamente ancladas respecto de la meta; siendo el comportamiento de los precios del petróleo y sus derivados, el desempeño de la política fiscal y la evolución de los precios de las materias primas, los principales factores que sustentan dichas percepciones.

RECUADRO 5
¿LAS METAS DE INFLACIÓN CUMPLEN LOS OBJETIVOS?
LA EXPERIENCIA RECIENTE DE AMÉRICA LATINA

El esquema de metas explícitas de inflación (EMEI) ha tenido resultados positivos en los países que lo han implementado durante las dos últimas décadas; sin embargo, el EMEI tradicional ha venido transformándose a partir de la crisis financiera internacional 2008-2009, dado que dichos cambios han sido deseables y, quizás, inevitables. De hecho, la experiencia reciente de varios países avanzados y economías emergentes, lo sugiere. Ciertamente, desde la reacción a la reciente crisis financiera se ha evidenciado repetidas y grandes desviaciones del esquema tradicional; las intervenciones del mercado cambiario han sido duraderas y generalizadas; en muchos casos, el tipo de cambio real se ha convertido en un objetivo de política, aunque rara vez explícito; el uso de una serie de instrumentos de política no convencionales tales como las exigencias de reservas y ocasionalmente impuestos o restricciones a los movimientos de los flujos de capital. En términos generales, estas desviaciones del EMEI tradicional fueron efectivas, ya que los países de la región con dicho esquema soportaron la crisis económica y financiera global de 2008-2009. No obstante, quedan muchas interrogantes sobre la pertinencia de las políticas monetarias no convencionales en América Latina.

En este contexto, la reciente experiencia de los países de América Latina con el EMEI indica que los bancos centrales han utilizado una amplia variedad de instrumentos para cumplir con su objetivo. La implementación de la política monetaria no convencional en algunos de estos países, ocurrió en períodos en que la tasa de interés de política monetaria podía ser utilizada de manera convencional. Además, este período se caracterizó por un rápido aumento de la inflación asociada con los altos precios internacionales del petróleo y de los alimentos y por una significativa apreciación del tipo de cambio nominal. Las respuestas de política monetaria que se observaron en este período fueron, entre otras, las siguientes:

- Incrementos de la tasa de interés de política monetaria.
- Programas de acumulación de reservas internacionales.
- Participaciones en el mercado cambiario.
- Impuestos a las compras de instrumentos de renta fija.

El aumento simultáneo de la tasa de inflación y la apreciación del tipo de cambio nominal creó cierta tensión durante dicho período. A pesar del rápido aumento de la inflación, los bancos centrales se mostraron renuentes a dejar que el tipo de cambio nominal se apreciara, lo cual hubiera ayudado a reducir las presiones inflacionarias. Ello significó una pérdida de credibilidad, ya que las expectativas inflacionarias aumentaron por encima de la meta de inflación del horizonte relevante de política monetaria. La quiebra de *Lehman Brothers* fue el punto de partida, para un período sin precedentes donde la política monetaria intervino en la economía de una manera muy activa. Una de las primeras respuestas de política monetaria en la región se orientó a medidas para reducir las tensiones financieras, destacando:

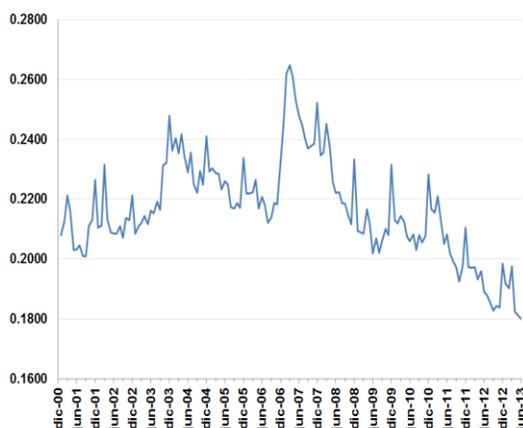
- Provisión de liquidez en moneda extranjera incluyendo inyecciones de liquidez, *swaps* de divisas y eliminación de los controles sobre las entradas de capitales a corto plazo.
- Reducción de los encajes.
- Aumento de los vencimientos en las operaciones de descuento (bancario).
- Ampliación de la garantía aceptable para las operaciones del Banco Central.

De hecho, la respuesta de la política monetaria ante la quiebra de *Lehman Brothers* no fue la reducción de las tasas de interés de política monetaria. La mayoría iniciaron un proceso de recortes de dichas tasas hasta principios de 2009. En algunos casos, este proceso se complementó con ciertas medidas de política no convencionales, tales como, el anuncio explícito sobre la trayectoria de la tasa de política monetaria en el futuro y las facilidades especiales de crédito en el sistema bancario. Evidentemente, el impacto de la crisis de 2008-2009 en la actividad económica y la inflación fue muy significativo, provocando que muchos de estos países registraran contracción en la demanda agregada y caída brusca de la inflación, pero fue claramente menos persistente y perjudicial para la región comparada con crisis anteriores. En ese sentido, son varios factores por los que las consecuencias no fueron tan negativas, entre ellos se puede mencionar: la salud del sistema financiero; la provisión de liquidez; altos niveles de reservas internacionales; bajos niveles de deuda de corto plazo; y, particularmente, el hecho que los bancos centrales disponían de un amplio espacio para poner en práctica medidas no convencionales. En síntesis, la experiencia de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay indican que se desviaron del marco normativo, aunque de diferentes maneras y con diferentes instrumentos, con resultados positivos.

Fuente: "Is Inflation Targeting Still on Target? The Recent Experience of Latin America" Serie de Documentos de Trabajos No. IDB-WP-384. Departamento de Investigación. Banco Interamericano de Desarrollo. Marzo de 2013.

Gráfica 33

Coefficiente de Preferencia de Liquidez (1) (2)



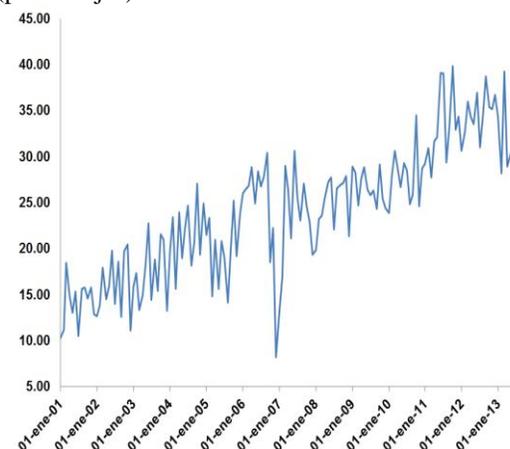
(1) Corresponde a la razón del numerario en circulación y los depósitos totales y representa la cantidad de billetes y monedas que el público desea mantener en su poder por cada unidad de depósitos en el sistema bancario.

(2) Con información al 27 de junio de 2013.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 34

Efectivo en Cajeros Automáticos (1) (2)
(porcentajes)



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

(2) Con información al 27 de junio de 2013.

Fuente: Banco de Guatemala.

3. Variables informativas de la política monetaria

a) Agregados monetarios y de crédito

En el primer semestre los principales agregados monetarios y de crédito evidenciaron un comportamiento congruente con las previsiones de actividad económica y de inflación.

i) Emisión monetaria

El comportamiento de la emisión monetaria ha sido congruente con su estacionalidad y consistente con el crecimiento económico e inflación y se explica, por el lado de la demanda, por la disminución del coeficiente de preferencia de liquidez por parte del público, el cual mantiene una tendencia a la baja (gráfica 33) que, en buena medida, responde a las innovaciones financieras del sistema financiero nacional (transacciones con instrumentos diferentes al dinero en efectivo, cajeros automáticos y tarjetas de crédito). Por tanto, cabe esperar que en la medida que se siga profundizando la utilización de medios de pago electrónicos, la demanda de efectivo por parte del público continúe reduciéndose.

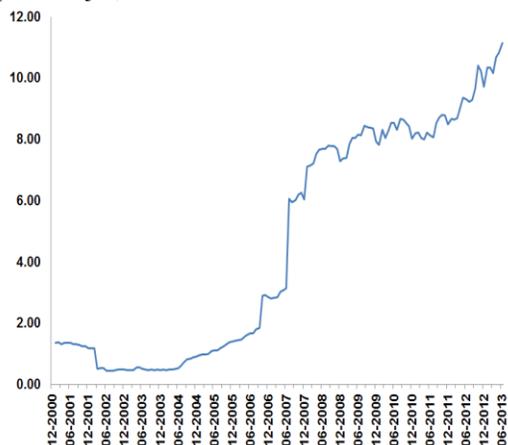
En ese contexto, se observan cambios relevantes en la proporción de billetes mantenidos en los cajeros automáticos respecto de la caja de bancos (efectivo mantenido en bóvedas) que, a principios de 2001, ascendía a 10.3%; mientras que para junio de este año se sitúa en 31.1% (gráfica 34). Asimismo, la proporción de la caja de bancos respecto del total de la emisión monetaria, representó 18.1% a junio; mientras que a principios de 2001 era 10.6%. Por otra parte, al analizar el comportamiento del crédito concedido mediante tarjetas de crédito y al compararlo con el total de medio circulante se observa que, desde enero de 2001 hasta el último trimestre de 2006, representaba, en promedio, menos de 1.0% mientras que, a junio de este año, se ubica en 11.2% (gráfica 35).

En cuanto a los factores relacionados con la oferta (ver gráfica 36), destaca la variación acumulada de la emisión monetaria que a junio se explica por el efecto desmonetizante del incremento de los depósitos del Gobierno Central²¹ en el Banco de Guatemala, por el incremento de los depósitos de bancos y

²¹ Parte del incremento en los depósitos del Gobierno Central se explica por la colocación de Bonos del Tesoro en el exterior (Eurobono) por US\$700.0 millones realizada en febrero de 2013 (equivalente a aproximadamente Q5,500.0 millones).

Gráfica 35

Tarjetas de crédito (1) (2)
(porcentajes)



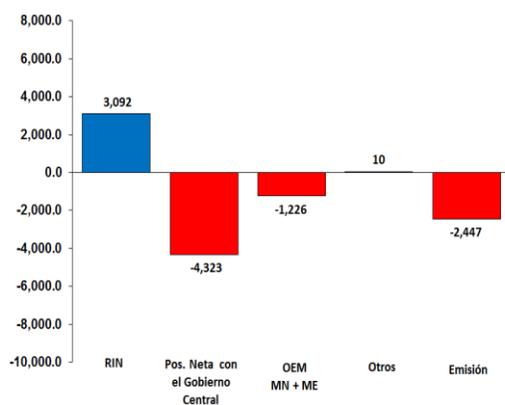
(1) Proporción de los préstamos concedidos por medio de tarjeta de crédito respecto del medio circulante.

(2) Con información al 27 de junio.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 36

Factores Monetizantes y Desmonetizantes (1)
(en millones de quetzales)



(1) Variación acumulada al 27 de junio de 2013.

Fuente: Banco de Guatemala.

financieras y por las operaciones de estabilización monetaria con el sector privado. Vale indicar que el principal factor monetizante que contribuyó a moderar los citados efectos desmonetizantes fueron las Reservas Internacionales Netas (RIN) que se explica, principalmente, por el ingreso por US\$700.0 millones correspondiente a la colocación del Eurobono.

Se prevé que la emisión monetaria se ubique en un rango entre 7.0% y 9.0% para diciembre de 2013 y entre 6.8% y 8.8% para diciembre de 2014 (gráfica 37).

ii) Medios de pago

Los medios de pago continuaron con la tendencia al alza iniciada en agosto de 2012, asociada, en primer lugar, a la dinámica de las captaciones en moneda extranjera (gráfica 38) ubicándose en 12.1%. Cabe destacar que el comportamiento del multiplicador de los medios de pago en los últimos años ha sido ascendente, razón por la cual el crecimiento de las captaciones ha sido mayor que el del numerario en circulación, evidenciando un proceso más dinámico de creación secundaria de dinero, lo cual denotaría confianza de los agentes económicos en el sistema bancario nacional²².

La proyección econométrica, para finales de 2013 y de 2014 apunta a un crecimiento de los medios de pago de entre 8.0% y 10.0% y entre 10.0% y 12.0%, en su orden (gráfica 39).

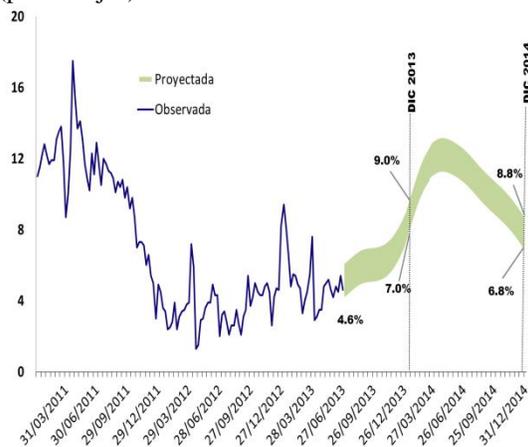
iii) Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado al 27 de junio muestra un crecimiento dinámico de 15.3%, congruente con la evolución de la actividad económica. Dicho crecimiento se encuentra por arriba de la tasa de crecimiento del PIB nominal (8.8%) y del crecimiento de las captaciones bancarias (13.1%), gráfica 41. Se estima que la variación interanual del crédito bancario al sector privado, se ubique entre 15.0% y 17.0% para diciembre de 2013 y entre 15.5% y 17.5% para diciembre de 2014 (gráfica 40).

²² Quienes privilegian contar con activos en forma de depósitos bancarios, en lugar de un activo altamente líquido (dinero en efectivo).

Gráfica 37

Emisión Monetaria (1) (2)
(porcentajes)



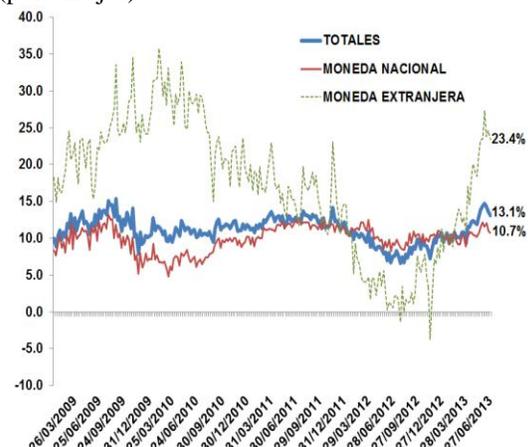
(1) Variación interanual.
(2) Con información observada al 27 de junio de 2013 y pronosticada para diciembre de 2013 y de 2014.
Fuente: Banco de Guatemala.

Por tipo de moneda (gráfica 42), destaca el crecimiento interanual del crédito en moneda extranjera (25.9%) financiado, además de las captaciones bancarias en dicha moneda, con líneas de crédito que el sistema bancario tiene contratadas con el exterior; destinándose alrededor de 29.0% a la Industria manufacturera, 26.0% a Establecimientos financieros y 17.0% a Electricidad, gas y agua. Por su parte, el crédito en moneda nacional aumentó 10.9% al 27 de junio de 2013; explicado, principalmente, por el incremento del crédito al Consumo.

A diferencia de lo ocurrido en el primer trimestre, se ha moderado el crecimiento del crédito empresarial mayor. Sin embargo, con excepción de los créditos hipotecarios, el crédito a los otros tipos de deudor continúa creciendo a tasas de dos dígitos (gráfica 43).

Gráfica 38

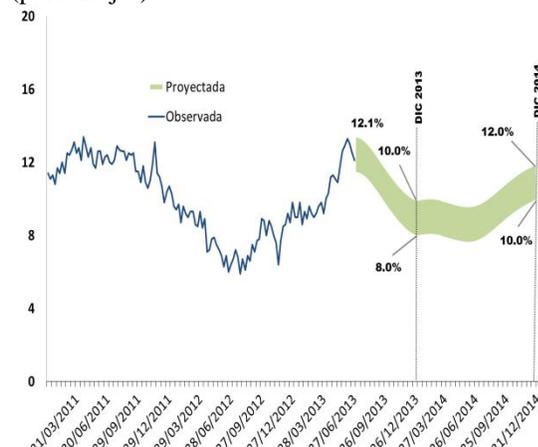
Captaciones Bancarias (1)
(porcentajes)



(1) Variación interanual con información al 27 de junio.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 39

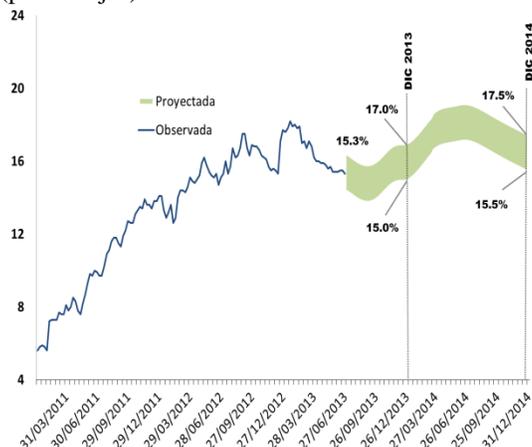
Medios de Pago (1)
(porcentajes)



(1) Variación interanual con información al 27 de junio y pronosticada para diciembre de 2013 y de 2014.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 40

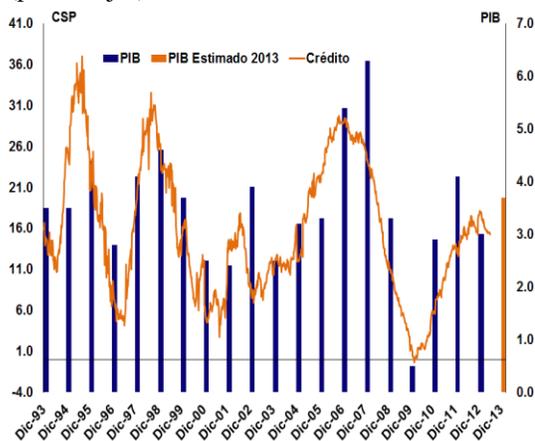
Crédito Bancario al Sector Privado (1)
(porcentajes)



(1) Variación interanual con información al 27 de junio y pronosticada para diciembre de 2013 y de 2014.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 41

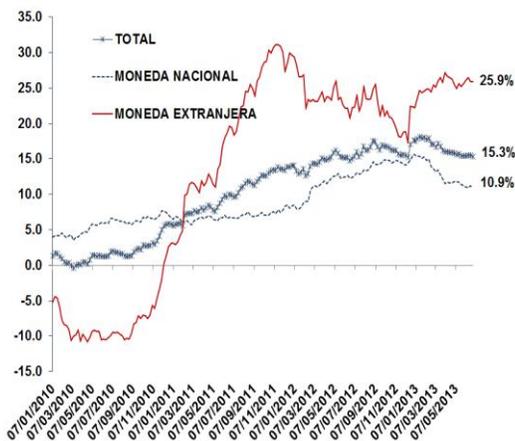
Crédito Bancario al Sector Privado (CSP) y
Producto Interno Bruto (PIB) (1)
(porcentajes)



(1) Variación interanual con información al 27 de junio de 2013.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 42

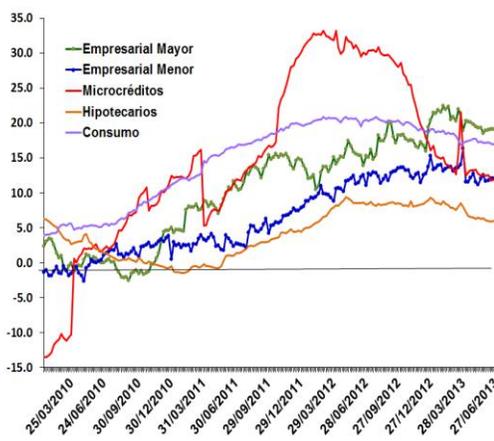
Crédito Bancario al Sector Privado (1)
(porcentajes)



(1) Variación interanual, con información al 27 de junio de 2013.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 43

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



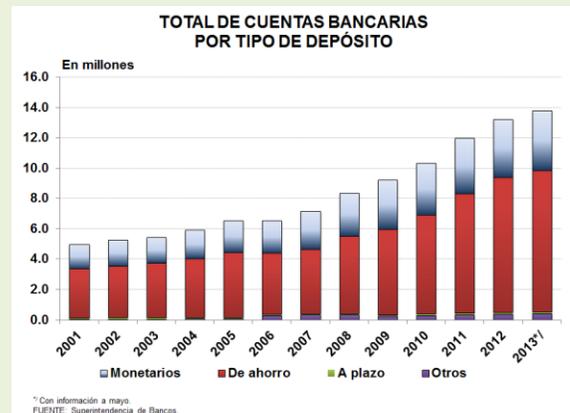
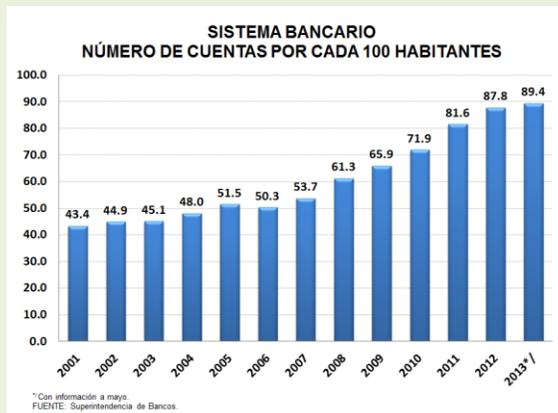
(1) Variación interanual con información al 27 de junio de 2013.
Fuente: Superintendencia de Bancos.

RECUADRO 6 CONSIDERACIONES RELATIVAS A LA BANCARIZACIÓN EN GUATEMALA Y SUS EFECTOS EN LOS AGREGADOS MONETARIOS Y DE CRÉDITO

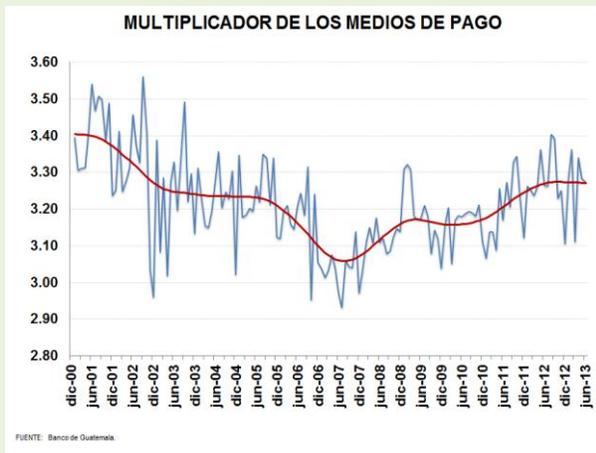
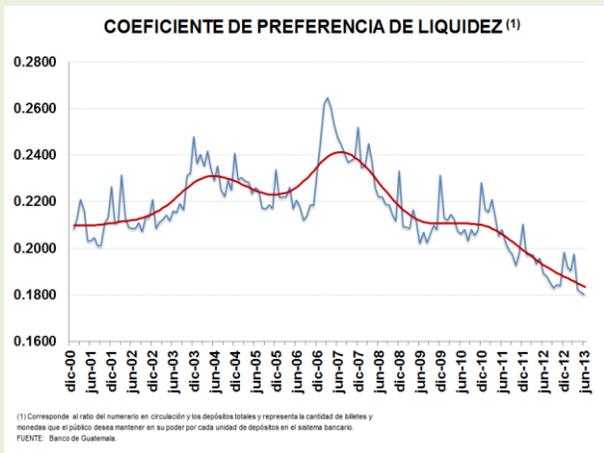
Cuando se aborda el tema de la bancarización de una economía es posible hacerlo desde la perspectiva de los indicadores de acceso o de los indicadores de uso. Los indicadores de acceso se refieren al nivel de penetración de los servicios bancarios en una economía y puede ser analizado, a su vez, desde una perspectiva demográfica, con indicadores relacionados al número de habitantes, o geográfica, con indicadores medidos por kilómetro cuadrado. Por su parte, los indicadores de uso tradicionales se refieren a la profundidad de los depósitos y del crédito respecto del PIB nominal.

Desde una perspectiva histórica, el comportamiento de la bancarización en Guatemala ha experimentado transformaciones importantes en la última década, con especial dinamismo desde 2007, cuando se inicia un cambio estructural en la evolución de la banca que ha tenido repercusiones, como se analizará más adelante, en el comportamiento de los agregados monetarios y de crédito.

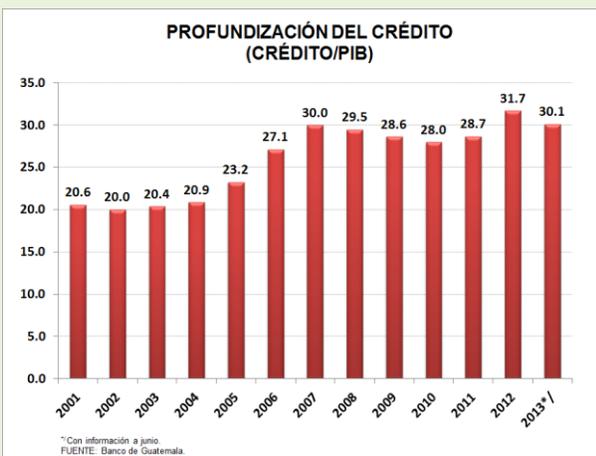
En efecto, al analizar el comportamiento del número de cuentas de depósitos existentes por cada 100 habitantes se observa que en 2001 existían 43.4 cuentas por cada 100 habitantes y a mayo de 2013 existían 89.4, dentro de las cuales los depósitos de ahorro fueron los que registraron una mayor expansión. Asimismo, el número de agencias por cada 100,000 habitantes pasó de 10.7 en 2001 a 21.5 a mayo de 2013, llamando la atención el comportamiento en 2007, año en que ingresó un banco al sistema cuyo segmento de mercado es principalmente el consumo y que otros bancos del sistema existentes iniciaron una agresiva fase de creación de agencias que ayudó a que segmentos de la población que tradicionalmente no habían tenido acceso a servicios bancarios pudieran disponer de ellos y, consecuentemente, hacer uso de los instrumentos financieros ofrecidos para el manejo de sus recursos financieros. Es importante mencionar que este proceso de expansión en el número de agencias fue acompañado de otro fenómeno que multiplica los efectos de la misma, siendo ésta la desconcentración demográfica de las agencias, ya que en el período 2001-2007, en promedio, el 47.1% de las agencias se encontraban en el Departamento de Guatemala, en tanto que en mayo de 2013 el referido indicador se ubicó en 41.3%, con lo cual se facilita el acceso a los servicios bancarios para la población residente en el interior de la República, particularmente, en la región de occidente, ya que es la que registra el mayor incremento en el número de agencias.



En adición a las consideraciones efectuadas en el presente informe de política, relativas al efecto que las innovaciones financieras generan en la demanda de emisión monetaria, el análisis de los cambios experimentados en la bancarización en el país complementa la explicación del comportamiento, particularmente estructural, de algunos indicadores monetarios tales como el coeficiente de preferencia de liquidez por parte del público y el multiplicador de los medios de pago, entre otros. En efecto, como se mencionó, el coeficiente de preferencia de liquidez ha mostrado una tendencia a la baja desde 2007; mientras que, el multiplicador de los medios de pago ha mantenido una pendiente positiva en el mismo período. Lo anterior tiene sentido ya que al facilitar a los agentes económicos el acceso a las agencias bancarias, el costo de transacción para retirar dinero se reduce y, por tanto, la demanda de dinero disminuye. Por el contrario, una mayor bancarización dinamiza el proceso de creación secundaria de dinero dando como resultado un aumento en el multiplicador de los medios de pago.



Por su parte, al analizar los indicadores de profundización financiera, medida por los depósitos bancarios y por el crédito bancario al sector privado (indicadores de uso), permite observar que el efecto de la mayor bancarización sobre los depósitos es menor al efecto observado en el crédito. Lo anterior podría estar indicando que los segmentos de la población que recién accedieron al sistema bancario son deudores netos o, en otras palabras, los montos demandados en crédito superan los depósitos. Lo anterior contribuye a explicar el mayor dinamismo del crédito al consumo respecto de otros destinos, así como del crecimiento de los montos adeudados por consumos con tarjetas de crédito en similar período.



Fuente: Análisis propio con base en datos de la Superintendencia de Bancos.

RECUADRO 7

CRECIMIENTO DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO EN AMÉRICA LATINA: ¿DESARROLLO FINANCIERO O *BOOM* DE CRÉDITO?

El crédito bancario al sector privado en términos reales en América Latina entre 2004 y 2011 creció en promedio 9.0% y durante 2004 y 2007 aumentó 12.4%. En el transcurso de la crisis financiera mundial de 2008-2009, el crecimiento del crédito bancario en América Latina se redujo hasta 2.7%; sin embargo, en contraste con los países emergentes de Europa, el crédito en América Latina se recuperó con fuerza entre 2010 y 2011, alcanzando en términos reales, un crecimiento de 10.2%.

Este rápido crecimiento del crédito puede reflejar una mayor participación del mercado de crédito en América Latina, la cual se ha mantenido en niveles relativamente bajos, con relación a países o regiones con similar ingreso per cápita. En 2004, la mayoría de los países de América Latina mostraron en promedio una razón Crédito/PIB de 31.0%, inferior a la de los países con ingresos per cápita similares, con excepción de Chile y Panamá. A pesar del fuerte crecimiento del crédito durante el período de estudio, con información a 2011 se observa que la profundidad de los mercados de crédito de América Latina continúa siendo relativamente baja ya que, en promedio, la región mostró una razón Crédito/PIB de 38.0%, aunque, países como Brasil, Chile y Panamá mostraron proporciones significativamente superiores a las del promedio de los países con ingresos medios.

Dentro de la amplia gama de ventajas de una mayor profundización financiera se puede mencionar el mejor acceso al crédito, que a su vez tiene el potencial de impulsar el crecimiento económico por medio del fortalecimiento de la acumulación de capital y la productividad total de los factores. Vale indicar que la acumulación de capital se promueve en mercados de crédito más profundos, los cuales movilizan el ahorro y distribuyen el riesgo, fomentando la buena disposición para llevar a cabo proyectos de inversión. Asimismo, mercados de crédito más profundos también pueden impulsar la innovación tecnológica mediante la identificación, selección y financiamiento de nuevos proyectos. La existencia de estos mecanismos encuentra apoyo en la literatura y evidencia empírica, que tiende a encontrar una relación positiva entre la profundidad del mercado de crédito y el crecimiento económico.

No obstante, un rápido crecimiento del crédito conlleva riesgos importantes para la estabilidad macroeconómica y financiera. Un elevado crecimiento del crédito puede impulsar la demanda interna por encima de la producción potencial, causando un recalentamiento de la economía que se manifiesta mediante mayores presiones inflacionarias, el incremento en los precios de los activos, así también en el deterioro de la competitividad y la amplificación de desequilibrios externos. Por su parte, la estabilidad financiera es erosionada debido a las vulnerabilidades en los activos y/o pasivos del sector bancario, fragilidades que se reflejan, entre otros aspectos, en la sobreestimación de la solvencia de prestatarios, en la inadecuada diversificación de su cartera crediticia y en una mayor dependencia de fuentes de financiación inestables.

Ante este escenario y en la búsqueda de documentar y analizar si los patrones de la reciente expansión del crédito bancario al sector privado en América Latina son indicativos de mayor profundización financiera o de presencia de riesgos potenciales de auge de crédito, los resultados econométricos del documento de trabajo del FMI (indicado en la fuente) sugieren la existencia de brechas grandes y positivas de la relación Crédito/PIB en varios países y en algunos se observa una desviación positiva respecto al nivel de largo plazo estimado, principalmente en Chile, Perú, Paraguay, Costa Rica y Colombia. Ello podría ser indicativo de las vulnerabilidades en las obligaciones del sistema financiero de dichos países.

Adicionalmente, en la mayoría de los países analizados los créditos hipotecarios y de consumo han crecido más rápido que el crédito corporativo, siendo este último orientado principalmente al sector construcción. En adición, el crédito en moneda extranjera (dólar estadounidense) ha disminuido y en algunos países los plazos de los vencimientos se han ampliado. Por su parte los bancos extranjeros registraron mayor crecimiento en su nivel de préstamos, aunque la banca doméstica representó la mayor participación del crecimiento del crédito, debido a un mercado más amplio de acciones.

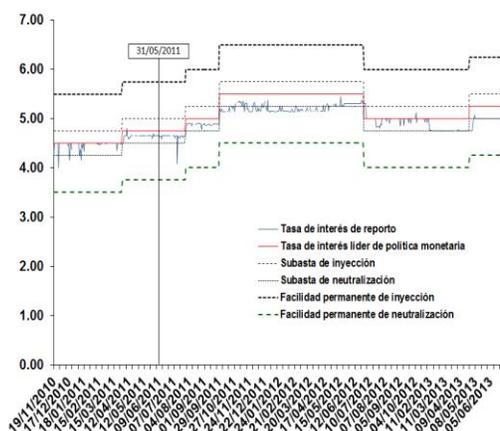
Finalmente, respecto a la interrogante de que si en América Latina la expansión del crédito es reflejo de una mayor profundización financiera o de un auge insostenible del crédito (*boom* de crédito), se puede mencionar que, por una parte, el aumento en el crédito al sector privado es positivo y se evidencian avances en varios países; sin embargo, en otros países dichas expansiones se están dando a tal velocidad que superan su trayectoria de largo plazo, lo cual podría gestar vulnerabilidades macroeconómicas y financieras. Por tanto, los resultados justifican el seguimiento y posterior análisis del perfil de riesgo del fondeo no proveniente de depósitos en América Latina (es decir, flujos de inversión extranjera de cartera).

Fuente: "Credit Growth in Latin America: Financial Development or Credit Boom?" Harbo Hansen, N. J., y Sulla, O. International Monetary Fund. Working Paper, WP/13/106. 2013.

b) Tasas de interés

Gráfica 44

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

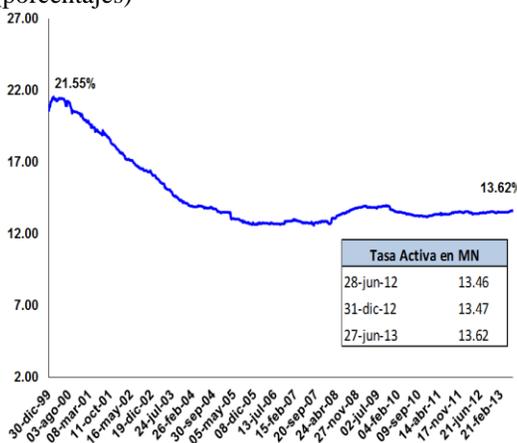


(1) Con información al 27 de junio de 2013.

Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

Gráfica 45

Tasas de Interés Activa (1)
(porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional con información al 27 de junio de 2013.

Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

De conformidad con los procedimientos operativos de la política monetaria vigentes, el banco central da a conocer su postura mediante la determinación de una tasa de interés de corto plazo que tiene incidencia en las condiciones de liquidez en el mercado de dinero; utilizando como tasa de interés líder la tasa *overnight* (a un día). En una primera etapa, se esperan impactos en las tasas de interés de corto plazo de la economía, para posteriormente afectar las tasas de largo plazo (dependiendo de las características propias de cada mercado), lo que finalmente repercute en la demanda agregada y ésta a su vez en la inflación.

i) De corto plazo

La tasa de interés para las operaciones de reporto a un día plazo suele considerarse como un buen indicador de corto plazo. Al finalizar el primer semestre de 2013, la tasa de reportos se ubicó 25 puntos básicos por debajo de la tasa de interés líder vigente de la política (gráfica 44).

ii) De largo plazo

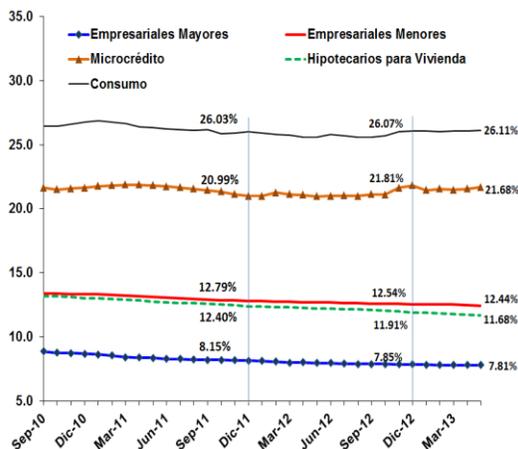
La tasa representativa de largo plazo del sistema bancario es la tasa activa, la cual ha mantenido una relativa estabilidad en los últimos cinco años al ubicarse alrededor de 13.50%, nivel significativamente inferior al 21.55% del 2000 (gráfica 45).

Cabe destacar que durante los primeros cuatro meses de 2013, la tasa de interés activa en moneda nacional se mantuvo en niveles que fluctuaron entre 13.48% y 13.54%; sin embargo, entre mayo y junio registró un incremento de alrededor de 10 puntos básicos, ubicándose al 27 de junio en 13.62%.

Al desagregar las tasas de interés activas por tipo de deudor (gráfica 46) se puede observar que durante el primer semestre se registran disminuciones en las tasas de interés para los préstamos de todos los tipos de deudor (excepto el consumo); sin embargo, al analizar la variación interanual del crédito bancario al sector privado en moneda nacional, se observa que la mayor parte del referido aumento (alrededor de un 85.0%) se ha destinado al

Gráfica 46

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

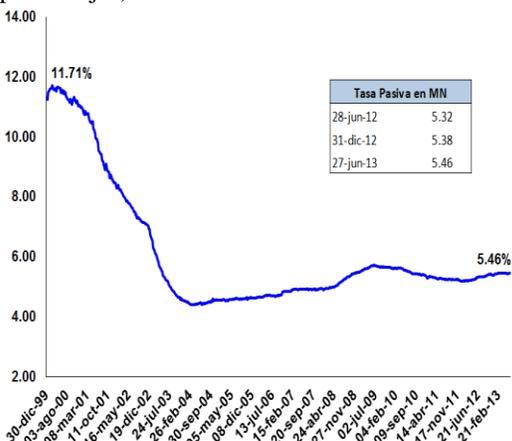


(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional con información a mayo de 2013.

Fuente: Superintendencia de Bancos.

Gráfica 47

Tasas de Interés Pasiva (1)
(porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional con información al 27 de junio de 2013.

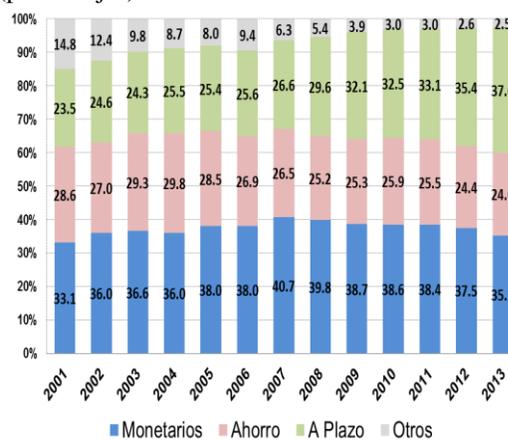
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

consumo, por lo que la participación porcentual del consumo respecto del total del crédito ha aumentado y, por tanto, el efecto en la tasa de interés, derivado que la ponderación de los montos, es mayor y explica, en buena parte, el alza en la tasa de interés.

En cuanto a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, al 27 de junio se situó en 5.46% (gráfica 47), reflejo del aumento de costo en las fuentes de fondeo del sistema bancario al reducirse, de manera persistente, la proporción de los depósitos monetarios respecto del total de captaciones; mientras que, en el mismo período, aumentó la proporción de los depósitos a plazo respecto del total de captaciones (gráfica 48).

Gráfica 48

Composición de las captaciones bancarias (1)
(porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional con información al 27 de junio de 2013.

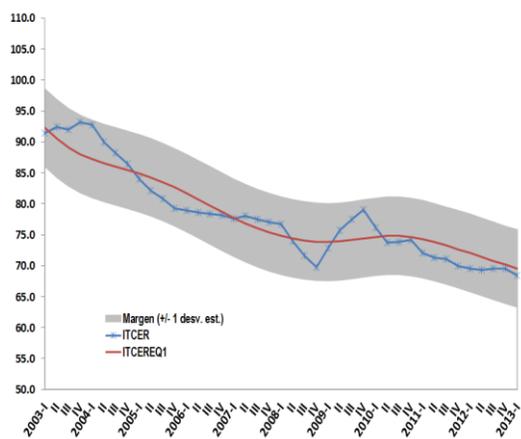
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

c) Tipo de cambio real

Con información al primer trimestre, el Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) registró una apreciación de 1.69%, derivado del aumento en los diferenciales de inflación (2.25%) respecto de los principales socios comerciales, que se compensa, en parte, por una depreciación nominal (0.56%). La dinámica reciente del tipo de cambio real es consistente con la evolución de sus fundamentos macroeconómicos, dado que las estimaciones del Tipo de Cambio Real de Equilibrio (TCRE)²³ revelan que no existen desalineamientos significativos, es decir, que la diferencia entre los valores observados y los de equilibrio, es poco relevante. En este contexto, las diferentes estimaciones efectuadas indican que se encuentra cercano a su nivel de equilibrio, mostrando una leve sobreapreciación de entre 1.55% y 3.11% (gráficas 49 a 52).

Gráfica 49

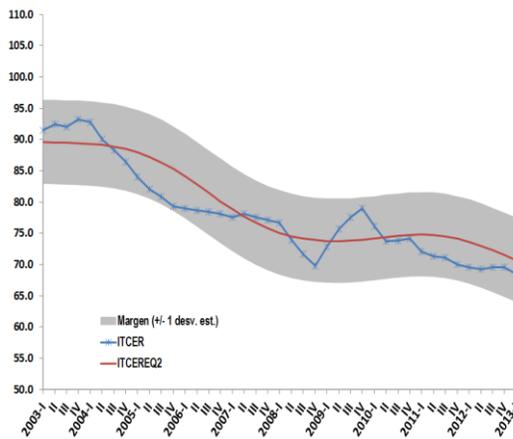
ITCER Observado y de Equilibrio, Modelo 1 (1) (índice)



(1) Con información a marzo de 2013.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 50

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

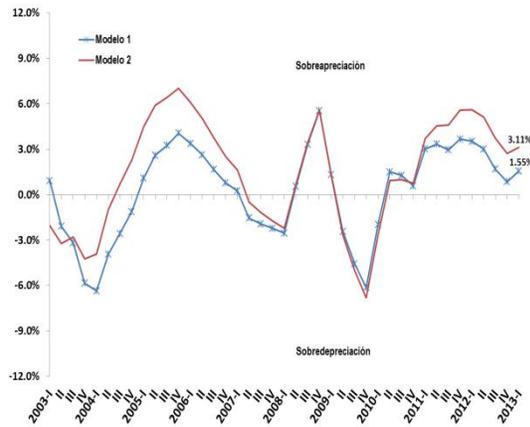


(1) Con información a marzo de 2013.
Fuente: Banco de Guatemala.

²³ El TCRE se estima mediante la metodología sugerida por el profesor Sebastián Edwards (modelo 1); por medio de un Modelo de Vector de Corrección de Errores (modelo 2); y, un modelo de Balance Macroeconómico (modelo 3).

Gráfica 51

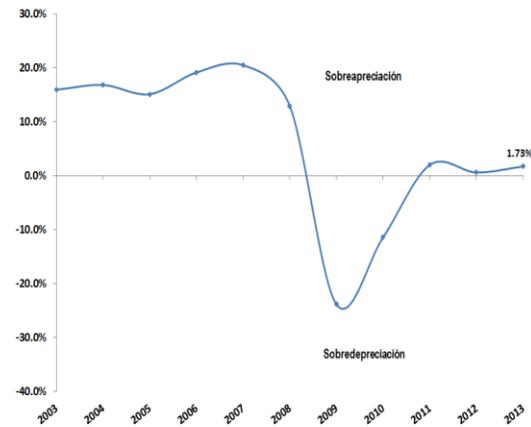
Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (1)
(porcentajes)



(1) Con información a marzo de 2013.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica 52

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



(1) Modelo 3 estimación anual, con información a marzo de 2013.
Fuente: Banco de Guatemala.

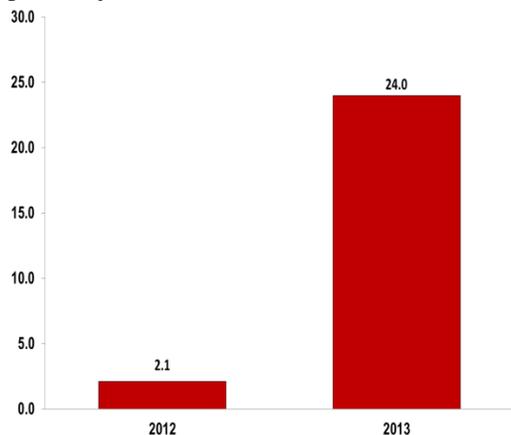
D. FINANZAS PÚBLICAS

Estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas (MFP), prevén para finales de 2013 una variación interanual para los ingresos tributarios de 14.7% y para los gastos totales de 11.7%, con lo que el déficit fiscal se ubicaría en 2.2% del PIB, ligeramente por debajo del presupuestado de 2.5% del PIB. No obstante, cabe aclarar que dicha estimación incluye la ampliación presupuestaria por la emisión de Bonos del Tesoro por Q3,500.0 millones que, de materializarse conjuntamente con la aprobación por parte del Congreso de la República de dos préstamos aún en discusión²⁴, podría llevar el déficit fiscal a 3.0%. En ese contexto, la ejecución del gasto público dependerá, principalmente, de: a) la evolución de los ingresos tributarios; b) la aprobación por parte del Congreso de la República de los referidos préstamos; y c) la aprobación de ampliación presupuestaria para inversión por Q3,500.0 millones.

²⁴ El primero, proviene del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por US\$237.2 millones y, el segundo, del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) por US\$200.0 millones.

Gráfica 53

Recaudación Impuesto sobre la Renta (1)
Primer Semestre 2012 – 2013
(porcentajes)

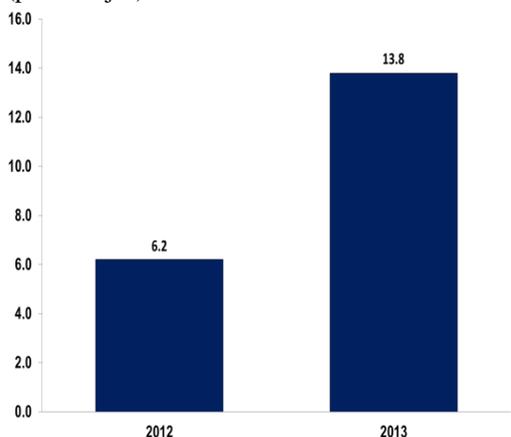


(1) Variación interanual, con cifras preliminares al 30 de junio de cada año.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

Gráfica 54

Recaudación IVA Doméstico (1)
Año 2012 – 2013
(porcentajes)



(1) Variación interanual, con cifras preliminares al 30 de junio de cada año.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

1. Ingresos

Al 30 de junio los ingresos totales del Gobierno Central aumentaron en 8.0% respecto a similar período de 2012, impulsados, principalmente, por los ingresos tributarios que crecieron 8.7% (95.0% de los ingresos totales), en tanto que el resto de ingresos (no tributarios, de capital y donaciones) disminuyeron 3.4%. En dicho comportamiento ha incidido la implementación de la Ley Antievasión II (Decreto 04-2012) y de la Ley de Actualización Tributaria (Decreto 10-2012) que ha tenido un efecto favorable en la recaudación de los impuestos directos (aumento de 22.1% respecto del mismo período de 2012), particularmente del Impuesto Sobre la Renta (ISR). En contraste, los impuestos indirectos crecieron únicamente 2.6%, afectados particularmente por la evolución del IVA importaciones, derechos arancelarios e IPRIMA (Impuesto Específico a la Primera Matricula de Vehículos), los cuales, en conjunto, se redujeron 1.3%; en tanto que el IVA doméstico creció de manera dinámica (13.8%) y el Impuesto de Circulación de Vehículos (38.3%).

2. Gastos

El gasto público, durante el primer semestre, aumentó 18.7% respecto al mismo período del año anterior. Los gastos de funcionamiento crecieron 20.5% y los de capital 11.4%. El gasto social (incluye el gasto en salud y asistencia social; educación, ciencia y cultura; y vivienda), aumentó 26.5% (-8.4% a junio de 2012) y la inversión directa creció 19.1% (-64.3% a junio de 2012).

El gasto público total (incluye amortización de la deuda pública) mostró una ejecución de 44.8% respecto del presupuesto para 2013 (38.5% en 2012), aunque algunos ministerios, mostraron una baja ejecución, como el Ministerio de Ambiente y Recursos Naturales (23.9%); Agricultura, Ganadería y Alimentación (24.8%); y Cultura y Deportes (27.6%).

3. Resultado fiscal y financiero

La diferencia entre ingresos y gasto público a junio, resultó en un déficit fiscal de Q2,151.7 millones (0.5% del PIB), situación distinta a la del año anterior (superávit de Q209.2 millones, equivalente a 0.1% del PIB).

Con relación al financiamiento externo neto, éste fue positivo

en Q5,412.9 millones, resultado de la colocación de Bonos del Tesoro en el mercado internacional por US\$700.0 millones²⁵ (equivalente a Q5,477.8 millones), desembolsos de préstamos por Q1,018.5 millones y amortizaciones por Q1,083.3 millones. Por su parte, el financiamiento interno neto se ubicó en Q2,361.6 millones, resultado de negociaciones de Bonos del Tesoro por Q2,693.0 millones y de vencimientos por Q328.5 millones y amortizaciones por Q2.9 millones. Resultado de las operaciones señaladas se observó un aumento en la caja del Gobierno Central por Q5,622.8 millones.

Es importante señalar que el Congreso de la República aprobó el Decreto Número 1-2013 “Ley de Actualización Tributaria²⁶”, el cual permite una condonación de impuestos y una rebaja en el Impuesto de Circulación de Vehículos. Las autoridades del MFP, prevén que la disminución en la recaudación derivada de la rebaja del Impuesto Sobre Circulación de Vehículos durante 2013 sería compensada por los ingresos provenientes de la condonación prevista en la referida ley.

Al 30 de junio, el saldo de la deuda pública externa se ubicó en US\$6,973.7 millones, mayor en US\$669.0 millones respecto del saldo registrado en diciembre de 2012 (US\$6,304.7 millones), derivado de la colocación de Bonos del Tesoro en el mercado internacional de febrero. Cabe indicar que el 1 de agosto de 2013 vencen US\$300.0 millones correspondientes a Bonos del Tesoro colocados en el mercado internacional en 2003, cuya amortización tendría un efecto a la baja significativo en la deuda externa. Por su parte, el saldo de la deuda pública interna se situó en Q49,458.5 millones, monto mayor en Q2,364.5 millones respecto al saldo registrado al 31 de diciembre de 2012 (Q47,094.0 millones).

²⁵ Eurobono colocado a 15 años plazo (fecha de vencimiento 13 de febrero de 2028), tasa de cupón 4.875% y tasa de rendimiento 5.00%. Cabe agregar que la operación alcanzó una demanda equivalente a siete veces el monto originalmente anunciado (US\$500.0 millones). Un aspecto importante de haber efectuado la colocación a 15 años es que el país diversifica la estructura de portafolio de la deuda pública y coadyuva a la construcción de una curva de rendimiento de los instrumentos de deuda pública de Guatemala, que luego podría ser utilizada como referencia para las colocaciones de agentes privados guatemaltecos en los mercados internacionales.

²⁶ Vigente a partir del 25 de junio de 2013. El artículo 2, de la referida ley, establece una condonación parcial de diez por ciento (10%) sobre el monto del impuesto que corresponda pagar durante los dos primeros meses de vigencia de dicha ley; y para el tercer mes de vigencia, la condonación será del cinco por ciento (5%). Asimismo, el artículo 5 establece una reducción del cincuenta por ciento (50%) sobre el monto del impuesto determinado del Impuesto sobre Circulación de Vehículos Terrestres, Marítimos y Aéreos.

Cuadro 5

Gobierno Central
Ejecución Presupuestaria a Junio
Años: 2012-2013
(millones de quetzales)

CONCEPTO	2012	2013 ^{P/}	VARIACIONES	
			Absoluta	Relativa
I. INGRESOS Y DONACIONES	22,364.6	24,157.4	1,792.8	8.0
A. Ingresos (1+2)	22,298.4	24,033.2	1,734.9	7.8
1. Ingresos Corrientes	22,293.7	24,029.2	1,735.6	7.8
a. Tributarios	21,126.8	22,961.3	1,834.5	8.7
Directos	6,562.3	8,013.2	1,450.9	22.1
Indirectos	14,564.5	14,948.1	383.6	2.6
b. No Tributarios	1,166.9	1,067.9	-98.9	-8.5
2. Ingresos de Capital	4.7	4.0	-0.7	-14.9
B. Donaciones	66.2	124.2	58.0	87.6
II. TOTAL DE GASTOS	22,155.4	26,309.1	4,153.7	18.7
A. De Funcionamiento	17,835.2	21,496.6	3,661.4	20.5
B. De Capital	4,320.2	4,812.5	492.3	11.4
III. DÉFICIT O SUPERÁVIT PRESUPUESTAL	209.2	-2,151.7	-2,360.9	-1,128.6
IV. FINANCIAMIENTO NETO	-209.2	2,151.7	2,360.9	-1,128.6
A. Interno	2,085.7	2,361.6	275.9	13.2
B. Externo	5,086.9	5,412.9	326.0	6.4
C. Variación de Caja (-) aumento (+) disminución	-7,381.8	-5,622.8	1,759.0	-23.8
Carga tributaria	5.4	5.3		
Resultado Fiscal/PIB	0.1	-0.5		

^{P/} Cifras preliminares.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

ANEXOS

ANEXO 1

ACTIVIDAD ECONÓMICA

I. ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL

A. POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN

El PIB trimestral, por el origen de la producción, mostró tasas de crecimiento positivas en la intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; la administración pública y defensa; la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; el comercio al por mayor y al por menor; el suministro de electricidad y captación de agua; la industria manufacturera; los servicios privados; y, el transporte, almacenamiento y comunicaciones. El desempeño de dichas actividades, explicó alrededor del 80.0% de dicho crecimiento.

El mayor dinamismo observado en la intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares se debió al crecimiento de las actividades de bancos y financieras, como consecuencia del crecimiento de la cartera de créditos al sector privado y de las comisiones percibidas. El comportamiento positivo que registró la administración pública y defensa estuvo asociado, principalmente, al aumento en el pago de remuneraciones de las municipalidades y de las instituciones públicas descentralizadas.

En la evolución de la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca influyó, principalmente, el aumento en la producción de cultivos de frutas y cereales, debido, por una parte, al incremento en la demanda externa de melón y, por la otra, al rendimiento obtenido en la producción de maíz. Este resultado fue contrarrestado parcialmente por la menor producción en los cultivos de banano, cardamomo y hortalizas. Cabe indicar que el cultivo de café mostró una caída como consecuencia de la presencia de roya, la cual provoca bajos rendimientos y pérdidas en la producción.

El crecimiento en el comercio al por mayor y al por menor, se asocia al incremento en la demanda interna, debido a un aumento del flujo de bienes comercializables (provenientes tanto de la producción interna, como de importaciones), entre los que destacan: abarrotes y productos farmacéuticos; y en menor medida, vehículos automotores; combustibles y lubricantes; y electrodomésticos.

En la evolución de la actividad suministro de electricidad y

captación de agua, destacó la mayor generación de energía eléctrica, por el mejor desempeño de la demanda interna de electricidad.

En la industria manufacturera el mayor dinamismo se explica por el crecimiento registrado en la fabricación de productos textiles y prendas de vestir, ante el incremento de la demanda externa; y de las actividades relacionadas con la producción de alimentos y bebidas.

Los servicios privados aumentaron, en parte, por el comportamiento registrado en las actividades de hoteles y restaurantes aunque su comportamiento moderado respondió a la desaceleración en las actividades de servicios médicos (hospitales, médicos, odontólogos y servicios de laboratorio, entre otros); de mantenimiento y reparación de vehículos; y de enseres personales y domésticos.

Finalmente, el crecimiento en la actividad transporte, almacenamiento y comunicaciones se explica por el aumento que registraron las actividades de transporte por vía terrestre y de telecomunicaciones; las actividades de transporte complementarias y auxiliares mostraron un mayor dinamismo asociado a un aumento en el volumen de mercadería embarcada, principalmente por las exportaciones de bienes.

La contracción registrada en la actividad de explotación de minas y canteras obedeció, principalmente, a la menor extracción de petróleo, así como de minerales no metálicos y de piedra, arena y arcilla; en tanto que, la caída en la construcción se debió, principalmente, a la reducción en la inversión en obras de infraestructura por parte del sector público y, en menor medida, a la desaceleración en la superficie de construcción realizada, tanto de edificaciones residenciales como de edificaciones no residenciales.

Cuadro A1.1

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

Actividades Económicas	Participación Porcentual en el PIB anual	2012				2013
		I	II	III	IV	I
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca	13.3	4.6	5.2	3.7	5.5	3.8
Explotación de Minas y Canteras	0.8	-12.4	-19.3	-23.4	-29.2	-5.5
Industria Manufacturera	17.9	1.8	3.8	3.3	4.1	1.3
Suministro de Electricidad y Captación de Agua	2.7	4.0	5.4	8.7	7.7	2.3
Construcción	2.9	-3.7	-1.8	2.9	3.7	-2.4
Comercio al por mayor y al por menor	11.6	2.9	1.3	1.2	4.4	2.5
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	10.6	6.5	7.0	0.8	-0.4	0.8
Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares	4.4	7.7	13.3	14.6	15.6	8.7
Alquiler de Vivienda	10.1	3.1	3.0	3.1	3.0	3.1
Servicios Privados	16.1	4.3	2.3	2.6	3.2	1.0
Administración Pública y Defensa	7.7	5.9	2.2	6.5	3.1	5.1
PRODUCTO INTERNO BRUTO		3.5	2.8	2.4	3.1	2.4

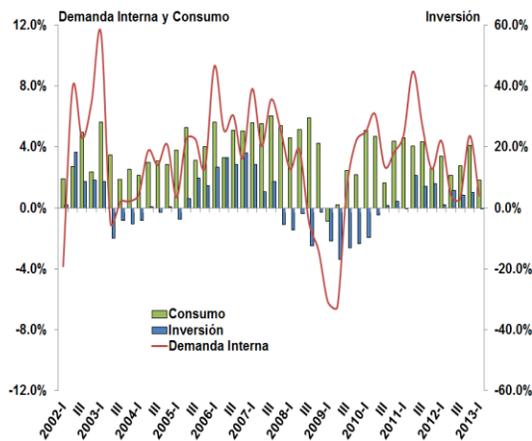
(1) Medido por el origen de la producción.

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

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.1

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



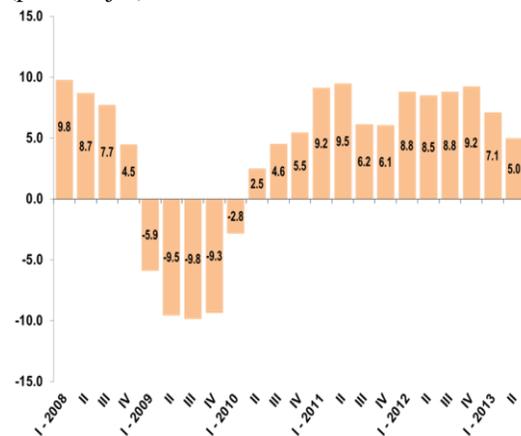
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

(2) Con información a marzo de 2013.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.2

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



(1) Variación interanual, con información a junio de 2013.

Fuente: Banco de Guatemala.

A. POR EL DESTINO DEL GASTO

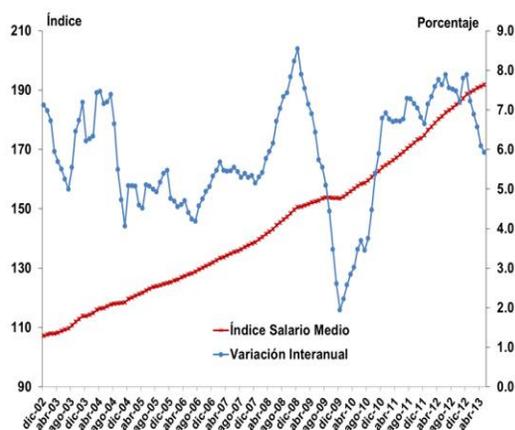
En lo que respecta al PIB medido por el destino del gasto, al primer trimestre de 2013, se observa una tasa de crecimiento moderada del gasto de consumo privado (1.7%), resultado del crecimiento en el consumo de bienes y servicios para uso personal y domiciliario (alimentos y bebidas; combustibles y lubricantes; enseres domésticos; prendas de vestir; servicios generales de salud, entre otros); asociado al crecimiento de los salarios medios y número de trabajadores afiliados al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social, y al crecimiento de las remesas familiares. Asimismo, el crédito bancario al sector privado destinado al consumo siguió creciendo a dos dígitos (alrededor de 18.0%), lo cual también incide positivamente en el gasto de consumo privado.

En cuanto al gasto de consumo del gobierno central, éste registró en el primer trimestre, una variación de 2.8%, explicada, fundamentalmente, por el desempeño observado en el pago de remuneraciones y compra de bienes y servicios por parte de la administración central.

Por su parte, la inversión registró una disminución de 0.1%, resultado de la caída en la inversión en construcción y del menor dinamismo de los bienes de capital de origen importado, principalmente de maquinaria y equipo destinados para las actividades industriales,

Gráfica A1.3

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



(1) Índice: Diciembre 2001 = 100.

(2) Variación interanual, con información a mayo de 2013.

Fuente: Banco de Guatemala e Instituto Guatemalteco de Seguridad Social.

agrícolas, telecomunicaciones y construcción.

Con relación a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 4.0%, explicado principalmente, por el mejor desempeño de las exportaciones de melón, azúcar, alcohol etílico y productos textiles y prendas de vestir. Cabe indicar que se observó un menor volumen exportado de café, banano y productos farmacéuticos.

Por último, las importaciones de bienes y servicios mostraron una caída de 1.1% derivado de la disminución en el volumen de importación de bienes de consumo; combustibles y lubricantes; materias primas; y materiales de construcción.

Cuadro A1.2

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

Destino del Gasto	Participación Porcentual en el PIB	2012				2013
		I	II	III	IV	I
Demanda Interna		4.4	0.9	0.6	4.7	0.8
Gasto de Consumo Final de los Hogares e ISFLSH (3)	84.4	3.3	2.3	1.9	3.0	1.7
Gasto de Gobierno Central	11.0	4.0	0.9	9.3	12.1	2.8
Formación Bruta de Capital Fijo	14.6	1.1	5.7	4.3	5.0	-0.1
Exportaciones de bienes y servicios	25.8	0.3	0.0	6.0	1.9	4.0
(-) Importaciones de bienes y servicios	-36.8	4.9	-2.1	-3.2	6.9	-1.1
PRODUCTO INTERNO BRUTO		3.5	2.8	2.4	3.1	2.4

(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.

II. ACTIVIDAD ECONÓMICA ANUAL

A continuación se presentan dos cuadros que resumen las estimaciones revisadas de crecimiento económico para 2013 (rango entre 3.2% y 3.6%), tanto por el origen de la producción como por el destino del gasto.

A. POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN

Cuadro A1.3

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

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	Tasas de variación	
	2012 ^{pl}	2013 ^{pyl}
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	4.8	2.4
2. Explotación de minas y canteras	-21.3	1.1
3. Industrias manufactureras	3.2	3.4
4. Suministro de electricidad y captación de agua	6.5	4.0
5. Construcción	0.7	1.2
6. Comercio al por mayor y al por menor	2.5	3.3
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	3.4	3.2
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	12.6	7.1
9. Alquiler de vivienda	3.0	3.0
10. Servicios privados	3.1	3.4
11. Administración pública y defensa	4.4	7.6
PRODUCTO INTERNO BRUTO	3.0	3.4

(1) Medido por el origen de la producción.

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

^{pl} Cifras preliminares.

^{pyl} Cifras proyectadas.

Fuente: Banco de Guatemala.

B. POR EL DESTINO DEL GASTO

Cuadro A1.4

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

CONCEPTO	Tasas de variación	
	2012 ^{p/}	2013 ^{py/}
1. GASTO DE CONSUMO FINAL	3.1	3.2
Gastos en consumo de las personas e instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares	2.6	2.8
Gastos en consumo del gobierno general	6.8	7.1
2. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	4.2	4.2
3. EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	2.0	4.4
4. IMPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS	1.5	5.4
PRODUCTO INTERNO BRUTO (1+2+3-4)	3.0	3.4

(1) Medido por el destino del gasto.

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

^{p/} Cifras preliminares.

^{py/} Cifras proyectadas.

Fuente: Banco de Guatemala.

ANEXO 2

INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA: ANÁLISIS EMPÍRICO SOBRE SUS DETERMINANTES²⁷

I. INTRODUCCIÓN

Durante las últimas dos décadas, la economía mundial ha experimentado un significativo aumento en la internacionalización de la producción y de las inversiones, apoyados por los avances tecnológicos en las comunicaciones y por una mayor apertura comercial y de inversión. Al respecto, los flujos mundiales de inversión extranjera directa (IED) han aumentado rápidamente en ese período, principalmente en los países con economías emergentes y en desarrollo, entre ellos Guatemala, aunque a un menor ritmo y magnitud respecto de sus pares. Por tanto, resulta importante el análisis sobre los factores que han incidido en la positiva evolución de dicha variable.

II. CONCEPTO Y CARACTERÍSTICAS

La inversión extranjera directa (IED) es aquella efectuada por el residente de una economía en una entidad residente de otra economía, que implica fundamentalmente un interés duradero (o de largo plazo) y con la cual, el inversor adquiere un grado significativo de control sobre la gestión de la entidad de que se trate (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, UNCTAD por sus siglas en inglés, 2009).

Por otra parte, las razones por las cuales la mayoría de los países procuran atraer este tipo de inversión radica, no sólo en el objetivo de generar empleos, divisas e ingresos fiscales, sino también de obtener otros beneficios indirectos, denominados “externalidades” de la IED, los cuales se refieren, en general, a mejoras en la productividad que resultan de la transmisión del conocimiento de las empresas extranjeras a las nacionales, tanto en materia de tecnología como de conocimientos tácitos relacionados con la producción, gestión y prácticas de organización, entre otros (Winkler, 2013).

No obstante, la materialización de los beneficios potenciales de la IED no sólo dependen del fomento y provisión de incentivos a inversiones de alta calidad, sino también de promover la integración

²⁷ Fuente: “La inversión extranjera directa en Guatemala”. Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos. Banco de Guatemala. Junio de 2013.

de los inversores extranjeros en la economía local, así como aumentar la durabilidad, escala y fortaleza de los vínculos de colaboración; objetivo para el cual es posible valerse de diversos esfuerzos de políticas gubernamentales (Potter, 2002).

III. ASPECTOS TEÓRICOS SOBRE ALGUNOS DE LOS FACTORES DETERMINANTES DE LA IED

De acuerdo con Amal, Tomio y Raboch (2010), las decisiones de inversión tanto a nivel macroeconómico como microeconómico comprenden uno de los aspectos más complejos de la literatura económica. En ese sentido, señalan que las primeras contribuciones basadas en enfoques sobre el comportamiento de las empresas hacían énfasis en el retorno esperado, particularmente en las tasas de interés y costos como determinantes de la inversión. No obstante, con la relevancia que adquirieron las empresas transnacionales en el marco de la globalización, el análisis empezó a considerar los efectos de las variables macroeconómicas en la distribución mundial de los flujos de inversión. Al respecto, Dunning (2000) señala que el marco de teoría analítica que ha dominado sobre la determinación de la IED y las decisiones de las transnacionales es el paradigma ecléctico. Según este paradigma, la IED se origina toda vez que las condiciones de ubicación de las economías hacia donde se dirigen las empresas son suficientemente atractivas para obtener beneficios potenciales; por lo que las empresas evalúan los diversos aspectos de las economías huéspedes (Mogrojevo, 2005).

En ese sentido, los estudios sobre los determinantes de la IED han considerado una amplia diversidad de factores, procurando establecer no sólo su importancia sino también la magnitud y dirección del efecto de éstos; entre las variables más recurrentes dentro de dichos análisis destacan: el tamaño, ritmo de expansión y poder adquisitivo del mercado; la apertura comercial (tanto por “*tariff-jumping*” como por proyección exportadora); el riesgo país y la estabilidad macroeconómica; los costos laborales y la productividad; la infraestructura; y los impuestos.

Es importante tomar en cuenta que la mayoría de dichos factores probablemente interactúen entre sí; asimismo, lo hacen con otros factores que también resultan relevantes para las decisiones de inversión extranjera: económicos (estructura de los mercados,

preferencias específicas de los consumidores, materias primas, integración regional, etc.); políticos (normas de entrada y operación de empresas foráneas, acuerdos internacionales de inversión extranjera, políticas de privatización, políticas de promoción de IED, etc.); e institucionales (eficiencia administrativa, corrupción, etc.). Todos ellos podrían repercutir no sólo en el aumento o disminución de la IED sino también en la composición sectorial y geográfica de las inversiones.

Consecuentemente, resulta relevante advertir que poseer una ventaja principal para la atracción de la IED, podría no ser suficiente para un país; por lo que, esto debería ofrecer una adecuada combinación de factores que se consideren valiosos para la competitividad global de las empresas (UNCTAD, 1998).

IV. ANÁLISIS EMPÍRICO DE LOS DETERMINANTES DE LA IED

Los factores que inciden en los flujos de IED mencionados anteriormente, son evaluados y calificados a nivel internacional por el Foro Económico Mundial (FEM), como parte de los componentes del Índice de Competitividad Global (GCI, por sus siglas en inglés), dentro de los países evaluados se encuentra Guatemala.

Por tanto, en el análisis empírico se utilizarán los datos publicados por el FEM y la UNCTAD.

V. METODOLOGÍA Y DATOS

El análisis empírico contempla identificar y analizar algunos de los determinantes de la IED en Guatemala para el período 2006-2011²⁸, para lo cual se utilizan datos con frecuencia anual de 17 países de América Latina.²⁹

El modelo considera como variable dependiente los flujos de inversión extranjera directa (*ied*) e incluye las variables explicativas³⁰ siguientes: tamaño del mercado local (*tml*), tamaño del mercado foráneo (*tmf*), estabilidad macroeconómica (*sm*), impuestos (*im*), tiempo requerido para iniciar un negocio (*tr*), capacidades humanas (*h*), flexibilidad laboral (*fl*), infraestructura

²⁸ El período de análisis (2006-2011) se determinó, principalmente, debido a la disponibilidad de información.

²⁹ Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

³⁰ El orden en que se presentan las mismas no responden a un sentido de importancia y/o priorización.

(*inf*), transparencia y menor costo del crimen (*tmcc*) y flujos mundiales de IED (*wied*). De tal forma que, en términos generales, el modelo sigue la siguiente especificación:

$$ied_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1(tml_{i,t}) + \alpha_2(tmfi_{i,t}) + \alpha_3(sm_{i,t}) + \alpha_4(im_{i,t}) + \alpha_5(tr_{i,t}) + \alpha_6(h_{i,t}) \\ + \alpha_7(fl_{i,t}) + \alpha_8(infi_{i,t}) + \alpha_9(tmcc_{i,t}) + \alpha_{10}(wied_{i,t})$$

Todas las variables se expresan con los subíndices "*i*" y "*t*" por país huésped de la IED y por tiempo (año), respectivamente.

Vale destacar que la inclusión de los flujos mundiales dentro del modelo como variable explicativa sigue la observación de Tsai (1991, citado por Bittencourt y Domingo, 2002) acerca de la consideración de la tendencia mundial de IED. Al respecto, cabe hacer notar que si bien las variables explicativas dentro de los modelos para analizar los determinantes de la IED generalmente se enfocan en captar los efectos de los factores de la demanda relacionados a los países huéspedes, no lo hacen con los factores de oferta; por consiguiente, la inclusión de esta variable permitiría captar la influencia referida a los países de origen de los flujos inversión.

VI. RESULTADOS DEL ANÁLISIS

Antes de hacer referencia específica a los resultados del modelo, se analizarán algunos aspectos relevantes del Reporte de Competitividad Global y la evolución de los flujos de inversión extranjera directa, particularmente en Guatemala. Al respecto, cabe señalar que dentro de las siete ediciones publicadas del Reporte de Competitividad Global (desde 2006), el país ha mostrado una mejora moderada. En la última edición de dicho reporte (edición 2012-2013), el país se situó en la posición 83 (de 144) dentro del ranking mundial, ocho posiciones por debajo de su posición en la publicación 2006-2007 (91) y luego del retroceso que registró en la edición anterior, al pasar del lugar 78 al 84.

El reporte enfatiza que la competitividad del país cuenta con algunas fortalezas relativas, particularmente en términos de regulaciones laborales flexibles para la contratación y despido de personal y determinación de salarios; desarrollo eficiente del mercado financiero; y la intensidad de la competencia local. Sin embargo, evidencia deficiencias en materia de instituciones públicas; costos asociados a la delincuencia y a la violencia; escasa confianza en las instituciones políticas; baja calidad de educación; y débil calidad de

Gráfica A2.1

Índice de Competitividad Global (1)
Años 2012 -2013

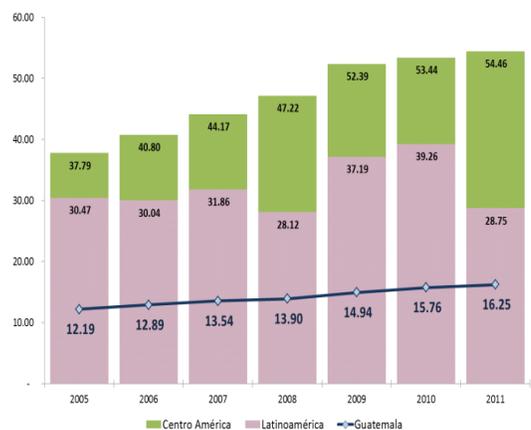


(1) Reporte de Competitividad Global (edición 2012-2013), puntuaciones valoradas en escala 1-7 (siendo 1 la peor calificación, y 7 la mejor).

Fuente: Elaboración propia con información del FEM.

Gráfica A2.2

América Latina: Tasa de Crecimiento de los Flujos de IED
Años 2005-2011
(porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con información de la UNCTAD.

infraestructura para transporte; entre otras (FEM, 2012).

Por otra parte, resulta de mayor relevancia comparar dichas fortalezas y deficiencias respecto de la situación del resto de países de América Latina, dado que, evidentemente, existe una “competencia” directa por la localización geográfica de los flujos de inversión. De acuerdo con el ranking mundial del GCI, entre los países de la región, categorizados como economías competitivamente impulsadas por la eficiencia y que están mejor evaluados que Guatemala, se encuentran: Panamá (40), Costa Rica (57), Perú (61), Colombia (69); mientras que aquellos en una posición inferior están: Ecuador (86), Jamaica (97), El Salvador (101) y República Dominicana (105).

En ese contexto, cabe destacar que con relación a los demás países, Guatemala mantiene un bajo grado de penetración de IED; para 2011, la proporción de los flujos de la IED con relación al PIB fue de 2.15%, nivel significativamente menor al promedio registrado en los demás países de Centro América (6.22%) y al promedio de América Latina y el Caribe (3.87%). No obstante, la economía guatemalteca se ha caracterizado en los últimos años por ser una economía más abierta a los flujos externos de capital, como una forma de respuesta al proceso de globalización y apertura comercial.

En ese contexto, los flujos de IED hacia Guatemala han mostrado recientemente un crecimiento fuerte. En particular, desde 2006 se han incrementado a un ritmo promedio de 14.62%, siendo los sectores de agricultura, petróleo, minas y canteras, manufactura, y energía eléctrica, los más dinámicos.

La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL, 2012 y 2013) enfatiza que la estrecha relación económica que México y los países de América Central sostienen con los Estados Unidos de América ha adquirido relevancia significativa debido a que las inversiones en estos países tratan de establecer plataformas estratégicas para la exportación, aprovechando entre otras ventajas la localización y los bajos costos laborales. Además, señala que los inversionistas han perseguido el acceso a activos específicos, particularmente la minería y la energía, ante los altos precios internacionales de los metales y los productos derivados del petróleo.

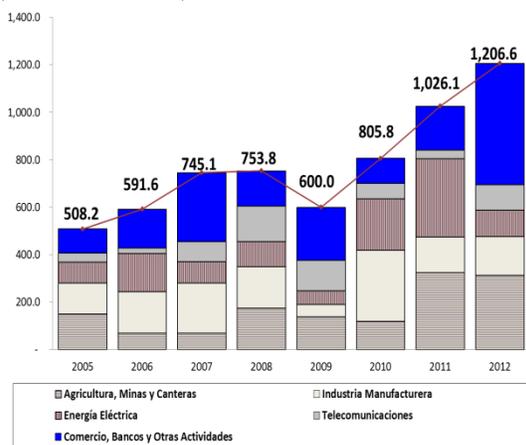
A nivel regional, también destaca que, desde 1990, los influjos de IED han consolidado una fuerte presencia en todos los países de

Gráfica A2.3

Guatemala: Flujos anuales de IED por sector económico

Años 2005-2012

(millones de US\$)



Fuente: Elaboración propia con información del Banco de Guatemala.

América Latina y el Caribe; aunque si bien dichos flujos han aumentado de manera constante, el mayor incremento se registró entre 1996 y 2001, derivado de la privatización de activos de propiedad del Estado, así como la apertura de muchos sectores a la inversión extranjera.

En ese sentido, el crecimiento observado de la IED es resultado, fundamentalmente, de dos factores: 1) el incremento de la rentabilidad de dichas inversiones en la región y 2) las favorables condiciones económicas en muchos de los países latinoamericanos, particularmente el crecimiento económico sostenido, aumento de precios de los productos básicos de exportación, nuevas oportunidades de negocio y el creciente poder adquisitivo de la clase media.

A. Resultados del Modelo Empírico

Haciendo énfasis en las condiciones económicas favorables para la inversión, segundo factor, los resultados del modelo empírico antes descrito evidenciaron que los países de América Latina con mercados grandes, mayor poder adquisitivo y en expansión, ofrecen mejores facilidades de acceso, por lo que se constituyen en economías con una alta atracción de flujos de IED. Por tanto, se puede señalar que, los flujos de IED se dirigen a aquellas economías que, mediante el dinamismo de sus mercados y el alto poder adquisitivo de los consumidores, garantizan en alguna medida la demanda y venta de sus productos o servicios; elevando, por ende, la rentabilidad potencial de sus inversiones.

Otro aspecto que resultó relevante en la determinación de los flujos de inversión corresponde a una mayor transparencia del gobierno y de los actores políticos, en conjunto con los menores costos que incurren las empresas en la prevención del crimen. Adicionalmente, los flujos mundiales se consideran relevantes, es decir que las condiciones de los países de origen (factores de oferta) de la inversión tienen un efecto importante sobre los flujos entrantes de IED en la región; lo cual adquiere particular relevancia ante el contexto de crisis económica en el que se encuentran las principales economías avanzadas, puesto que, en buena medida, éstas representan el origen de un importante flujo de inversión para los países latinoamericanos.

Por su parte, la tasa impositiva evidenció una propensión a disminuir la inversión extranjera aunque de una forma trivial; es importante notar que la variable utilizada hace referencia a una medida general de impuestos en la economía, por lo cual se considera que la magnitud de este resultado se debe interpretar con mucha cautela, teniendo en cuenta que los impuestos, específicamente aquellos que gravan las utilidades de las empresas, reducen directamente la rentabilidad de las inversiones y, por consiguiente, influyen en las decisiones de los inversionistas.

El estudio se complementó con la realización del mismo análisis para dos subgrupos: i) la región CARD (Centroamérica y la República Dominicana) y ii) México y los países de América del Sur. En resumen, los resultados para la región CARD indicaron que la IED entrante a dichos países responde en, mayor medida, a la accesibilidad que ofrezcan los países a mercados externos dinámicos y, en menor medida, al crecimiento y poder adquisitivo de la economía local; además, son susceptibles a incrementos/reducciones del flujo mundial de este tipo de inversión. Por su parte, los flujos hacia México y Sudamérica persiguen el dinamismo tanto del mercado local como de mercados externos; además, se asocian, positivamente, con el mayor grado de transparencia y el menor costo del crimen y la tendencia mundial de la IED; y, negativamente, con mayores tasas de impuestos.

Vale mencionar que las variables sobre la estabilidad macroeconómica, tiempo requerido para iniciar un negocio, capacidades humanas, flexibilidad laboral e infraestructura no mostraron tener una influencia significativa; esto a pesar de que los signos de correlación correspondieron a lo esperado, a excepción del de estabilidad macroeconómica³¹.

Es oportuno enfatizar que el estudio consistió en un análisis general sobre los determinantes de la IED; por lo que, si bien se

³¹ En el caso de la variable estabilidad macroeconómica, se debe tomar en cuenta que la amplitud temporal que ha sido contemplada (2006 – 2011) podría no ser suficiente para captar la incidencia de aquellos factores que requieran un mayor tiempo para mostrar un cambio sustancial; además, podría ser un reflejo coyuntural de los indicadores, derivado de condiciones tanto internas como externas. En ese sentido, es relevante mencionar que en el caso específico de Guatemala, se considera que la adecuada conducción macroeconómica (tasas de crecimiento económico e inflación estables y moderada volatilidad en el tipo de cambio y bajos niveles de deuda y déficit fiscal) que el país ha sostenido desde hace décadas, destacada por distintos organismos internacionales, así como agencias calificadoras de riesgo, ha contribuido a establecer condiciones básicas favorables que permiten un entorno propicio para la entrada y operación de empresas de IED. Sin embargo, la muestra incluye varios eventos de crisis internacional: la crisis económica y financiera global de 2008-2009 y el estallido de la crisis de deuda soberana y financiera en la Zona del Euro en 2011.

pretendió analizar los factores que tendrían un impacto sobre cualquier tipo de inversión, no contempló una desagregación por sector de inversión (i.e. manufacturas, servicios, agricultura, minería, construcción, transporte, comercio, intermediación financiera, etc.); lo que se considera relevante en tanto que el sector de inversión cambia la importancia que cada uno de estos y otros factores poseen para atraer flujos de inversión.

VII. CONSIDERACIONES FINALES

Los flujos de inversión extranjera se dirigen a aquellas economías que, mediante el dinamismo de sus mercados y el alto poder adquisitivo de los consumidores, afianzan en alguna medida la demanda y venta de sus productos o servicios, elevando, por consiguiente, la rentabilidad potencial de sus inversiones.

La determinación de los flujos de inversión corresponde a una mayor transparencia del gobierno y de los actores políticos, en conjunto con los menores costos que incurren las empresas en la prevención del crimen.

Las condiciones económicas de los países de origen (factores de oferta) de la inversión tienen un efecto relevante sobre los flujos entrantes de IED en la región.

Los resultados para la región CARD indicaron que la IED entrante a dichos países responde en, mayor medida, a la accesibilidad que ofrezcan los países a mercados externos dinámicos y, en menor medida, al crecimiento y poder adquisitivo de la economía local.

En el caso específico de Guatemala, se considera que la adecuada conducción macroeconómica destacada por distintos organismos internacionales, así como agencias calificadoras de riesgo, ha contribuido, en buena medida, a establecer condiciones básicas favorables que permiten un entorno propicio para la entrada y operación de empresas de inversión extranjera directa.

ANEXO 3

DETERMINACIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS EN EL SISTEMA BANCARIO GUATEMALTECO³²

I. INTRODUCCIÓN

Para un banco central es importante conocer cómo se determinan las tasas de interés en el sistema bancario, ya que esto le permitiría ir profundizando en la efectividad de la utilización de sus instrumentos de política monetaria (es decir, en los mecanismos de transmisión de la política monetaria). Aunque el traspaso de la utilización de los instrumentos de política se efectúa por diferentes canales de transmisión, la importancia que tiene la intermediación de los bancos respecto de los otros actores del sistema financiero guatemalteco hace necesario ahondar en el análisis de la determinación de sus tasas de interés. Además, dicho análisis permite obtener de manera implícita información relevante, tanto de las decisiones de optimización de los bancos como de los agentes económicos.

Tomando en cuenta que la determinación de las tasas de interés varía de acuerdo a las características que prevalecen en el sistema bancario, para el caso de Guatemala se utilizaron las siguientes condiciones: a) la economía es pequeña y abierta; b) existe libre movilidad de capitales; c) el tipo de cambio es flexible; d) se puede decidir entre depósitos y crédito en moneda nacional o extranjera; y e) existe competencia entre los bancos.

II. EL MODELO

Para el presente análisis se consideró utilizar un modelo con enfoque microeconómico que supone la existencia de un banco representativo que maximiza intertemporalmente su función de utilidad, sujeto a restricciones de su hoja de balance, dadas por las características del sistema financiero guatemalteco.

El banco de forma óptima determina las tasas de interés de créditos y depósitos en moneda nacional y en moneda extranjera ($R_L, R_D ; R_L^{\$}, R_D^{\$}$) y participa en el mercado interbancario, ya sea como banco deficitario o superavitario, con una tasa de interés (R) dada. El modelo general puede expresarse de la manera siguiente:

³² Fuente: “Determinación de las tasas de interés en el sistema bancario guatemalteco: Una aproximación al proceso de optimización bancaria”. Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos. Banco de Guatemala. Julio de 2013.

$$\begin{aligned}
\text{Max } \Pi &= \underbrace{R_L(L, L^\$)L + E(1 + e^e)R_L^\$(L^\$, L)L^\$ + RM + E(1 + e^e)R^\$M^\$}_{\text{Ingresos Financieros}} \\
&\quad - \underbrace{R_D(D, D^\$)D - E(1 + e^e)R_D^\$(D^\$, D)D^\$}_{\text{Gastos Financieros}} - \underbrace{C(L, L^\$, D, D^\$)}_{\text{Costos Operacionales}} \quad (1)
\end{aligned}$$

La posición neta del mercado interbancario se especifica así,

$$M = (1 - \gamma)D - L \text{ y } M^\$ = (1 - \gamma^\$)D^\$ - L^\$ \quad (2)$$

donde, R_L es la tasa de interés activa en moneda nacional, L es el monto de la cartera crediticia en moneda nacional, E es el tipo de cambio nominal, e^e es la tasa de depreciación esperada, $R_L^\$$ es la tasa de interés activa en moneda extranjera, $L^\$$ es el monto de la cartera crediticia en moneda extranjera, R es la tasa de interés interbancaria en moneda nacional, M es la posición neta del mercado interbancario en moneda nacional ya especificada en la ecuación (2), $R^\$$ es la tasa de interés interbancaria en moneda extranjera, $M^\$$ es la posición neta del mercado interbancario en moneda extranjera, R_D es la tasa de interés pasiva en moneda nacional, D es el monto de las captaciones en moneda nacional, $R_D^\$$ es la tasa de interés pasiva en moneda extranjera, $D^\$$ es el monto de las captaciones en moneda extranjera, C representa los costos operacionales del banco representativo que están en función de los créditos otorgados y los depósitos, γ se refiere a la tasa de encaje en moneda nacional y $\gamma^\$$ es la tasa de encaje en moneda extranjera.

Derivando la función de utilidad del banco representativo respecto de $L, D, L^\$$ y $D^\$$ se obtuvieron las siguientes funciones de tasa de interés:

A. Tasa de interés activa en moneda nacional:

$$R_L(L, L^\$) = \left[\frac{\varepsilon_L}{\varepsilon_L - 1} \right] \left\{ R + \left[\frac{1}{\varepsilon_{C,L}} \cdot \frac{C}{L} \right] - \delta_L(1 + e^e) \frac{1}{\varepsilon_{L^\$, L^\$}} R_L^\$(L^\$, L) \right\} \quad (3)$$

donde, $\left[\frac{\varepsilon_L}{\varepsilon_L - 1} \right]$ es la elasticidad de la cartera crediticia en MN respecto la tasa de interés activa en MN; R es la tasa de interés interbancaria en MN; $\left[\frac{1}{\varepsilon_{C,L}} \cdot \frac{C}{L} \right]$ es el inverso de la elasticidad de los costos operacionales respecto de la cartera crediticia en MN por la relación de costos sobre la cartera crediticia; δ_L es el grado de dolarización de

la cartera crediticia; e^e es la tasa de depreciación esperada; $\frac{1}{\varepsilon_{LL}^{\$}}$ es el inverso de la elasticidad cruzada de la cartera de crédito en MN respecto la tasa de interés activa en ME; y, $R_L^{\$}$ es la tasa de interés activa en ME.

B. Tasa de interés pasiva en moneda nacional:

$$R_D(D, D^{\$}) = \left[\frac{\varepsilon_D}{\varepsilon_D - 1} \right] \left\{ (1 - \gamma)R + \left[\frac{1}{\varepsilon_{c,D}} \cdot \frac{C}{D} \right] - \delta_D(1 + e^e) \frac{1}{\varepsilon_{DD}^{\$}} R_{D^{\$}}(D^{\$}, D) \right\} \quad (4)$$

donde, $\left[\frac{\varepsilon_D}{\varepsilon_D - 1} \right]$ es la elasticidad de las captaciones en MN respecto la tasa de interés pasiva en MN; γ es la tasa de encaje en MN; R es la tasa de interés interbancaria en MN; $\left[\frac{1}{\varepsilon_{c,D}} \cdot \frac{C}{D} \right]$ es el inverso de la elasticidad de los costos operacionales respecto de las captaciones en MN por la relación de costos sobre las captaciones; δ_D es el grado de dolarización de las captaciones; e^e es la tasa de depreciación esperada; $\frac{1}{\varepsilon_{DD}^{\$}}$ es el inverso de la elasticidad cruzada de las captaciones en MN respecto la tasa de interés pasiva en ME; y, $R_{D^{\$}}$ es la tasa de interés pasiva en ME.

C. Tasa de interés activa en moneda extranjera:

$$R_L^{\$}(L^{\$}, L) = \left[\frac{\varepsilon_{L^{\$}}}{\varepsilon_{L^{\$}} - 1} \right] \left\{ R^{\$} + \frac{1}{E(1 + e^e)} \cdot \left[\frac{1}{\varepsilon_{c,L^{\$}}} \cdot \frac{C}{L^{\$}} \right] - \frac{1}{\delta_L} \cdot \frac{1}{\varepsilon_{L^{\$}L}} \cdot \frac{1}{(1 + e^e)} R_L(L, L^{\$}) \right\} \quad (5)$$

donde, $\left[\frac{\varepsilon_{L^{\$}}}{\varepsilon_{L^{\$}} - 1} \right]$ es la elasticidad de la cartera crediticia en ME respecto la tasa de interés activa en ME; $R^{\$}$ es la tasa de interés interbancaria en ME; $\frac{1}{E(1 + e^e)}$ es el inverso del producto del tipo de cambio nominal por la tasa de depreciación esperada; $\left[\frac{1}{\varepsilon_{c,L^{\$}}} \cdot \frac{C}{L^{\$}} \right]$ es el inverso de la elasticidad de los costos operacionales respecto de la cartera crediticia en ME por la relación de costos sobre la cartera crediticia; $\frac{1}{\delta_L}$ es el inverso del grado de dolarización de la cartera crediticia; $\frac{1}{\varepsilon_{L^{\$}L}}$ es el inverso de la elasticidad cruzada de la cartera de crédito en ME respecto la tasa de interés activa en MN; $\frac{1}{(1 + e^e)}$ es el inverso de la tasa de depreciación esperada; y, R_L es la tasa de interés activa en MN.

D. Tasa de interés pasiva en moneda extranjera:

$$R_D^{\$}(D^{\$}, D) = \left[\frac{\varepsilon_{D^{\$}}}{\varepsilon_{D^{\$}} - 1} \right] \left\{ R^{\$}(1 - \gamma^{\$}) + \frac{1}{E(1 + e^e)} \cdot \left[\frac{1}{\varepsilon_{C, D^{\$}}} \cdot \frac{C}{D^{\$}} \right] - \frac{1}{\delta_D} \cdot \frac{1}{\varepsilon_{D^{\$} D}} \right. \\ \left. \cdot \frac{1}{(1 + e^e)} R_D(D, D^{\$}) \right\} \quad (6)$$

donde, $\left[\frac{\varepsilon_{D^{\$}}}{\varepsilon_{D^{\$}} - 1} \right]$ es la elasticidad de las captaciones en ME respecto la tasa de interés pasiva en ME; $\gamma^{\$}$ = Tasa de encaje en ME; $R^{\$}$ es la tasa de interés interbancaria en ME; $\frac{1}{E(1+e^e)}$ es el inverso del producto del tipo de cambio por la tasa de depreciación esperada; $\left[\frac{1}{\varepsilon_{C, D^{\$}}} \cdot \frac{C}{D^{\$}} \right]$ es el inverso de la elasticidad de los costos operacionales respecto de las captaciones en ME por la relación de costos sobre las captaciones; $\frac{1}{\delta_D}$ es el inverso del grado de dolarización de las captaciones; $\frac{1}{\varepsilon_{D^{\$} D}}$ es el inverso de la elasticidad cruzada de las captaciones en ME respecto la tasa de interés pasiva en MN; $\frac{1}{(1+e^e)}$ es el inverso de la tasa de depreciación esperada; y, R_D es la tasa de interés pasiva en MN.

El modelo es lineal y por simplicidad, siguiendo el principio de parsimonia, fue estimado con el método de Mínimos Cuadrado Ordinarios (MCO).

El modelo trata de demostrar como las variables dependientes, tasa de interés activa en moneda nacional (R_L), tasa de interés pasiva en moneda nacional (R_D), tasa de interés activa en moneda extranjera ($R_L^{\$}$), tasa de interés pasiva en moneda extranjera ($R_D^{\$}$), son explicadas por las variables obtenidas mediante el proceso de optimización ya desarrollado. Cabe indicar que al utilizarse una relación logarítmica en ambos lados de la ecuación, los coeficientes obtenidos representan elasticidades.

III. VARIABLES UTILIZADAS

Para poder llevar a cabo las estimaciones de las tasas de interés mediante los modelos especificados en las ecuaciones 3, 4, 5 y 6, se construyeron las elasticidades de la cartera crediticia con respecto a la tasa de interés activa, tanto para el caso de moneda nacional (mn) como extranjera (me); el inverso de la elasticidad de los costos operacionales de la cartera crediticia en mn y me por la relación de costos sobre la cartera crediticia; el grado de dolarización de la

cartera crediticia; la tasa de depreciación esperada; la elasticidad cruzada de la cartera crediticia en mn y me respecto de la tasa de interés activa en me y mn, respectivamente; la elasticidad de las captaciones respecto de la tasa de interés pasiva, ambas en mn y me; el inverso de la elasticidad de los costos operacionales de las captaciones en mn y me por la relación de costos sobre las captaciones; el grado de dolarización de las captaciones, el inverso de la elasticidad cruzada de las captaciones en me y mn respecto de la tasa de interés pasiva en me y mn, respectivamente; el inverso de la tasa de depreciación esperada; la tasa de encaje vigente y, en sustitución de la tasa de interés interbancaria, el promedio mensual de la tasa de interés de reportos a 7 días en mn y me.

Se utilizó información mensual para el período de enero de 2005 a diciembre de 2012, por lo que la muestra incluye noventa y seis observaciones para cada variable. Se tomó este período de estudio debido a que en 2005 se adoptó el Esquema de Metas Explícitas de Inflación (EMEI) en Guatemala. Para la construcción de las elasticidades se utilizaron las variables en diferencias obteniéndose series estacionarias y las tasas de interés dentro del modelo se transformaron a logaritmos reduciendo así la variabilidad de los datos con el objetivo de lograr un mejor ajuste de los modelos estimados.

IV. ESTIMACIÓN Y RESULTADOS

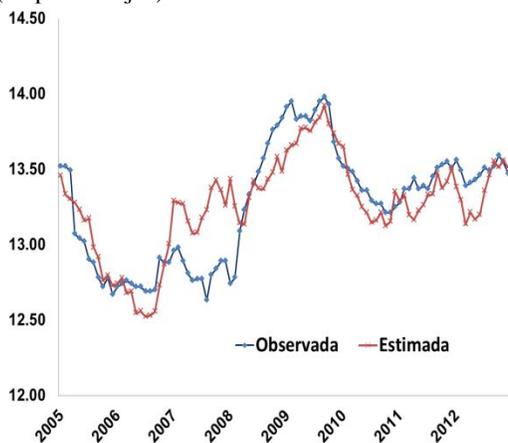
Al realizar las estimaciones obtenidas mediante los modelos especificados en las ecuaciones 3, 4, 5 y 6 se obtuvieron resultados satisfactorios y aproximaciones correctas del comportamiento de las tasas de interés del sistema bancario de Guatemala para el período 2005-2012, como se observa en las gráficas siguientes.

Los resultados indican que es posible estimar las tasas de interés mediante el modelo de optimización propuesto, logrando un buen grado de ajuste. El análisis de series de tiempo muestra que las variables utilizadas en conjunto explican en buena medida el comportamiento de las tasas de interés y los resultados presentan un alto grado de correlación ya que logran capturar el movimiento y tendencia de las tasas observadas.

Se comprueba el adecuado ajuste de los modelos especificados, obteniéndose coeficientes de determinación (R^2) en

Gráfica A3.1

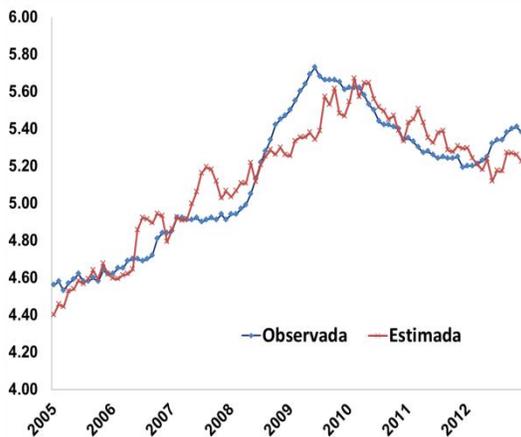
Tasa de interés activa en moneda nacional observada y estimada (en porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A3.2

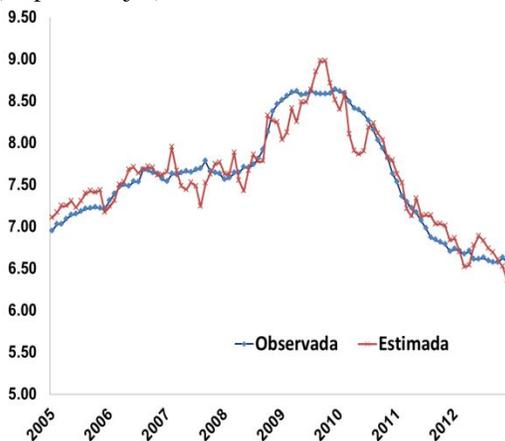
Tasa de interés pasiva en moneda nacional observada y estimada (en porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A3.3

Tasa de interés activa en moneda extranjera observada y estimada (en porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

niveles satisfactorios y coeficientes que son estadísticamente significativos; con los signos esperados de conformidad con la teoría económica. Análogamente, el grado de significancia global entre las variables tuvo un resultado favorable y bajos errores estándar de regresión³³.

V. CONSIDERACIONES FINALES

De acuerdo a los coeficientes obtenidos mediante los cuatro modelos estimados, se observó que los principales determinantes de la tasa de interés activa en moneda nacional son el grado de dolarización de la cartera crediticia y la tasa de interés activa en moneda extranjera, lo que evidencia que son productos sustitutos, por tanto, al encarecerse el crédito en moneda extranjera, se incrementa la demanda de crédito en moneda nacional y, por ende, la tasa de interés en la referida moneda.

Por su parte, se determinó que el comportamiento de la tasa de interés pasiva en moneda nacional está influenciado por el grado de dolarización de las captaciones y por la elasticidad de los costos operacionales respecto de las captaciones, lo cual podría estar asociado a que los bancos enfrentan mayores costos cuando se incrementan sus captaciones, las cuales están en función directa de la tasa de interés pasiva.

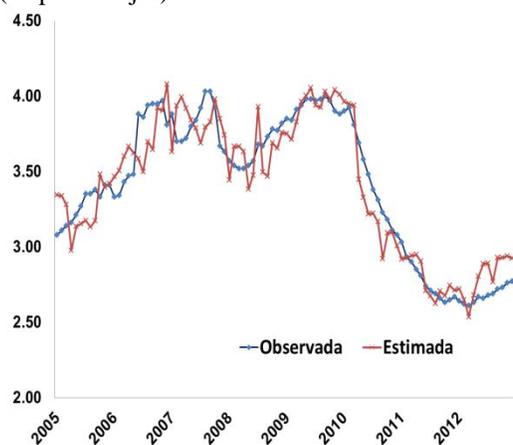
En cuanto a la tasa de interés activa en moneda extranjera, se estableció que las principales variables que determinan su evolución son el grado de dolarización de la cartera crediticia y el tipo de cambio esperado, el cual también es uno de los principales determinantes de la tasa de interés pasiva en moneda extranjera, así como la tasa de interés pasiva en moneda nacional, derivado de la competencia por las captaciones.

En cuanto a la tasa de interés de las operaciones de reporte, cabe indicar que de conformidad con la derivación matemática de los modelos, para el caso de las funciones de tasa de interés activa, en moneda nacional y extranjera, se define como un determinante directo de las referidas tasas, en tanto que, para las tasas pasivas su incidencia está relacionada a la tasa de encaje. De acuerdo con los resultados obtenidos se observa que, a excepción de la tasa de interés activa en

³³ Dado que el fin del presente estudio es establecer los factores que determinan el comportamiento de las tasas de interés y no proyectarlas, no se usan otras técnicas que pueden ser más útiles para proyectar.

Gráfica A3.4

Tasa de interés pasiva en moneda extranjera observada y estimada (en porcentajes)



Fuente: Banco de Guatemala.

moneda nacional, hay un traspaso directo de los movimientos de la tasa de interés de operaciones de reporto hacia las tasas de largo plazo. Para el caso de la tasa de interés activa en moneda nacional, los resultados indican que aumentos en la tasa de interés de reporto provocan, al menos de forma contemporánea, reducciones de la tasa activa. No obstante, se pudo verificar que dicha relación se convierte en positiva al utilizar la tasa de interés de reportos rezagada.

En general, de conformidad con los resultados anteriores, es posible afirmar que el comportamiento de las tasas de interés es congruente con el proceso de optimización analizado en los modelos desarrollados, por lo que constituye un aporte adicional al debate del tema y, aunque no se pretende ser concluyente, se sienta una base sobre la cual se puede continuar mejorando la comprensión del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Cuadro A3.1
Resultados Econométricos

Variable Independiente	Variable Dependiente							
	Tasa de interés Activa en M/N		Tasa de interés Pasiva en M/N		Tasa de interés Activa en M/E		Tasa de interés Pasiva en M/E	
	Coef.	S. Error						
Elasticidad cartera cred. MN respecto de la tasa activa MN	0.00042	0.00151						
Tasa de reportos	-0.09984	0.01281			0.16583	0.00847		
Elasticidad de los costos respecto de la cartera crediticia	0.02858	0.31878			-0.01312	0.02851		
Grado de dolarización de la cartera crediticia	0.69834	0.05658			-0.86695	0.10011		
Tasa de depreciación esperada	0.01432	0.21129			1.22505	0.37808	4.28488	0.51250
Elasticidad cruzada del crédito respecto de la tasa activa ME	-0.00032	0.00084						
Tasa activa ME	0.16260	0.02468						
Elasticidad captaciones MN respecto de la tasa pasiva MN			-0.00173	0.00557				
Tasa de encaje * tasa de reportos en moneda extranjera			0.01240	0.00322			0.12813	0.01486
Elasticidad de los costos respecto de las captaciones			1.32252	1.87306			0.00635	0.00597
Grado de dolarización de las captaciones			1.81085	0.08897			0.09592	0.01309
Elasticidad cruzada de captaciones respecto de la tasa pasiva ME			-0.00029	0.00102				
Tasa pasiva en ME			0.23256	0.02443				
Elasticidad cartera cred. ME respecto de la tasa activa ME					-0.23477	0.01807		
TC * depreciación esperada					-20.64629	1.36659	-17.94054	2.69037
Elasticidad cruzada del crédito respecto de la tasa activa MN					-0.03259	0.02558		
Tasa activa MN					2.22588	0.27976		
Elasticidad cartera cred. ME respecto de la tasa activa ME							-0.01238	0.00494
Elasticidad cruzada de captaciones respecto de la tasa activa MN							0.00225	0.01219
Tasa activa en MN							1.34624	0.19490
R2		0.67015		0.86002		0.89503		0.89445
Sum. residuos al cuadrado		0.02711		0.06589		0.06425		0.20743
S.E. de regresión		0.01755		0.02721		0.02889		0.04883
Estadístico F		25.54141		91.13061		82.06623		92.15701
Prob		0.00000		0.00000		0.00000		0.00000

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Agencia Internacional de Energía (2013). Oil market report, informes de abril, mayo y junio.
2. Ball, L. y N. Sherida. (2005). “Does inflation targeting Matter?”. En Bernanke, B y M. Woodford. (Eds). The inflation targeting debate. The University of Chicago Press, Chicago.
3. Banco Central de Honduras. Comercio Exterior de Mercancías Generales. A abril de 2013.
4. Banco Central de Honduras. Índice Mensual de Actividad Económica. A abril de 2013.
5. Banco Central de Inglaterra. (2012). “State of the art inflation targeting-2012”. Centre for Central Banking Studies. Handbook No. 29.
6. Banco Central de Japón. Comunicado sobre la Política Monetaria. Junio 2013.
7. Banco de Pagos Internacionales. Informe Trimestral. Junio 2013.
8. BBVA Research. “Análisis Económico de la Situación Global”. Segundo Trimestre 2013. Mayo 2013.
9. BBVA Research. “Situación Europa”. Segundo Trimestre 2013. Mayo 2013.
10. BBVA Research. “Situación Latinoamérica”. Segundo Trimestre 2013. Mayo 2013.
11. Blinder, A. (1999). Central Banking in Theory and Practice. Cambridge, MA, EE.UU. MIT Press.
12. Brady, Aaron; Meyer, Jeff (2013). “Oil prices at a crossroads as Brent flirts with \$100”. IHS CERA, Market Briefing.
13. Brady, Aaron; Meyer, Jeff (2013). “Will the second half of 2013 bring further oil Price weakness?”, IHS CERA, Market Briefing.
14. Bringas, Paul y Tuesta, Vicente (1998). “Determinantes de la tasa de interés interbancaria y la importancia de la variabilidad para su estimación”. Banco Central de Reserva del Perú. Revista Estudios Económicos No.3.
15. Callisperis, Eduardo; Cupé, Ernesto y Requena, Bernardo (1996). “Determinantes Macro y Microeconómicos de las Tasas de Interés Pasivas y Spreads”. Unidad de Análisis de Políticas Sociales y Económicas. Revista de Análisis Económico Vol. 15.
16. Campbell, J.Y., and J.H. Cochrane. (1999). “By Force of Habit: A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior”. Journal of Political Economy, Vol. 107, No.2.
17. Cochrane, J.H. (2001). Asset Pricing. New Jersey, Princeton University Press.
18. Comisión Económica para América Latina y el Caribe –CEPAL– (2012). “Foreign Direct Investment in Latin America and the Caribbean” Briefing paper.
19. Comisión Económica para América Latina y el Caribe –CEPAL– (2013). “Foreign Direct Investment in Latin America and the Caribbean” Briefing paper.
20. Comité Federal de Mercado Abierto. Reserva Federal. Minutas de las reuniones de mayo y junio de 2013.
21. Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo –UNCTAD– (1998). “World Investment Report 1998, Trends and Determinants” Naciones Unidas.
22. Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo –UNCTAD– (2009). “UNCTAD Training Manual on Statistics for FDI and the Operations of TNCs” Naciones Unidas, Vol. I.
23. Cox, John; Ingersoll, Jonathan y Ross, Stephen (1985). “A Theory of the Term Structure of Interest Rates”. Econometría Vol. 53 No.2.
24. De Bont, Gabe (2002). “Retail Bank Interest: New Evidence at the Euro Area Level”. European Central Bank. Working Paper No. 136.
25. Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (2013). “Grain world markets and trade”, informes de abril, mayo y junio.
26. Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (2013). “Wheat Outlook”, informes de abril, mayo y junio.
27. Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (2013). “World agricultural production”, informes de abril, mayo y junio.
28. Departamento de Energía de los Estados Unidos de América (2013). Short term energy outlook, informes de abril, mayo y junio.
29. Departamento de Energía de los Estados Unidos de América (2013). This week in petroleum, informes de abril, mayo y junio.
30. Departamento de Energía de los Estados Unidos de América (2013). Today in energy, notas de abril, mayo y junio.
31. Dunning, H. (2000). “The Eclectic Paradigm as an Envelope for Economic and Business Theories of MNE Activity” International Business Review 9 (2000), p. 163-190.

32. Engle, R.F. (1982). "Autoregressive conditional heteroskedasticity with estimates of the variance of United Kingdom inflation", *Econometría*, 50: 987-1007.
33. Faia, Ester y Monacelli, Tommaso (2004). "Welfare-Maximization Interest Rate Rules, Asset Price and Credit Frictions". CEPR Discussion Paper.
34. Feldstein, Martin y Eckstein, Otto (1970). "The Fundamental Determinants of the Interest Rates". The MIT Press. *The Review of Economics and Statistics* Vol. 52.
35. Fondo Monetario Internacional (2005). "Does inflation targeting work in emerging markets?" *World Economic Outlook*. Septiembre: 161-186.
36. Fondo Monetario Internacional (2010). "Perspectivas Económicas: Las Américas, Caluroso en el Sur, Más Frío en el Norte". *Estudios Económicos y Financieros*. Fondo Monetario Internacional, Washington. D.C.
37. Fondo Monetario Internacional. Actualización de las Estimaciones Centrales. *Perspectivas de la Economía Mundial*. Julio 2013.
38. Fondo Monetario Internacional. Consulta del Artículo IV de 2013 con El Salvador. Junio 2013.
39. Fondo Monetario Internacional. Consulta del Artículo IV de 2013 con los Estados Unidos de América. Junio 2013.
40. Fondo Monetario Internacional. "Perspectivas de la Economía Mundial". Abril 2013.
41. Fondo Monetario Internacional. "Perspectivas Económicas Las Américas". Mayo 2013.
42. Fondo Monetario Internacional. "Perspectivas y Riesgos de la Implementación de las Políticas Abenómicas de Japón". Junio 2013.
43. Foro Económico Mundial –FEM– (2012) "The Global Competitiveness Report", Edición 2012-2013.
44. Galí, J. (2002). *New Perspectives on Monetary Policy, Inflation and the Business Cycle*. Discusión del CEPR. Paper No 3210.
45. Gambacorta, Leonardo (2004). "How do Banks Set Interest Rates?". National Bureau of Economic Research. Working Paper No. 10295.
46. Gigineishvili, Nikoloz (2011). "Determinants of interest rates pass-Through: Do Macroeconomic Conditions and Financial Market Structure Matter?" International Monetary Fund. Working Paper WP/11/176.
47. Huertas, Carlos; Jalil, Munir; Olarte, Sergio y Romero, José (2005). "Algunas Consideraciones del Canal de Crédito y la Transmisión de Tasas de Interés en Colombia". Banco de la República. Subgerencia de Estudios Económicos.
48. IHS CERA, (2013). *Crude oil market outlook*, presentaciones de abril, mayo y junio.
49. IHS CERA, (2013). "Turning Point, after remarkable stability, oil fundamentals point to lower prices", *World Oil Watch*, mayo.
50. Instituto Nacional de Estadística, (2013). *Índice de Precios al Consumidor y Costo de la Canasta Básica Alimentaria y Vital*, informes de abril, mayo y junio.
51. Johnson, C. (2001). "Value at Risk: Teoría y Aplicaciones", *Estudios de Economía*, 28 (2): 217-247.
52. Keller, W. (2009). "International Trade, Foreign Direct Investment, and Technology Spillovers" National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper Series No. 15442.
53. Levy, Yeyati y F. Sturzenegger (2007). "Fear of Appreciation". KSG Working Paper. 07-047. Harvard University.
54. Little, J. y T. Romano (2009). "Inflation targeting: Central bank practice overseas". *Public Policy Briefs* 8. Federal Reserve Bank of Boston.
55. Melo, Luis y Becerra, Oscar (2006). "Una Aproximación a la Dinámica de las Tasas de Interés de Corto Plazo en Colombia a través de modelos Garch Multivariados". Banco de la República de Colombia. Borradores de Economía No. 366.
56. Mihov, I. y A. Rose (2008). "Is old money better than new? Duration and monetary regimes. *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal* 2: 2008-2013.
57. Mishkin, F. y M. Savastano (2001). "Monetary policy strategies for Latin America". *Journal of Development Economics*. 66: 415-444.
58. Mishkin, F. y K. Schmidt-Hebbel (2007). "Does inflation targeting make a difference?" en Mishkin y Schmidt-Hebbel (Eds). *Monetary Policy Under Inflation Targeting*. Banco Central de Chile: 291-372.
59. Mogrovejo, J. (2005). "Factores Determinantes de la Inversión Extranjera Directa en Algunos Países de Latinoamérica" *Estudios Económicos de Desarrollo Internacional*, Vol. 5-2 (2005), p. 63-94.
60. Mooya, M. (2003). "Determinants of Foreign Direct Investment Theory and Evidence, With Zambia as Case Study".
61. Obstfeld, Maurice. 1994. "The Logic of Currency Crises". *Cahiers Economiques et Monétaires*. 43: 311-325.

62. Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (2013). “Crop prospects and food situation”, junio.
63. Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (2013). “Global food price monitor”, informes de abril, mayo y junio.
64. Organización de Países Exportadores de Petróleo (2013). Monthly oil market report, informes de abril, mayo y junio.
65. Potter, J. (2002). “Embedding Foreign Direct Investment” Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).
66. Roca, Richard (2002). “La Tasa de Interés y sus Principales Determinantes”. Instituto de Investigación de Economía. Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Documentos de Investigación No. 02-003.
67. Sarno, L. y M. Taylor (1997). “Money, Accounting Labels and the Permanence of Capital Flows to Developing Countries: An Empirical Investigation”. Journal of Development Economics. 59: 337-364.
68. Standard & Poor’s Ratings. Calificación Crediticia de los Estados Unidos de América. Junio 2013.
69. Unidad de Inteligencia de The Economist. Perspectivas Mundiales. Junio 2013.
70. Unidad de Inteligencia de The Economist. Reporte Estados Unidos de América. Junio 2013.
71. Unidad de Inteligencia de The Economist. Reporte Japón. Junio 2013.
72. Unidad de Inteligencia de The Economist. Reporte México. Junio 2013.
73. Winkler, D. (2013). “Potential and Actual FDI Spillovers in Global Value Chains” Banco Mundial (BM), Policy Research Working Paper No. 6424.