



BANCO DE GUATEMALA



**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
A MARZO DE 2014**

CONTENIDO¹

EL ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA	1
DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA.....	3
RESUMEN EJECUTIVO.....	4
I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL	12
A. COYUNTURA RECIENTE	12
1. Panorama general.....	12
2. Desempeño de las economías avanzadas	13
3. Desempeño de las economías emergentes	17
4. Mercados financieros internacionales.....	20
5. Precios internacionales de algunas materias primas.....	23
6. Inflación y política monetaria.....	28
B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS	34
II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO	40
A. ACTIVIDAD ECONÓMICA	40
B. SECTOR EXTERNO	40
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	45
3. Variables informativas de la política monetaria	48
D. FINANZAS PÚBLICAS	52
1. Ingresos	53
2. Gastos.....	53
3. Resultado fiscal y financiamiento.....	54
ANEXOS	
ANEXO 1	
ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL	57

¹ El Informe fue elaborado tomando en cuenta la información disponible al 14 de abril de 2014.

ANEXO 2

TASA DE INTERÉS REAL NEUTRAL: METODOLOGÍAS ALTERNATIVAS APLICADAS A
GUATEMALA 61

ANEXO 3

LA DEMANDA DE DINERO CON INNOVACIONES FINANCIERAS: EL CASO DE GUATEMALA 66
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS 70

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A MARZO DE 2014

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. En el caso de Guatemala, el EMEI incorpora el compromiso de la autoridad monetaria de utilizar las facultades que la ley le otorga para alcanzar la estabilidad en el nivel general de precios (entendida ésta como una inflación baja y estable) y se hace operativa por medio de una meta de inflación cuantitativa y explícita, buscando que la inflación observada se ubique en torno a la misma.

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

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

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

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

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

DECISIONES RECIENTES DE TASA DE INTERÉS LÍDER DE POLÍTICA MONETARIA

Conforme el calendario previsto, durante el primer trimestre de 2014, la Junta Monetaria se reunió en febrero y marzo para decidir sobre el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria.

En la sesión de febrero, Junta Monetaria decidió mantener la tasa de interés líder de política monetaria en 5.00%, mientras que en la reunión de marzo decidió disminuirla 25 puntos básicos (a 4.75%) considerando que, en el ámbito externo, la actividad económica mundial continuaba recuperándose y que la inflación se mantenía contenida, en particular en las economías avanzadas, aunque seguían privando riesgos a la baja, concentrados en las economías con mercados emergentes. Además, consideró que los precios internacionales de algunas materias primas, como petróleo, maíz y trigo, se mantenían estables.

En el ámbito interno, tomó en cuenta que la actividad económica seguía evidenciando un ritmo de crecimiento consistente con lo previsto, lo cual se reflejaba en el comportamiento de algunos de los principales indicadores de corto plazo (consumo total, comercio exterior y remesas familiares). Subrayó que el ritmo inflacionario total a febrero se ubicó en 3.50%, dentro de la meta de inflación de mediano plazo de 4.0% +/- 1 punto porcentual y que los pronósticos de inflación se mantenían dentro de la meta para el horizonte de política relevante.

RESUMEN EJECUTIVO

En el entorno externo, desde mediados del año previo, la actividad económica mundial comenzó a evidenciar un mayor dinamismo derivado de la mejora en la actividad de las economías avanzadas, aunque con una leve moderación en la senda de crecimiento de las economías con mercados emergentes y en desarrollo. Ese alentador comportamiento en las economías avanzadas ha continuado y de conformidad con el Fondo Monetario Internacional (FMI) se puede anticipar que el crecimiento económico mundial para 2014 pueda alcanzar 3.6% (3.0% en 2013). Las economías avanzadas crecerían 2.2% (1.3% el año previo); en tanto que las economías con mercados emergentes continuarían contribuyendo en mayor medida que las avanzadas al crecer 4.9%, tasa levemente mayor a la de 2013 (4.7%).

El impulso en la recuperación económica de los Estados Unidos de América, que viene consolidándose desde el segundo semestre de 2013, fortalecería dicha previsión. La recuperación de la Zona del Euro también tendría un impacto positivo, mientras que en Japón el crecimiento económico se mantendría en niveles similares a los de 2013. La recuperación de las economías avanzadas ha sido apoyada por políticas monetarias acomodaticias, condiciones financieras menos restringidas y menores ajustes fiscales. En cuanto a las economías emergentes, cuyo crecimiento económico continuaría siendo superior al de las economías avanzadas, mostraría alguna ralentización, especialmente por un dinamismo levemente menor en la República Popular China, aunque en niveles que podrían ser más sostenibles en el mediano plazo. En este grupo de economías el crecimiento se sustentaría, principalmente, en una mayor demanda externa.

En los Estados Unidos de América, la mayor solidez en el proceso de recuperación económica deviene de una demanda interna creciente (asociada al dinamismo del consumo privado); un incremento de la inversión fija, tanto residencial como no residencial; de la confianza de los consumidores y de las empresas; de una política monetaria que continuará siendo acomodaticia; de condiciones financieras favorables; y del menor ajuste fiscal. Se prevé que el PIB registre un crecimiento de 2.8% en 2014, considerablemente superior al del año anterior (1.9%).

Cabe mencionar que se han mitigado algunos de los riesgos que conlleva la incertidumbre en materia de políticas monetaria y fiscal, dado que a partir de enero de 2014 se materializó la reducción gradual del estímulo monetario (denominado *tapering*) por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América (FED) que había sido anticipada por los mercados desde mayo del año pasado. En el ámbito fiscal, el consenso político logrado en diciembre de 2013 para aprobar el presupuesto federal para 2014 y en febrero de 2014 para dejar en suspenso temporalmente el límite al techo de la deuda pública, no solo redujo la incertidumbre, sino que también el nivel de ajuste fiscal para 2014, lo cual tendría un impacto relevante en esa economía.

La Zona del Euro mostró un crecimiento positivo en el cuarto trimestre de 2013, luego de siete trimestres de contracción económica, aunque la recuperación ha sido desigual entre los países del centro y de la periferia. La recuperación de la región se sustenta en una mejora en la confianza, un aumento de la demanda externa, menores restricciones fiscales, una reactivación de la demanda interna, aunque aún incipiente. Lo anterior, ocurre en un contexto en el que el Banco Central Europeo (BCE) mantiene una postura de política monetaria altamente acomodaticia. Además, las mejores condiciones de financiamiento y los avances alcanzados en el marco de la consolidación fiscal, unión bancaria y reformas estructurales, han jugado un papel fundamental. Sin embargo, los altos niveles de desempleo, las deterioradas hojas de balance, tanto públicas como privadas, y la fragmentación financiera, siguen siendo factores que limitan el crecimiento económico de mediano plazo en dicha región, especialmente en los países de la periferia, por lo que los riesgos a la baja persisten, aunque en menor medida respecto de los previstos anteriormente. En ese contexto, se anticipa un crecimiento de 1.1% para 2014, que contrasta con la contracción de 0.5% en 2013.

En Japón, las medidas de estímulo fiscal y monetario (denominadas “Abenómicas”) impulsadas en 2013 lograron un efecto positivo en el crecimiento económico, reflejado en los resultados del consumo y de la inversión pública. Dicho efecto continuó en el primer trimestre de 2014, como resultado de un repunte temporal en la demanda interna, en especial de la inversión residencial y el consumo privado, previo a la entrada en

vigencia del aumento del impuesto sobre las ventas, previsto para abril de este año. No obstante, persisten algunos riesgos a la baja, como el deterioro del sector externo, ante una posible menor demanda externa, principalmente de la República Popular China y una fuerte dependencia de bienes importados. Se prevé que el crecimiento de la economía japonesa en 2014 se ubique en 1.4%, ligeramente inferior al 1.5% de 2013.

En cuanto a las economías emergentes y países en desarrollo, la moderación en su ritmo de expansión también refleja el endurecimiento de las condiciones financieras (tanto externas como internas), resultado, en parte, de los efectos en los mercados derivados de la normalización de la política monetaria de los países avanzados. No obstante, por el lado de la demanda externa, se prevé una mejora en las exportaciones debido al mayor dinamismo de la actividad económica de las economías avanzadas, así como a la depreciación que registran algunas monedas.

La República Popular China durante el primer trimestre de 2014, continuó dando señales de ralentización económica, por lo que su tasa de crecimiento económico pasaría de 7.7% en 2013 a 7.4% en 2014, dicha tasa es congruente con la expectativa de crecimiento económico de las autoridades chinas (7.5%). Cabe indicar que dicha moderación se enmarca en el plan de reforma económica que busca impulsar una transición hacia un crecimiento más equilibrado y sostenible, impulsado por el consumo privado.

En América Latina y el Caribe, la actividad económica se ha visto limitada por diversos factores, dentro de los que destacan restricciones al financiamiento, salida de capitales, caída en los mercados bursátiles y reducción en los precios de algunas materias primas que exportan, por lo que el FMI pronostica un crecimiento de 2.5% para 2014, levemente inferior al de 2013 (2.7%). Para las economías de Centroamérica se prevé una tasa de crecimiento promedio de alrededor de 3.2%, levemente superior a la del año anterior (3.1%).

Los mercados financieros internacionales durante el primer trimestre mostraron episodios de volatilidad, asociados, principalmente, a la implementación del retiro del estímulo monetario por parte de la FED y a la expectativa de ralentización de la actividad económica en los países emergentes

(particularmente en la República Popular China), aunque dichos episodios se habrían moderado, parcialmente, por el consenso político alcanzado con relación a la suspensión temporal del límite al techo de deuda pública en los Estados Unidos de América.

En el contexto descrito, los mercados bursátiles en las economías avanzadas mostraron resultados favorables, mientras que en las economías emergentes han observado una moderación. Adicionalmente, estas últimas economías han registrado alta volatilidad en sus tipos de cambio nominales, mostrando depreciaciones importantes ante las salidas de capital, por lo que las condiciones financieras se han restringido.

Los precios internacionales de las materias primas, durante el primer trimestre del año mostraron un comportamiento ligeramente al alza respecto del año previo, incluyendo los precios del petróleo, maíz y trigo. En el caso del petróleo, dicha tendencia se asocia, por el lado de la oferta, a problemas en la producción de algunos de los principales productores mundiales del crudo, especialmente la de los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP); mientras que, por el lado de la demanda, el incremento en el precio internacional se asocia a la recuperación económica mundial, particularmente, de los países avanzados, lo que ha incidido en una reducción en los niveles de inventarios de crudo; así como a la demanda de los países emergentes, especialmente la de la República Popular China, que permanece sólida a pesar de su ralentización económica. Por su parte, los precios internacionales del maíz y del trigo también mostraron una tendencia al alza como consecuencia de la reversión de condiciones climáticas favorables en algunos de los principales productores mundiales, a lo que se agrega la incertidumbre derivada del conflicto de Rusia con Ucrania, países productores relevantes de ambos granos.

La inflación mundial ha registrado un comportamiento estable, especialmente en las principales economías avanzadas. Dentro de las economías que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación (EMEI) en América Latina, la inflación, si bien se aceleró, aún se mantiene congruente con la meta de inflación establecida por sus respectivas autoridades monetarias, excepto Perú, en donde la inflación se ubica ligeramente por arriba del límite superior de su rango meta. Los países de Centroamérica y República Dominicana moderaron su ritmo

inflacionario en el primer trimestre, con excepción de Honduras.

En cuanto a las tasas de interés de política monetaria en América Latina, a marzo la mayoría de los bancos centrales mantuvieron el nivel de las mismas, con excepción de Brasil y Costa Rica que la aumentaron, mientras que Chile y Guatemala la redujeron.

En el ámbito interno, en el cuarto trimestre de 2013, el PIB registró una tasa de crecimiento de 3.1%. Dicho crecimiento se sustenta, por el lado del origen de la producción, en tasas de crecimiento positivas en todas las actividades económicas y, por el lado del destino del gasto, en el comportamiento positivo de la demanda interna y externa (principalmente del gasto de consumo privado y de las exportaciones de bienes y servicios).

El crecimiento de la actividad económica en 2013, incluyendo los resultados del cuarto trimestre, muestra que el PIB creció 3.7% en términos interanuales, levemente por encima del rango previsto de entre 3.2% y 3.6% y del crecimiento registrado en 2012 (3.0%). Dicho resultado refleja un mayor dinamismo de la demanda interna debido, principalmente, al incremento en el consumo privado, el que se asocia a un aumento en el ingreso de los hogares, como consecuencia de una mejora en el salario medio de los trabajadores; a una inflación baja; al aumento de las remesas familiares; y al crecimiento del crédito bancario al sector privado, especialmente el destinado al consumo.

En cuanto al comercio exterior, a febrero, éste muestra un comportamiento más dinámico que el del mismo mes de 2013, en congruencia con el incremento esperado en el comercio mundial para 2014. En dicho comportamiento destaca el crecimiento en el valor de las exportaciones de bienes FOB de 6.3%, respecto a similar periodo de 2013, que estuvo influenciado por el incremento en el volumen exportado (7.3%), lo que compensó la disminución registrada en el precio medio de exportación (0.9%). Cabe mencionar que, entre los principales productos exportados destacaron: los artículos de vestuario; el azúcar; el banano; y las frutas frescas, secas o congeladas.

A esa misma fecha el valor CIF de las importaciones aumentó 3.5%, explicado, principalmente, por el incremento en el volumen importado (13.6%), dado que el precio medio de importación refleja una disminución de 8.5% respecto del año previo. Este desempeño se explica por la mayor demanda de

combustibles y lubricantes (12.9%), bienes de consumo (6.7%) y bienes de capital (4.6%); contrarrestada, en parte, por la reducción de las importaciones de materias primas y productos intermedios (5.1%).

Con relación a los precios internos, el ritmo inflacionario a marzo se situó en 3.25%, ubicándose dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación. Con relación a la inflación subyacente, ésta se situó en 2.03% a marzo. Vale indicar que se mantiene la moderación en el ritmo inflacionario iniciada desde el segundo semestre del año anterior.

Los pronósticos de corto plazo, con información a marzo, revelan que la inflación podría situarse en un rango entre 3.40% y 5.40% en diciembre de 2014 y entre 3.35% y 5.35% en diciembre de 2015. A pesar que la tendencia de los pronósticos de inflación ha venido moderándose, el valor central de los mismos sigue ubicándose por arriba del valor puntual de la meta de mediano plazo (4.0%). 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 de los modelos macroeconómicos (Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- y Modelo Macroeconómico Estructural -MME-), que incorporan medidas de política monetaria, sugieren que la inflación se situaría para finales de 2014 y de 2015, en alrededor de 4.12% y 4.24%, en su orden. Por la naturaleza de estos modelos, dichos pronósticos están condicionados a que se mantenga el nivel actual de la tasa de interés líder de política monetaria, con el propósito de que la inflación converja al valor puntual de la meta de inflación de mediano plazo y que las expectativas de inflación se anclen alrededor de dicho valor.

Las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados, con base en la encuesta de marzo de 2014, proyectan un ritmo inflacionario entre 3.46% y 5.46% para diciembre de 2014 y entre 3.69% y 5.69% para diciembre de 2015; en ambos casos, los límites inferior y superior de las expectativas se ubican por arriba de los límites equivalentes de la meta de inflación. Según los analistas, los principales factores que explicarían dichas expectativas están asociados a la evolución del precio internacional del petróleo y sus derivados, al desempeño de la política fiscal y a la evolución de los precios de las materias

primas.

Los principales agregados monetarios y de crédito exhibieron a marzo una moderación en su ritmo de crecimiento, en congruencia con la menor inflación prevista para 2014. El crédito bancario al sector privado creció 11.1% a marzo, aunque continúa ubicándose por arriba de su tendencia de largo plazo, del crecimiento del PIB nominal y de las captaciones bancarias totales. Cabe mencionar que, durante el primer trimestre de 2014, se observó que una parte del sector corporativo optó por aprovechar las condiciones de liquidez internacional, al colocar sus títulos en el mercado externo. En el comportamiento del crédito bancario al sector privado destacó el crecimiento del crédito al consumo, contrarrestado por la moderación en el ritmo del crédito empresarial mayor, empresarial menor y del crédito hipotecario para vivienda, especialmente en moneda extranjera.

Considerando la incertidumbre existente en cuanto a la recaudación fiscal y a algunas fuentes de financiamiento externo (previstos en el presupuesto vigente), el Ministerio de Finanzas Públicas estima que el déficit fiscal podría ubicarse en 2.1% del PIB, similar al registrado en 2013. En cuanto al desempeño de las finanzas públicas, de conformidad con cifras preliminares, al 31 de marzo de 2014, los ingresos totales del gobierno central fueron mayores en 3.2% respecto de los del mismo periodo del año previo, mientras que los gastos totales aumentaron 2.6%; como resultado, se registró un superávit fiscal de Q684.1 millones (0.2% del PIB). En dicho período el gobierno central colocó Bonos del Tesoro por Q4,436.7 millones para financiar el déficit previsto en el presupuesto, a un plazo promedio de 14 años. Con respecto a la gestión de pasivos del gobierno, al 28 de febrero, el saldo de la deuda pública externa se ubicó en US\$7,023.7 millones, mientras que el de la interna, al 31 de marzo, se situó en Q53,103.5 millones.

En síntesis, durante el trimestre bajo análisis, en el entorno externo, el crecimiento de la economía mundial continuó consolidándose, a pesar del aumento en la volatilidad financiera; y los precios de las materias primas y la inflación mundial se mantienen estables. A nivel interno, la actividad económica mantiene un ritmo de crecimiento consistente con las previsiones para el presente año de entre 3.3% y 3.9%, las finanzas públicas observan una conducta disciplinada, los agregados monetarios y

el crédito bancario al sector privado reflejan una evolución consistente con el ritmo de actividad económica y la inflación se sitúa dentro de la meta determinada por la autoridad monetaria de 4.0% +/- 1 punto porcentual.

I. PANORAMA ECONÓMICO INTERNACIONAL

A. COYUNTURA RECIENTE

1. Panorama general

La actividad económica mundial continúa recuperándose, apoyada, fundamentalmente, en las mejores previsiones de crecimiento económico para las economías avanzadas y para las economías con mercados emergentes y en desarrollo, aunque para éstas últimas ligeramente menos dinámica. En efecto, las economías avanzadas continuaron el proceso de recuperación económica, destacando los Estados Unidos de América, país en el que los signos de consolidación continúan, a pesar de un leve retroceso en algunos indicadores económicos de corto plazo en los primeros dos meses del año, debido al inusual clima frío observado. En congruencia con la referida recuperación, la Reserva Federal (FED) acordó, en diciembre de 2013, la reducción gradual del monto de compras mensuales de activos (proceso conocido como *tapering*). En la Zona del Euro, destaca el hecho de que en el cuarto trimestre de 2013 la región registró un crecimiento positivo luego de siete trimestres de contracción económica, aunque la recuperación ha sido desigual entre países. Con relación a Japón, la implementación de las políticas de estímulo económico del año anterior (denominadas Abenómicas) si bien condujo a algunos resultados positivos, la necesidad de consolidación fiscal de mediano plazo plantea retos importantes.

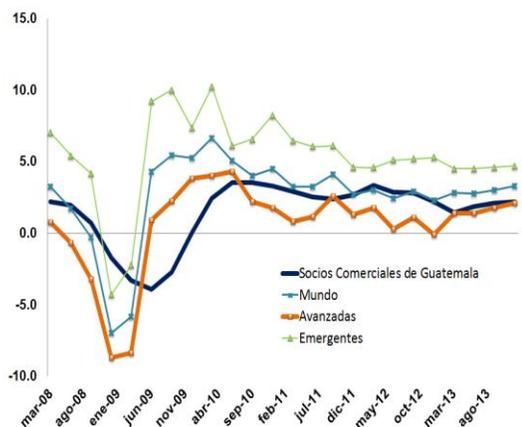
En general, en las economías avanzadas aún persisten algunos riesgos para mantener el crecimiento económico, principalmente en la Zona del Euro, en virtud de que algunos países de la periferia todavía presentan altos niveles de deuda pública y de fragmentación en sus sistemas financieros.

En las economías con mercados emergentes se prevé un mayor crecimiento económico para 2014 respecto de 2013; sin embargo, la ralentización de la actividad económica de la República Popular China ha empezado a preocupar a los mercados. No obstante, la recuperación de las economías avanzadas permitiría un impulso adicional en la demanda externa. Un reto relevante para estas economías es un entorno en el que privan condiciones financieras menos favorables (mayor costo de financiamiento y retiro de capitales foráneos) y un ambiente económico interno en el que persisten debilidades estructurales.

Respecto a los mercados financieros, éstos han registrado

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 diciembre de 2013.

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

episodios de mayor volatilidad asociados, fundamentalmente, al retiro de los estímulos monetarios en los Estados Unidos de América. En términos generales, dichos mercados han tenido una evolución positiva en las economías avanzadas, debido a sus perspectivas de mayor crecimiento, por el mantenimiento de un entorno con condiciones monetarias acomodaticias y por el mantenimiento de mercados líquidos.

En cuanto al comportamiento de los precios internacionales de las principales materias primas en el primer trimestre del año, éste ha sido al alza. En el caso del petróleo, debido al incremento en la demanda por factores estacionales y a la reducción en la oferta disponible; mientras que, en el caso del maíz y del trigo, sus precios se vieron afectados por expectativas climáticas adversas en algunos de los principales países productores. Dentro de los aspectos geopolíticos que afectaron los precios de las materias primas destaca el reciente conflicto entre Ucrania y Rusia.

La inflación mundial, en términos generales, ha registrado niveles bajos, principalmente en las economías avanzadas, en donde las brechas del producto siguen siendo negativas y los precios de la energía aunque han aumentado en el año, lo han hecho a un ritmo menor respecto del año previo, lo que contribuyó en la referida disminución de la inflación mundial. En el caso de las economías emergentes y países en desarrollo, la inflación ha venido disminuyendo desde el último trimestre de 2013, lo cual se explica fundamentalmente por la reducción de los precios de los alimentos y de la energía respecto del año pasado, aunque como se indicó, en lo que ha transcurrido del presente año se han registrado incrementos en el precio del petróleo y de algunos alimentos como el maíz y el trigo. Vale indicar que el FMI, en su informe sobre Perspectivas de la Economía Mundial de abril de 2014, señala que aunque el año pasado varios analistas internacionales indicaron que el *boom* de materias primas había terminado, dado el importante descenso observado en los precios internacionales, el incremento registrado en el presente año pone en tela de juicio dicho argumento.

2. Desempeño de las economías avanzadas

En los Estados Unidos de América, la actividad económica se aceleró en la segunda parte de 2013, debido a un incremento en las exportaciones y a aumentos temporales en la demanda de inventarios. Aunque algunos indicadores recientes apuntan a una

moderación de la actividad económica, debido a los efectos adversos de un invierno más intenso de lo normal, el incremento previo en los inventarios, los mejores resultados en el sector corporativo, los incrementos en la inversión fija tanto residencial como no residencial y en las ventas al por menor, podrían contribuir a un resultado económico favorable en el primer trimestre del año, a pesar del mal clima. De hecho, la previsión de crecimiento interanual del PIB del primer trimestre es de 2.7% y de 2.8% para el segundo trimestre, lo cual es congruente con el crecimiento de 2.8% para todo el año. Dicho crecimiento provendría de un ajuste fiscal menor² y de una política monetaria que, a pesar del retiro gradual de los estímulos monetarios acordado a finales del año pasado, seguirá siendo altamente acomodaticia. Además, se prevé una mejora en el ingreso disponible de las familias y ganancias sólidas en las principales corporaciones, en un contexto en el que la confianza tanto de los consumidores como de las empresas continuaría fortalecida.

A raíz de la recuperación de la economía estadounidense, en su reunión de diciembre de 2013, la FED acordó que a partir de enero de 2014, iniciaría la reducción gradual de los estímulos monetarios mediante una disminución por US\$10.0 millardos en las compras mensuales de títulos respaldados por hipotecas y bonos del tesoro (de US\$85.0 millardos a US\$75.0 millardos). De igual manera, en sus reuniones de enero y marzo, la FED disminuyó las referidas compras en US\$10.0 millardos en cada reunión, por lo que éstas actualmente ascienden a US\$55.0 millardos mensuales. Asimismo, la FED decidió mantener la tasa de interés objetivo de fondos federales entre 0.00% y 0.25%.

Hasta marzo, la FED aplicó una orientación guiada (*forward guidance*), en el sentido de que si la tasa de desempleo alcanzara un nivel inferior a 6.50%, empezaría el proceso de ajustes en la tasa de interés objetivo; sin embargo sustituyó dicha orientación por un criterio más amplio, según el cual el ajuste al alza se realizaría cuando las condiciones económicas fueran consistentes con condiciones de pleno empleo e inflación en torno a 2.0%, anticipando que, aunque los niveles de empleo e inflación están cerca del objetivo, podría ser necesario que la tasa de interés objetivo permanezca baja por algún tiempo más.

² La restricción fiscal para 2014 prevista el año pasado por el FMI era de 2.5% del PIB. Actualmente, dicho organismo prevé que ésta disminuiría a 0.50% del PIB.

En materia fiscal, la incertidumbre se redujo, debido a los consensos políticos logrados en diciembre de 2013 para sancionar el proyecto de presupuesto federal para 2014 y en febrero para la aprobación de la Ley de Extensión Temporal del Techo de la Deuda (S.540), por medio de la cual se suspendió temporalmente el límite al referido techo hasta el 15 de marzo de 2015. Además, con la vigencia del presupuesto se reduce el ajuste fiscal para el presente ejercicio fiscal, lo cual también sustenta la previsión de crecimiento económico de 2.8% para este año.

Con relación a la Zona del Euro, luego de siete trimestres consecutivos de contracción económica, en el cuarto trimestre de 2013 se registró una tasa de crecimiento positiva, marcando el inicio de la salida de la recesión. No obstante, es una recuperación heterogénea, más sólida en los países del centro y débil en los países de la periferia, particularmente en aquellos con más deuda y fragmentación en sus sistemas financieros. Dentro de los países del centro destaca Alemania, en donde las condiciones monetarias acomodaticias, la situación laboral sólida y el aumento importante en la confianza, tanto de los consumidores como de los empresarios, ha sustentado el incremento de la demanda interna, lo que se refleja en un mayor consumo privado y un incremento en la inversión.

En el primer trimestre del año, la recuperación en la Zona del Euro continuó y se asocia al mejor desempeño de las exportaciones, a la reactivación de la demanda interna (particularmente en España, Francia y Alemania) y a la inversión (principalmente en los países del centro), en donde prevalece una política monetaria altamente acomodaticia por parte del Banco Central Europeo (BCE), institución que ha contribuido a fortalecer la confianza económica. Las expectativas económicas también han mejorado tras la cómoda salida de Irlanda de su programa de ajuste, la contención de los problemas bancarios en España y la ahora descartada posibilidad de que Grecia salga de la Unión Monetaria. Además, ha contribuido la aprobación por parte de las autoridades europeas del Mecanismo Único de Resolución (MUR), que junto con el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), complementa la Unión Bancaria de la Zona.

Sin perjuicio de lo anterior, persisten riesgos sobre las expectativas de crecimiento económico, entre los que sobresalen:

la aún existente fragmentación financiera, las posibilidades de deflación, las altas tasas de desempleo y los altos niveles de deuda pública y privada, principalmente en los países de la periferia. A pesar de ello, se espera que la Zona del Euro registre un crecimiento económico de 1.1% en 2014 y de 1.4% en 2015.

En Japón, el crecimiento económico en 2013 de 1.5% se considera dinámico y se atribuye, principalmente, a la aplicación de las políticas Abenómicas, cuyo impulso se mantiene en el primer trimestre de 2014. Sin embargo, aunque se anticipa que dicho dinamismo continúe, especialmente por la inversión privada (residencial) y las exportaciones (incluyendo el efecto de la depreciación del yen japonés), otros factores, como el consumo privado, se moderarían ante la restricción fiscal prevista para 2014-2015 (que equivaldría a 1.2% del PIB). Dicha restricción resultaría del incremento al impuesto sobre ventas de 5% a 8% en abril de 2014 y de 8% a 10% en septiembre de 2015. Dentro de los factores que podrían contrarrestar parcialmente los efectos de la referida restricción, destaca el hecho de que la política monetaria seguiría siendo altamente acomodaticia y que, en diciembre pasado, se implementó un presupuesto complementario para el año fiscal en curso (que concluye en marzo), cuya finalidad es impulsar la economía, antes de la entrada en vigor del aumento del impuesto sobre ventas. El crecimiento económico esperado para 2014 es de 1.4%; sin embargo, como se indicó, privan varios riesgos a la baja, entre ellos, que el incremento previsto en las exportaciones sea menor por la desaceleración en la economía de la República Popular China y de otros socios comerciales claves de Asia, lo cual afectaría la cuenta corriente, no solo por la desaceleración de las exportaciones, sino también por el posible incremento de la demanda de importaciones (particularmente las relacionadas con energía y maquinaria pesada). Por otra parte, vale indicar que algunos analistas destacan que las políticas Abenómicas constituyen una especie de “experimento” que podría conllevar niveles muy altos de inflación, sin el impulso suficiente a la actividad económica para un crecimiento sostenido.

RECUADRO 1

SOMBRAS SOBRE EL CRECIMIENTO ECONÓMICO DE LA ZONA DEL EURO

Desde el inicio de la crisis de deuda soberana de la Unión Europea, el desempleo se ha incrementado considerablemente. Con datos a diciembre de 2013, la tasa de desempleo en la región fue de alrededor de 12% (lo que implica que cerca de 20 millones de personas se encontraban buscando trabajo sin conseguirlo). El efecto inmediato del desempleo, se traduce en menores niveles de consumo e inversión, lo que impide una recuperación económica más sólida. Por tanto, medidas orientadas a disminuir los niveles actuales de desempleo y promover un mayor crecimiento económico deben ser objetivos prioritarios de las autoridades europeas.

Un nivel bajo de desempleo mantiene una economía sana y en crecimiento; sin embargo, en el caso de la Zona del Euro éste es un problema significativo. En efecto, las últimas cifras disponibles revelan que casi la mitad del desempleo en la zona es estructural y conlleva efectos sociales relevantes, en particular, si se toma en cuenta que se ha concentrado en grupos sociales vulnerables, como personas con menor nivel de educación y población joven (menores de 25 años). Dentro de los efectos nocivos de este tipo de desempleo destacan la postergación de planes de largo plazo y la migración a países que ofrecen mejores condiciones de vida. Si bien las migraciones constituyen una válvula de escape que contribuyen al ajuste macroeconómico, no están exentas de costos como el cambio cultural, la necesidad de aprender un nuevo idioma y la falta de reconocimiento de los títulos y capacidades profesionales de los migrantes puede hacer que personas muy preparadas terminen en empleos no calificados.

Los altos niveles de desempleo, especialmente en ciertos países de la periferia, amenazan con proyectar una larga sombra sobre la capacidad de crecimiento futuro de la Zona. Por tanto, la manera fundamental de moderar el desempleo, y la más eficaz, es reactivar el crecimiento económico, lo cual no es fácil. Lograr un crecimiento mayor y sostenido es una ardua tarea, compleja y multifacética, que requiere medidas diversas de política y en diferentes horizontes temporales, dentro de las que destacan el mantenimiento de una política monetaria expansiva, el avance en la consolidación fiscal y el perfeccionamiento del marco institucional de la Zona del Euro.

En el contexto de las reformas al marco institucional de la Zona, es de vital importancia culminar, en el corto plazo, la unión bancaria, lo cual posibilitaría resoluciones bancarias oportunas, eficaces y de bajo costo, dado que les permitiría el acceso a recursos públicos comunes, con lo que se podría romper el círculo vicioso entre el riesgo soberano y el financiero. Adicionalmente, el fortalecimiento de las instituciones de la Zona del Euro contribuiría a reducir la incertidumbre que aún priva en algunos inversionistas, quienes volverían a invertir recursos solamente cuando tengan la certeza que la crisis se ha solucionado definitivamente.

Finalmente, para lograr un repunte duradero del crecimiento económico en la región es necesario solucionar los problemas de apalancamiento de los hogares y de las empresas. En varios países, los coeficientes de endeudamiento empeoraron, debido a las restricciones en el ingreso disponible, debido a la crisis, al mismo tiempo que los precios inmobiliarios se redujeron considerablemente (lo cual tuvo un efecto adverso en el patrimonio de los hogares). Asimismo, la deuda del sector público también aumentó significativamente. En ese contexto, existen presiones para un mayor desapalancamiento y para superar los problemas de deuda, lo cual, es difícil de lograr únicamente con el crecimiento económico de la Zona, dado que hace falta que haya una recuperación económica mundial, a efecto de que las condiciones externas para la Zona también sean favorables. Promover el empleo y el crecimiento económico en la Zona del Euro es una tarea difícil, a pesar que existen señales positivas, en el sentido de que lo peor de la crisis ya pasó. Se estima que el impacto negativo de la crisis se mantendrá por un tiempo, por lo que, el papel de las autoridades europeas es crucial en las circunstancias descritas.

Fuente: Helge Berger y Martín Schindler. "Sombras sobre el crecimiento". Revista Finanzas y Desarrollo. Fondo Monetario Internacional. Marzo 2014.

3. Desempeño de las economías emergentes

La demanda agregada, en las economías con mercados emergentes mostró, en términos generales, mayor dinamismo durante el segundo semestre de 2013, impulsado por mayores exportaciones, ante la mejora en la actividad económica de las economías avanzadas. Sin embargo, la disminución en el precio de algunos de sus principales productos de exportación, la debilidad observada en la inversión y las condiciones cada vez más

restrictivas en el financiamiento, tanto interno como externo, constituyeron una limitación al ritmo de crecimiento económico de estas economías. No obstante, se considera que seguirán siendo la principal fuente del crecimiento económico global.

Para 2014, persisten dudas sobre el impacto que podría tener el retiro de los estímulos monetarios en los Estados Unidos de América, dadas las debilidades en las condiciones internas en algunos países. Dicha incertidumbre se centra en aquellas economías emergentes que dependen de flujos de capital y que tienen fundamentos macroeconómicos menos sólidos. Algunas de éstas han restringido las condiciones monetarias para mejorar la confianza, impedir una mayor depreciación de sus monedas, evitar salidas de capitales y reafirmar su compromiso con la estabilidad macroeconómica.

En la República Popular China durante el primer trimestre de 2014 continuaron reflejándose señales de ralentización. No obstante, el consenso apunta a que la probabilidad de un “aterrizaje forzoso” sigue siendo muy baja. Varios indicadores de actividad manufacturera, del sector de servicios, de confianza del consumidor, de las importaciones de energéticos y de otras variables económicas, muestran resultados menos satisfactorios respecto de lo esperado; sin embargo, algunos analistas consideran que son señales coyunturales, que podrían estar asociadas a la prolongada celebración del año nuevo chino, que incide significativamente en la actividad económica.

Desde el punto de vista estructural, la República Popular China está inmersa en un proceso de reformas orientado a establecer un modelo de crecimiento económico más equilibrado y sostenible, en el que gradualmente se reduce la influencia de la inversión y de las exportaciones, y se privilegia el consumo privado como motor principal del crecimiento, lo cual, aunado a los esfuerzos por desacelerar el crédito bancario al sector privado, resultaría en una moderación en el crecimiento económico. Para los dos primeros trimestres del presente año se esperan crecimientos de 7.6% y 7.4%, los que son consistentes con la meta de 7.5% establecida por las autoridades chinas para 2014.

En cuanto a América Latina, sus principales economías, Brasil y México, moderaron su actividad económica, principalmente durante el cuarto trimestre de 2013, mientras que otros países de América del Sur se vieron afectados por la caída en los precios de

las materias primas, situación que redujo el valor de sus exportaciones, especialmente las relativas a energéticos, metales y alimentos. Recientemente, el alza en los precios de algunos productos, como el café y el azúcar, podrían contribuir a mejorar la posición de algunos exportadores de estos productos. En Brasil la economía registró un crecimiento de 2.3% en 2013, impulsado por el dinamismo en las exportaciones, que fueron favorecidas por el incremento en la demanda externa y la depreciación nominal del real brasileño. El endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y la restricción de la política monetaria podrían también afectar la expansión de su actividad económica, situación que incide en la confianza de los inversionistas. Además, el gobierno anunció que podría contener el gasto este año, con el propósito de obtener un superávit primario de 1.9%, aunque en opinión de algunos analistas, es poco probable que esto pueda materializarse. En ese contexto, para 2014 se prevé que la economía brasileña muestre un crecimiento de 1.8%.

En México, el crecimiento de 1.1% en 2013 refleja la reducción en el dinamismo de la demanda externa, del consumo y de la inversión privada, aun cuando el gasto público mostró mayor dinamismo, especialmente en el segundo semestre. Para 2014 se prevé que la actividad económica mejore como resultado de la recuperación de la economía estadounidense, de menores restricciones fiscales y del proceso de reforma económica impulsado por el gobierno actual, cuyo propósito es eliminar algunos problemas que han disminuido el crecimiento del país en sectores clave como el energético y el de las telecomunicaciones.

En las otras economías de la región con metas explícitas de inflación (Chile, Colombia y Perú), el crecimiento económico en 2013 (4.2%, 4.3% y 5.0%, en su orden), fue superior al promedio de América Latina y el Caribe (2.7%) y se prevé que para 2014 sigan registrando dinamismo (3.6%, 4.5% y 5.5%, respectivamente), el cual estaría apoyado por una mayor demanda externa de las economías avanzadas, así como por un crecimiento moderado en la demanda interna.

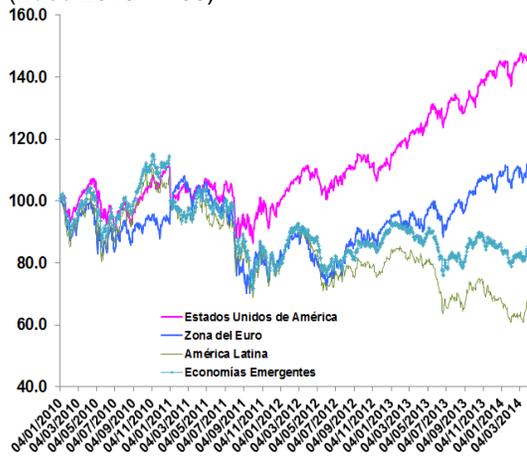
En Centroamérica, el crecimiento económico en 2013 fue de 3.1% y los indicadores de actividad económica de corto plazo durante el primer trimestre de 2014, apuntan a que el crecimiento económico para 2014 podría ser ligeramente mayor (3.2%).

En general, el FMI recomienda que las economías con

mercados emergentes se preparen con políticas económicas que les permitan enfrentar el riesgo de mayor restricción de las condiciones financieras, salida de capitales y volatilidad, debido al retiro del estímulo monetario de la FED y la mayor aversión al riesgo por parte de los inversionistas. Dichas políticas deben orientarse a reducir la volatilidad de sus monedas y a proveer liquidez, si fuera necesario.

Gráfica 2

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



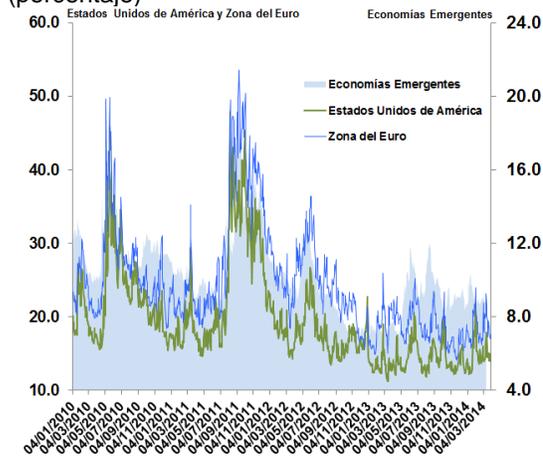
(1) Al 31 de marzo de 2014.

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

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 3

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



(1) Al 31 de marzo de 2014.

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

Fuente: Bloomberg.

4. Mercados financieros internacionales

Durante el primer trimestre de 2014, como se indicó, los mercados financieros internacionales presentaron episodios de volatilidad, en parte explicada por la ralentización del crecimiento de las economías emergentes, por factores políticos y por el cambio de política de la FED, situación que afectó en distintas magnitudes a varios países. Destaca el caso de Turquía que, ante la considerable salida de capitales, decidió incrementar su tasa de interés de política monetaria en 550 puntos básicos. En contraste, la suspensión hasta marzo de 2015 del límite al techo de la deuda pública en los Estados Unidos de América, efectuada en febrero de 2014, contribuyó a moderar la referida volatilidad y a reducir la tensión en los mercados.

El comportamiento de los mercados financieros de las economías avanzadas se ha caracterizado por el optimismo derivado de perspectivas favorables de crecimiento económico, por el mantenimiento de condiciones monetarias acomodaticias y por condiciones de liquidez internacional abundante, lo que se reflejó en la tendencia alcista de los mercados bursátiles. La continuidad de los esfuerzos para lograr la unión bancaria en la Zona del Euro, también contribuyó en dicho resultado.

El retiro del estímulo monetario por parte de la FED, unido a la recuperación económica de los países avanzados y la ralentización del ritmo de crecimiento de los países con mercados emergentes y en desarrollo, generó un cambio considerable en las condiciones financieras internacionales, lo cual, como se indicó, ha provocado cierto endurecimiento de las condiciones financieras para las citadas economías. El incremento en las tasas de interés de largo plazo ha mejorado las expectativas de mayores rendimientos en las economías avanzadas, lo que, ante un aumento en la aversión al riesgo, provocó la migración de capitales de las economías emergentes a las avanzadas (*flight to quality*).

Ante dicho escenario, las economías con mercados

emergentes han registrado una alta volatilidad en sus tipos de cambio nominales, mostrando depreciaciones importantes ante las salidas de capital, obligando, en algunos casos, a que los bancos centrales intervinieran para moderar dicha volatilidad. De acuerdo con la agencia de calificación crediticia *Moody's*, la reciente volatilidad en los mercados emergentes no ha sido uniforme, ya que, aunque comparten vulnerabilidades³, cada país enfrenta sus propios desafíos. Sin embargo, los inversionistas tratan a los mercados emergentes como un grupo homogéneo, lo que aumenta la aversión al riesgo. En ese sentido, durante el presente año estas economías han observado caídas en sus mercados bursátiles, lo que generó una baja en la rentabilidad de las inversiones y profundizó el endurecimiento de las condiciones financieras.

Vale indicar que, de acuerdo con lo señalado por el FMI, algunos de los países que tomaron acciones desde mayo de 2013 (cuando los mercados empezaron a anticipar el retiro gradual de los estímulos monetarios en los Estados Unidos de América), han mostrado una mayor resistencia a estos efectos negativos y que la participación en el mercado cambiario por parte de los bancos centrales ha logrado estabilizar y, en algunos casos, fortalecer sus monedas. Asimismo, la agencia calificadora *Fitch Ratings* considera que en las economías emergentes el periodo de abundancia de crédito externo y bajas tasas de interés llegó a su fin, por lo que las economías que sustentaron su crecimiento económico reciente en dichas condiciones, podrían enfrentar alguna desaceleración en su actividad económica.

Cabe subrayar que si bien no está claro cómo las economías emergentes podrían enfrentar una normalización de la política monetaria en las economías avanzadas más rápida de lo previsto, si se puede anticipar que es posible que las políticas económicas ya hayan previsto dicho escenario, el que además parece haber sido descontado por los mercados, por lo que un mayor ritmo de retiro en los estímulos, siempre que no sea abrupto, no debería generar un choque muy adverso. Además, de materializarse estaría asociado a un crecimiento económico más sólido en las economías avanzadas, lo cual sería positivo para algunos mercados emergentes vía la demanda externa.

³ Los países más vulnerables son aquellos que presentan debilidades en sus condiciones internas, dependen de flujos de capital y tienen fundamentos macroeconómicos menos sólidos.

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

RECUADRO 2

TASAS DE INTERÉS MUNDIALES DE LARGO PLAZO, RIESGOS FINANCIEROS Y OPCIONES DE POLÍTICA PARA ECONOMÍAS CON MERCADOS EMERGENTES

En la actualidad, las opciones de política monetaria y de estabilidad financiera que enfrentan las economías con mercados emergentes han cambiado considerablemente debido a un mayor acceso al mercado de bonos. Durante la última década, los gobiernos de estos países han sido capaces de emitir deuda de largo plazo expresada en su propia moneda, lo cual ha tenido implicaciones importantes para la política monetaria y la estabilidad financiera de estos países. De hecho, las tasas de interés mundiales de largo plazo ahora son más importantes para la toma de decisiones de política monetaria en las economías con mercados emergentes que hace diez años. Además, en los últimos años, corporaciones privadas de los países de mercados emergentes han accedido al mercado internacional de bonos, reemplazando en muchos casos el acceso a los bancos internacionales, lo que implica un incremento en el riesgo cambiario. Dicha expansión implica que no se esté capturando adecuadamente el riesgo financiero sistémico, porque los indicadores de vulnerabilidad financiera se elaboran considerando la expansión del crédito en los bancos internacionales. La mayor integración de las economías emergentes a los mercados globales de deuda ha provocado que los bonos de dichos países sean más sensibles al desarrollo del mercado de bonos de las economías avanzadas. Otro aspecto importante que se ha observado en los países con economías emergentes en la última década, ha sido la composición de su deuda, en la que la proporción expresada en moneda local ha disminuido en comparación con la denominada en moneda extranjera. No obstante, estas economías han logrado hacer colocaciones importantes y a un mayor plazo, pese a la reducción en la composición de la deuda expresada en moneda nacional. En adición, el promedio del rendimiento de largo plazo de las economías emergentes más grandes (países con tipo de cambio flotante y con mercados de deuda de largo plazo establecidos) ha bajado considerablemente. Por tanto, los costos de endeudamiento de las economías emergentes se han reducido considerablemente y los tenedores de los bonos soberanos se han beneficiado de dichas condiciones.

Lo anterior ha tenido un impacto en las decisiones de política monetaria, dado que, independientemente de que sea explícito o no, el tipo de cambio nominal continúa siendo relevante para las decisiones de política monetaria. Durante el periodo pre-crisis, las tasas de interés históricamente bajas en las economías avanzadas condujeron a fuertes apreciaciones cambiarias que, al reducir la demanda agregada y el ritmo de crecimiento de los precios de esas economías, crearon un entorno en el que no había necesidad de subir las tasas de interés internas. Otro aspecto importante es que la tasa de interés de largo plazo local está altamente influenciada por el comportamiento de las tasas de interés de largo plazo de otros centros financieros, principalmente de los Estados Unidos de América. La tasa de interés de largo plazo, en economías avanzadas, se ha convertido recientemente en una meta intermedia importante para estimular la demanda agregada, lo que significa que las condiciones monetarias podrían caracterizarse en al menos tres dimensiones: i) la política de tasa de interés de corto plazo; ii) el tipo de cambio nominal, y iii) el rendimiento de largo plazo de los bonos soberanos. Por ello, la política monetaria debería de considerar estas tres variables.

La primera consecuencia de dicha caracterización es que el impacto de una tasa de interés de política monetaria más alta, puede ser diluido por una disminución en la tasa de interés de largo plazo, estimulada por condiciones extranjeras. Esto podría significar que economías con mercados emergentes han tenido una política monetaria más acomodaticia de lo que la tasa de interés de política monetaria sugiere. La segunda consecuencia es que la postura de política monetaria se hace menos sólida, dado que no hay certeza de la forma en que dicha política puede influir en las tasas de interés de largo plazo. La tercera consecuencia es que la independencia de la política monetaria se debilita cuando, sin controles de capital y suponiendo que la postura crediticia de un país se mantiene constante, la tasa de interés de largo plazo está altamente influenciada por el desarrollo de los mercados de bonos en dólares estadounidenses. Por tanto, pareciera evidenciarse una pérdida de independencia de la política monetaria en los países emergentes, aún sin considerar el régimen cambiario del país.

En resumen, el comportamiento que tienen las tasas de largo plazo de los Estados Unidos de América puede tener grandes implicaciones para la política monetaria y la estabilidad financiera en países con economías emergentes. El largo periodo de bajas tasas de interés de largo plazo a nivel mundial ha de concluir en el mediano plazo y los bancos centrales en las economías avanzadas incrementarán sus tasas de interés de corto plazo y reducirán sus tenencias de bonos soberanos y otros activos. Por su parte, los bancos centrales en países con economías emergentes tendrán que estar atentos a los efectos que tendría este cambio de política en las economías avanzadas, así como la incertidumbre sobre la trayectoria que podría tener la política monetaria a nivel mundial.

Fuente: Philip Turner. "The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs". Banco de Pagos Internacionales. Enero 2014.

5. Precios internacionales de algunas materias primas

Durante el primer trimestre de 2014, los precios de las materias primas, en términos generales, registraron una tendencia al alza, principalmente los productos energéticos, los alimentos y los metales, atribuida a factores de oferta, particularmente en el caso de los energéticos y de los alimentos, así como a factores

geopolíticos durante marzo de 2014, lo que provocó volatilidad en los mercados. Por su parte, la sólida demanda de las economías emergentes también contribuyó al alza registrada en los precios de las materias primas.

a) Petróleo

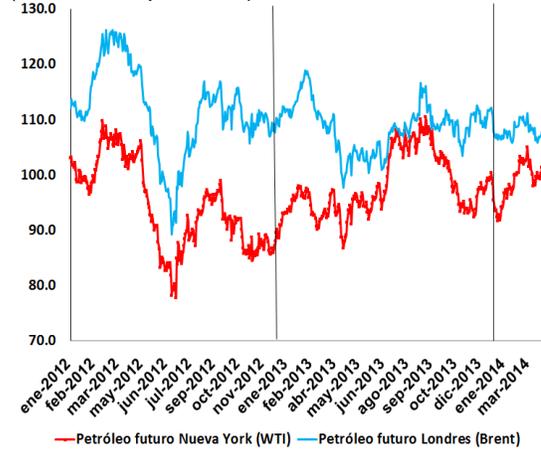
El precio internacional del petróleo registró durante el primer trimestre de 2014 una tendencia al alza, que se moderó en marzo. Ello se explica por los continuos problemas de producción en varios de los principales oferentes, combinado con una reducción en los niveles de inventarios de crudo y por el incremento de la demanda en algunas economías avanzadas, así como por condiciones climáticas adversas en los Estados Unidos de América (clima extremadamente frío).

Según IHS CERA (*Information Handling Services, Cambridge Energy Research Associates*), la producción mundial de petróleo para 2014 se situaría en 93.6 millones de barriles diarios (mbd), mientras que la demanda mundial de crudo se estima en 93.7 mbd, lo que anticipa un déficit de 0.1 mbd, que de no cubrirse con inventarios podría presionar al alza el precio del crudo. Es importante destacar que para el primer trimestre de 2014, el déficit entre la oferta y demanda de petróleo se estima en 0.4 mbd.

La producción mundial de petróleo registraría un incremento de 2.1 mbd, respecto de lo observado en 2013 (91.5 mbd) reflejo, principalmente, del aumento en la producción de los Estados Unidos de América y de Canadá, la cual compensaría la reducción en otros países. En efecto, algunos países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), como Irán, Iraq y Libia, han sido afectados por problemas de inestabilidad política que han ocasionado daños a la infraestructura petrolera. El principal productor de la OPEP, Arabia Saudita, ha reducido su nivel de producción, debido, principalmente, a una estrategia de mercado para mantener altos los precios internacionales del crudo. Sin embargo, el volumen real de producción de la OPEP actualmente es ligeramente superior a su cuota de producción (30.0 mbd desde 2011), pero menor a la del año anterior, como se ilustra en la gráfica 5. Otro factor que ha incidido en las expectativas del mercado es la reciente crisis política y económica en Venezuela. Asimismo, destaca el diferendo

Gráfica 4

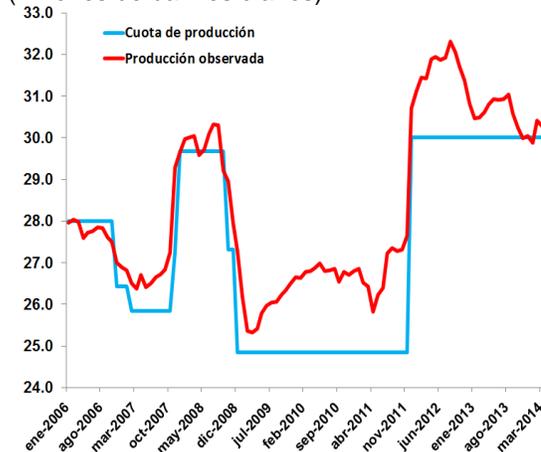
Precio Internacional del Petróleo (1)
(US dólares por barril)



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 31 de marzo de 2014.
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 5

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

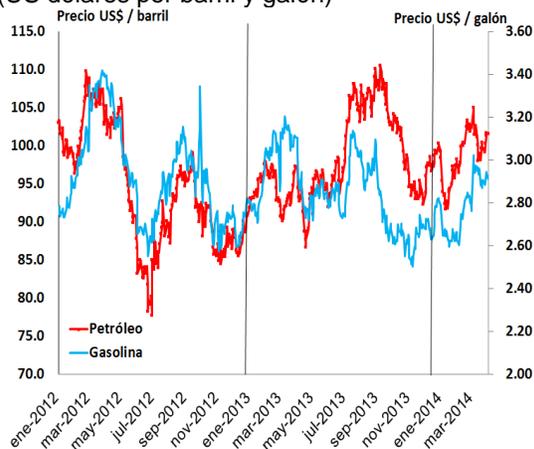


(1) Con información preliminar a marzo de 2014.
Fuente: Bloomberg.

entre Sudán y Sudán del Sur, cuya producción continúa reduciendo la disponibilidad de crudo proveniente de África y no se vislumbra una solución en el corto plazo a dicho conflicto.

En adición, los factores geopolíticos entre Rusia y Ucrania por el control de la Península Autónoma de Crimea ubicada en territorio ucraniano, que se anexó a Rusia como resultado de un referéndum reciente, provocó sanciones a Rusia, por parte de la Unión Europea y de los Estados Unidos de América, que presionaron el precio del petróleo al alza. Por otra parte, los acuerdos alcanzados en 2013 por Siria e Irán con la Organización de las Naciones Unidas para desmantelar el arsenal de armas químicas y el programa nuclear, en su orden, han contribuido a mantener el precio del petróleo estable, aunque en niveles altos. No obstante, de conformidad con la Agencia Internacional de Energía (EIA, por sus siglas en inglés), dichos acuerdos no son una solución definitiva, por lo que continúa latente el riesgo que resurjan nuevamente los conflictos, principalmente, en momentos en que existe, como se indicó, un diferendo entre Rusia (aliado de Siria) y Ucrania. El apoyo de la Unión Europea y de los Estados Unidos de América a Ucrania, sugeriría que los riesgos geopolíticos ahora son mayores que a principio de año.

Gráfica 6
Precio Internacional del Petróleo y de la Gasolina (1)
(US dólares por barril y galón)



(1) Con información al 31 de marzo de 2014.
Fuente: Bloomberg.

Cuadro 1

Oferta y Demanda Mundial de Petróleo

Años 2013 - 2014

(millones de barriles diarios)

Descripción	Estimación de enero 2014		
	2013(a)	2014(b)	Variación
Oferta	91.5	93.6	2.1
Demanda	92.1	93.7	1.6
Balance (oferta - demanda)	-0.6	-0.1	-----

(a) Cifras preliminares.

(b) Cifras proyectadas.

Fuente: IHS CERA.

b) Gasolinas

El precio de la gasolina en los Estados Unidos de América mantuvo una tendencia estable hasta principios de febrero del presente año, posteriormente presentó un comportamiento al alza que se atribuyó a un incremento en la demanda externa y a una reducción importante en el nivel de inventarios, que alcanzó el

nivel promedio más bajo de los últimos cinco años⁴. El bajo nivel de inventarios generó incertidumbre en cuanto a que, dado el mantenimiento planificado de las refinerías por el cambio de estación (invierno a primavera), la capacidad instalada no fuera suficiente para cubrir la demanda prevista para el segundo trimestre del año. Las tensiones registradas entre Rusia y Ucrania a partir de febrero, también afectaron el precio internacional de las gasolinas.

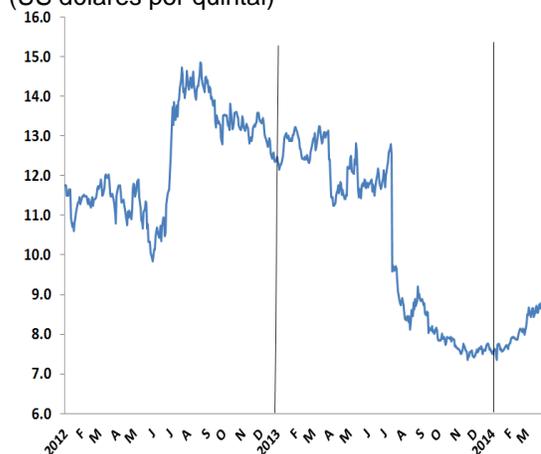
c) Maíz

Durante el primer trimestre del año, el precio internacional del maíz registró una tendencia al alza, luego de la reducción observada en el segundo semestre de 2013, resultado de expectativas de daños a la producción en América del Sur, principalmente en Argentina y en Brasil, como resultado de fuertes sequías que han afectado las áreas de siembra en dichos países y que han provocado que las proyecciones de producción se reduzcan, lo que ocasionó que se revirtiera la tendencia a la baja en el precio internacional del grano. Asimismo, la crisis entre Rusia y Ucrania impulsó al alza el precio internacional, principalmente en marzo, ante la expectativa de que un conflicto militar en la región pudiera comprometer el suministro del grano proveniente de ambos países, importantes productores a nivel mundial. Dichas expectativas fueron contrarrestadas por el favorable volumen de producción a nivel mundial para la cosecha 2013/2014, la cual sería abundante debido a la previsión de condiciones climáticas favorables en algunos de los principales países productores.

El Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (USDA, por sus siglas en inglés) informó que la producción de maíz en dicho país para la próxima cosecha (2014/2015) sería abundante por segundo año consecutivo y que los actuales niveles de inventarios se recuperaron, luego de la sequía registrada en 2012. Según estimaciones de dicho ente, la producción mundial de maíz para la cosecha 2013/2014 se situaría en 967.5 millones de toneladas métricas (mtm), superior en 12.1% respecto de la cosecha previa (863.4 mtm). Del referido incremento, los Estados Unidos de América continúa explicando la

Gráfica 7

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 31 de marzo de 2014.

Fuente: Bloomberg.

⁴ Dicha reducción se asoció al mantenimiento no planificado de algunas refinerías, así como al cierre temporal de otras, debido a factores climáticos, ante el severo invierno que en algunos casos obligó a la paralización de la actividad industrial, incluyendo a la industria petroquímica.

mayor parte del mismo, mientras que Argentina y Brasil presentarían reducciones.

En cuanto a la demanda mundial para 2014, ésta se estima en 943.7 mtm, superior en 9.5% respecto de la cosecha anterior (861.5 mtm), siendo la demanda de los Estados Unidos de América y de la República Popular China la más importante. Asimismo, el nivel de los inventarios mundiales se estima en 158.5 mtm, superior en 17.7%, respecto de la cosecha anterior (134.7 mtm).

Cuadro 2

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

Rubro	Cosechas			Variaciones	
	2011/2012 (a)	2012/2013 (a)	2013/2014 (b)	2012/2013	2013/2014
Producción	886.0	863.4	967.5	-2.5	12.1
Consumo	882.5	861.5	943.7	-2.4	9.5
Déficit / Superávit	3.5	1.9	23.8	-----	-----

(a) Preliminar.

(b) Estimado.

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

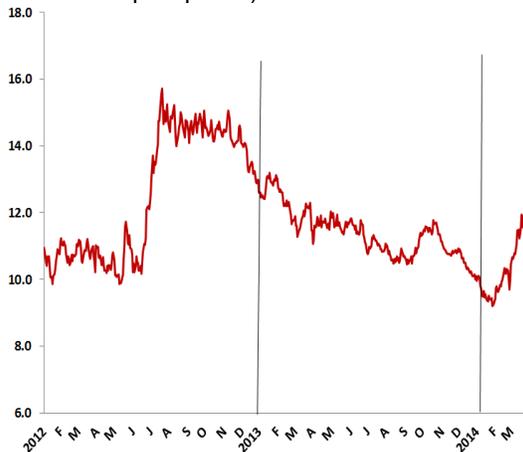
d) Trigo

El precio internacional del trigo registró un importante incremento durante el primer trimestre del presente año (especialmente a partir de febrero), debido a los daños a la producción por factores climáticos en los Estados Unidos de América (heladas), Rusia, Kazajistán y Argentina (sequías), situación que hace prever una disminución en la oferta mundial, en combinación con el bajo nivel de inventarios existente por los problemas de cosechas anteriores. El incremento previsto en la demanda del cereal, principalmente por parte de las economías emergentes, también ha presionado el precio al alza. Adicionalmente, los problemas entre Rusia y Ucrania han contribuido al alza del precio, dado que ambos países, al igual que en el caso del maíz, son exportadores importantes a nivel mundial, por lo que un problema en el suministro de dichos países reduciría de manera relevante la oferta mundial.

Según el USDA, la producción mundial de trigo se situaría en 712.7 mtm, superior en 8.6% respecto de lo observado en la cosecha 2012/2013 (656.4 mtm), destacando la producción de Rusia, Canadá, Unión Europea y Kazajistán. En el caso de los

Gráfica 8

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



(1) Cotización en la Bolsa de Nueva York, con información al 31 de marzo de 2014.

Fuente: Bloomberg.

Estados Unidos de América, principal exportador a nivel mundial, su producción registraría una reducción derivada, principalmente, de la sustitución de cultivos, tales como el maíz y la soya.

Por su parte, el consumo mundial de trigo se estima en 704.8 mtm, superior en 3.7% al registrado el año previo (679.4 mtm); mientras que los inventarios mundiales se situarían en 183.8 mtm, cifra superior en 4.5% respecto de lo observado en la cosecha 2012/2013 (175.9 mtm). Vale indicar que, de acuerdo con la Organización para la Agricultura y la Alimentación, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, la previsión actual del nivel de inventarios continúa siendo baja respecto de su nivel histórico, razón por la cual un incremento en la demanda podría presionar el precio internacional del trigo al alza.

Cuadro 3

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

Rubro	Cosechas			Variaciones	
	2011/2012 (a)	2012/2013 (a)	2013/2014 (b)	2012/2013	2013/2014
Producción	697.3	656.4	712.7	-5.9	8.6
Consumo	697.3	679.4	704.8	-2.6	3.7
Déficit / Superávit	0.0	-23.0	7.9	-----	-----

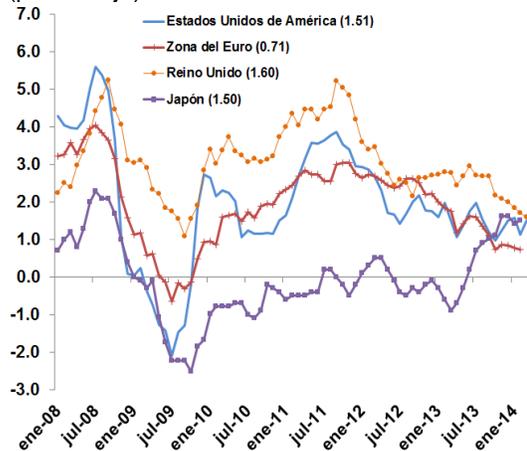
(a) Preliminar.

(b) Estimado.

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

Gráfica 9

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



(1) Variación interanual, con datos a marzo de 2014. Zona del Euro y Japón con datos a febrero.
Fuente: Bancos centrales.

6. Inflación y política monetaria

En términos generales, la inflación en las economías avanzadas se ha mantenido estable en niveles por debajo de 2%, a pesar de condiciones monetarias altamente acomodaticias. En el caso de los países emergentes y en desarrollo, aunque la situación es más heterogénea, en el presente año se ha observado una disminución en la inflación asociada a la reducción en el precio de los alimentos y, en menor medida, de los combustibles respecto del año anterior.

En los Estados Unidos de América, la inflación se ha mantenido por debajo del objetivo de largo plazo establecido por la Reserva Federal (2.0%), lo que ha permitido, a pesar del retiro gradual de los estímulos, el mantenimiento de condiciones monetarias altamente acomodaticias. No obstante, algunos miembros del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) han manifestado preocupación

con relación a los efectos que podría tener sobre las expectativas de inflación un periodo largo de inflaciones bajas, situación que podría requerir un ajuste en la tasa de interés objetivo de fondos federales más rápido de lo que actualmente se prevé.

En la Zona del Euro la inflación se ha venido reduciendo de manera significativa, ubicándose con datos a febrero en 0.71%. Algunos analistas internacionales han expresado preocupación por dicho comportamiento porque podría ser indicativo del inicio de un proceso deflacionario, tomando en cuenta que la brecha del producto continúa siendo negativa y que la recuperación económica no está exenta de riesgos a la baja. Al respecto, el Banco Central Europeo (BCE) ha enfatizado que la deflación aún no constituye un riesgo relevante y que la recuperación económica podría ubicar la inflación en valores próximos a su objetivo, por lo que mantendrá, durante el tiempo necesario, medidas de política monetaria no convencionales (estímulo cuantitativo). Asimismo, para asegurar la estabilidad financiera, el BCE estima que será necesario mantener la tasa de política monetaria en niveles bajos por un periodo prolongado.

En Japón, los estímulos fiscales y monetarios adoptados por el gobierno en 2013 (políticas Abenómicas) han contribuido a contrarrestar el proceso deflacionario crónico registrado en la última década. En efecto, la inflación mostró niveles positivos por octavo mes consecutivo y las expectativas de inflación parecen haber repuntado. No obstante, el incremento en los precios se asocia, en buena medida, a la depreciación del yen y al aumento de los precios de la energía, entre otros, y no a factores de demanda. El Banco Central de Japón (BCJ) ha indicado que mantendrá la política de flexibilización monetaria el tiempo que sea necesario con el propósito, en una primera etapa, de alcanzar la meta de inflación y, en una segunda etapa, de anclar las expectativas de inflación a la meta.

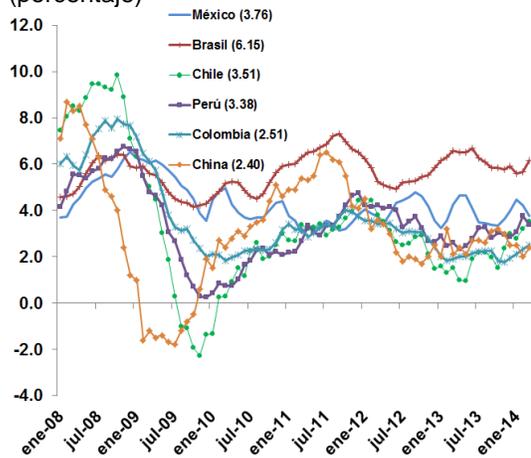
Durante el primer trimestre de 2014, en la mayoría de las economías con mercados emergentes y países en desarrollo, la inflación, en términos generales, mantuvo una tendencia a la baja, asociada a menores presiones de demanda agregada, así como a la moderada desaceleración de los precios de algunas materias primas respecto del año previo, aunque en algunas de estas economías, las depreciaciones cambiarias han contrarrestado dicha reducción. En ese contexto, la respuesta de política

Gráfica 10

Ritmo Inflacionario Total de las Economías Emergentes (1)

2008-2014

(porcentaje)



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

Fuente: Bancos centrales.

monetaria ha sido heterogénea, mientras algunos países han preferido no modificar sus tasas de interés de política monetaria, otros la han elevado para evitar mayores salidas de capitales y, por ende, mayor depreciación cambiaria, y para reafirmar sus compromisos de estabilidad macroeconómica. Cabe indicar que, a pesar de la ralentización de la demanda interna en varios países, muy pocos han disminuido sus niveles de tasa de interés de política monetaria.

En la República Popular China, desde noviembre de 2013 la inflación mantiene una tendencia a la baja, situándose a marzo en 2.4%, nivel inferior a la meta establecida por el banco central (3.5%). Se prevé que el nivel de inflación se mantenga en alrededor de 2.0%, derivado de la moderación en su actividad económica, de la estabilidad en los precios de las materias primas y de las políticas gubernamentales implementadas, lo que permite que la tasa de interés de referencia se mantenga en 6.0%.

En América Latina, durante el primer trimestre del año, las inflaciones de las principales economías que operan con metas explícitas de inflación (México, Colombia, Perú, Chile y Brasil), presentaron una tendencia hacia el alza, aunque ubicándose dentro de la meta de inflación, con excepción de Perú donde el nivel actual de inflación se encuentra levemente por arriba del límite superior del rango meta. En general, el incremento en la inflación se explica por el alza registrada en los precios de los alimentos y de los energéticos en el presente año; sin embargo, en algunos casos (como el de Perú) se consideran choques transitorios, que se moderarán en el horizonte de política monetaria relevante. El comportamiento de la inflación ha provocado tres tipos de respuestas por parte de las autoridades monetarias. Por una parte, países como Colombia, México y Perú decidieron mantener el nivel de sus tasas de interés de política monetaria (3.25%, 3.50% y 4.00%, respectivamente); mientras que Brasil incrementó su tasa de interés de política monetaria ubicándola a abril en 11.00%, como resultado de las elevadas presiones internas de precios y como una forma de anticiparse a los efectos de los retiros de los estímulos monetarios en los Estados Unidos de América. Por su parte, Chile y Guatemala decidieron bajar su tasa de interés de política monetaria para ubicarlas en niveles de 4.00% y 4.75%, respectivamente.

En los países de Centroamérica y la República Dominicana,

con excepción de Honduras, la inflación se ha moderado durante el primer trimestre del año, debido principalmente a una menor presión inflacionaria en el rubro de alimentos y en algunos casos a precios estables en algunos productos energéticos (combustibles), cuyos precios, aunque altos, son menores que los del año anterior. Vale indicar que Costa Rica en marzo decidió incrementar su tasa de interés de política monetaria en 100 puntos básicos (ubicándola en 4.75%), debido a que la reciente depreciación del tipo de cambio nominal ha incrementado las expectativas inflacionarias y, también, para moderar las salidas de capital.

RECUADRO 3 ¿ESTÁ SOBRECARGADA LA POLÍTICA MONETARIA?

Derivado del impacto de la crisis económica y financiera global de 2008-2009, los bancos centrales de las economías avanzadas han adquirido un nivel de responsabilidad sin precedentes. Tanto el gobierno como el sector privado, parecen tener mayores expectativas sobre las soluciones que puede brindar la política monetaria a problemas que no necesariamente se enfocan en el espectro de la política monetaria tradicional. En ese contexto, el que no se logre apreciar claramente los límites sobre lo que un banco central puede, o no puede hacer, trae implícitamente riesgos y consecuencias negativas de largo plazo que pueden llegar a ser más relevantes que los beneficios inmediatos que una política monetaria acomodaticia conlleva.

De acuerdo a Orphanides (2013), existen tres problemas que contribuyen a que la política monetaria se extralimite de su objetivo principal, la estabilidad en el nivel general de precios. El primero, se refiere al papel de fomentar el pleno empleo y sus efectos en la actividad económica. En las economías avanzadas, la falta de dinamismo económico ha provocado altos niveles de desempleo, especialmente, en el grupo de jóvenes-adultos. Asimismo, el débil crecimiento económico, aunado a bajos ingresos tributarios, ha provocado que la deuda soberana de muchos países se vuelva más vulnerable. Bajo estas circunstancias, facilitar una disminución en el costo de financiamiento de los gobiernos, se ha adicionado al quehacer de la banca central. Según Orphanides, la mejor vía para que la política monetaria contribuya al objetivo de alcanzar el pleno empleo, es enfocarse en la estabilidad de precios.

El segundo problema, se refiere al logro de la sostenibilidad fiscal, facilitando la reparación de las hojas de balance del sector público en el transcurso del tiempo. En ese sentido, la política monetaria puede facilitar el financiamiento de la deuda del gobierno en diferentes formas. Por ejemplo, bajas tasas de interés benefician directamente a todos los deudores con acceso a financiamiento barato, incluyendo a los gobiernos; las grandes compras de bonos del tesoro asociadas a medidas de política monetaria no convencionales, dan otro beneficio directo a los gobiernos. Sin embargo, el mayor riesgo que existe en la monetización de la deuda se asocia a las consecuencias inflacionarias que podría ocasionar un retiro tardío del exceso de liquidez en la economía.

El tercer problema es la necesidad de preservar continuamente la estabilidad financiera, el cual se puede dividir en dos fases. La primera, comprende la prevención de crisis financieras; en esta fase, los bancos centrales tendrían que implementar medidas macroprudenciales diseñadas para contener la acumulación de desbalances y de esa manera prevenir el riesgo de posibles perturbaciones en el sistema financiero. En lo que respecta a las medidas microprudenciales y el sector bancario, el riesgo general de crisis futuras puede ser reducido al ajustar los marcos regulatorios de manera que se requieran mayores niveles de capital. La segunda fase comprende las acciones necesarias para enfrentar una crisis financiera. La característica de la banca central asociada con el rol de prestamista de última instancia, crea un riesgo potencial que amenaza la credibilidad y la independencia de un banco central; sin embargo, ante la preocupación de un sector bancario debilitado, se puede subordinar la política monetaria y colocarla en el dilema de evitar problemas bancarios o generar mayores niveles de inflación mediante una política monetaria demasiado acomodaticia.

Por tanto, para determinar si la política monetaria está extralimitándose o no, se puede cuantificar el nivel de riesgo asociado a las políticas que actualmente realiza el banco central y que pueden estar amenazando la capacidad que tiene de mantener la estabilidad de precios en el futuro. Mientras más responsabilidades no propias son delegadas al banco central, más aumentan los incentivos para sesgar políticamente a la entidad y utilizar indebidamente sus recursos. Una política monetaria sobrecargada puede eventualmente disminuir y comprometer la independencia y credibilidad del banco central y, por consiguiente, reducir su efectividad para mantener la estabilidad de precios y contribuir al manejo de una crisis.

En la práctica, cuando otras políticas económicas no alcanzan los objetivos deseados, puede parecer atractivo para los bancos centrales usar la política monetaria para alcanzar metas más amplias y compensar dichas deficiencias. Sin embargo, como se indicó, el riesgo que esto conlleva es que al perseguir múltiples objetivos simultáneamente, lo que sitúa al banco central en el espectro político, puede comprometer su independencia y provocar que pierda el enfoque en su objetivo fundamental. Por tanto, el riesgo de depender demasiado de la política monetaria y exigir que ésta se centre en objetivos distintos a la estabilidad de precios, es que se puede regresar al pasado, en donde los gobiernos solicitaban a los bancos centrales dedicarse al crecimiento económico y al cuidado de otros aspectos de la economía. Esa práctica, como se indicó, suele dar como resultado que los bancos centrales fallen incluso en la única tarea que la política monetaria realmente puede alcanzar, la estabilidad en el nivel general de precios.

Fuente: Athanassios Orphanides. "Is Monetary Policy Overburdened?" Working Paper 435. Banco de Pagos Internacionales. December 2013.

RECUADRO 4 BANCA CENTRAL DESPUÉS DE LA CRISIS

A mediados de la década pasada, tanto académicos como gestores de política llegaron a un importante consenso sobre cuál debería de ser la estrategia de un banco central en materia de política monetaria. Sin embargo, con el colapso de *Lehman Brothers* en septiembre de 2008, el concepto general de un banco central cambió en definitiva. De hecho, la crisis económica y financiera mundial reveló que algunos de los supuestos básicos que definían al consenso del quehacer de la banca central dejaron de ser sostenibles.

Lo anterior ha requerido un cambio de mentalidad sobre el papel que la banca central tiene que desempeñar. Aunque el paradigma de los bancos centrales con metas flexibles de inflación, en el que el banco central hace un compromiso creíble de estabilizar la inflación en el largo plazo, todavía es válido, su forma de actuar aún requiere de un replanteamiento importante.

En ese contexto, Mishkin (2013) señala seis hechos claves que la crisis financiera mundial evidenció y que pueden tener un impacto importante sobre la conducción de la política monetaria en el futuro: i) los desequilibrios financieros son no lineales por naturaleza, ya que involucran un ciclo adverso de información en donde la pérdida de valor de los activos conlleva a una contracción en la actividad económica que se traduce en una pérdida mayor en el valor de los activos y una importante contracción económica; ii) las crisis financieras tienen un impacto negativo en la actividad económica por un largo periodo de tiempo, debido, entre otros factores, a los procesos de desapalancamiento que provoca que los periodos de contracción económica sean más largos; iii) una lección importante de la crisis global es que la estabilidad de los precios y del crecimiento económico no asegura la estabilidad financiera. Ciertamente, investigaciones recientes sugieren que un panorama económico benigno puede promover una toma excesiva de riesgos por parte de los agentes económicos y puede volver más frágil al sistema financiero; iv) las bajas tasas de interés también pueden promover un mayor apetito al riesgo; es decir, una política monetaria excesivamente acomodaticia puede promover inestabilidad financiera; v) las crisis financieras profundas usualmente provocan crisis fiscales. Los enormes rescates de instituciones financieras, los paquetes de estímulo fiscal y la rápida contracción económica que llevó a reducciones en los ingresos tributarios provocaron que muchos países observaran situaciones fiscales comprometidas; y vi) la crisis financiera global ha evidenciado los límites que tiene la política monetaria en el manejo de su tasa de interés objetivo, que no puede ser menor a cero.

Estos problemas han afectado a la banca central con mayor frecuencia, lo cual significa que la política monetaria convencional se vuelve inefectiva cuando un choque suficientemente negativo repercute en la actividad económica. En este contexto, los bancos centrales se han visto obligados a recurrir a medidas de política monetaria no convencionales, como el manejo de las expectativas de los agentes económicos, ya que si se percibe que la tasa de interés de política monetaria permanecerá baja por un prolongado periodo de tiempo, ello provocará una baja en las tasas de interés de largo plazo. Otra forma de política monetaria no convencional ha sido reducir el riesgo y el precio de los activos mediante programas de compras por parte del banco central, provocando un cambio en su oferta relativa. Algunos bancos centrales han optado por hacer intervenciones en el mercado cambiario, depreciando la moneda local, con el objetivo de incrementar la demanda por sus exportaciones.

Considerando que los impactos de las crisis financieras suelen ser más profundos respecto de lo que se puede anticipar, las limitaciones de una política monetaria convencional se hacen más evidentes. De acuerdo a Mishkin (2013), esos seis hechos cambiaron la forma en la que se define el quehacer de la banca central y, por tanto, pueden estar sugiriendo que es necesario realizar cambios importantes en la forma en que se conduce la política monetaria. Primero, la política monetaria en ciertas ocasiones necesita enfocarse en los ciclos de auge y caída del crédito privado, por lo que es relevante la interacción de la política monetaria y la política macroprudencial, en donde ésta última si es más restrictiva requerirá de una política monetaria más acomodaticia y viceversa. Segundo, en la coyuntura actual, la política monetaria no convencional de manejar las expectativas de los agentes económicos, es necesaria para estabilizar la actividad económica; sin embargo, no se debe perder de vista los retos en materia de comunicación que esto conlleva. Tercero, la incertidumbre en algunos países con desequilibrios financieros implica que los bancos centrales tendrán que desarrollar nuevos modelos para administrar los riesgos que tal situación conlleva. Cuarto, los sustanciales incrementos en los déficits fiscales después de la crisis económica y financiera global, son descritos como dominancia fiscal, porque reducen los márgenes de maniobra de las autoridades monetarias para implementar medidas de política monetaria con el fin de mantener la inflación bajo control. La dominancia fiscal es ahora un problema significativo en las economías avanzadas y deben adoptarse las acciones necesarias para que estos países pongan en orden sus cuentas fiscales.

Fuente: Frederick Mishkin. "Central Banking after the Crisis". Documento de Trabajo No. 714. Banco Central de Chile. Diciembre 2013.

B. PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS

De acuerdo con el FMI, la actividad económica mundial ha empezado a recuperarse desde mediados del año anterior, a consecuencia, principalmente, del impulso de las economías avanzadas y de las economías emergentes y en desarrollo que registrarían una leve mejoría respecto del año previo. Para 2014, el crecimiento económico mundial se prevé en 3.6% (3.0% en 2013); mientras que para 2015 en 3.9%. Las economías avanzadas crecerían 2.2%, superior al 1.3% del año previo; en tanto que las economías con mercados emergentes y en desarrollo crecerían 4.9%, levemente mayor a lo observado en 2013 (4.7%).

Dicho impulso al crecimiento mundial provendría, principalmente, del mejor desempeño de los Estados Unidos de América que crecería 2.8% y 2.9% en 2014 y en 2015, respectivamente, resultado del importante aumento de la inversión residencial, dada la considerable demanda acumulada de vivienda; un mayor gasto del consumidor; y un repunte en el crecimiento de la inversión fija no residencial. También contribuiría un menor ajuste fiscal y el mantenimiento de una política monetaria expansiva. Asimismo, un crecimiento superior al previsto en la economía mundial, podría repercutir favorablemente en el desempeño de la economía estadounidense.

Respecto de la inflación, se anticipa que ésta continuará por debajo del objetivo de la FED durante el presente año, mientras que las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen contenidas, por lo que el FMI estima que la inflación cerrará en 1.5% en 2014 y en 1.7% en 2015.

En la Zona del Euro, la actividad económica ha venido mostrando un comportamiento positivo desde el segundo semestre de 2013, con diferencias marcadas a nivel de países: robusto en los países del centro y aún débil en los países altamente endeudados y con sistemas financieros fragmentados. En ese escenario, se prevé un crecimiento económico de 1.1% en 2014 y de 1.4% en 2015, asociado a menores restricciones fiscales, mejores expectativas de las condiciones financieras (crediticias), una mejora moderada en la demanda interna (apoyada por una política monetaria acomodaticia) y una demanda externa más fuerte. No obstante, persisten algunos riesgos a la baja, asociados a la evolución de los mercados

financieros globales, al desempeño de las economías con mercados emergentes, a riesgos geopolíticos (principalmente por el conflicto Rusia-Ucrania) y a la lenta ejecución de las reformas estructurales en los países miembros. Adicionalmente, la tasa de desempleo se ha estabilizado, aunque sigue siendo alta y los ajustes necesarios en las hojas de balance del sector público y del sector privado continúan pesando sobre el ritmo de recuperación de la actividad económica. El FMI considera conveniente continuar con la política macroeconómica flexible, reparar los balances bancarios y afianzar la unión bancaria a fin de reestablecer la confianza y el crédito.

Con relación a la inflación, ésta podría ubicarse en niveles de 1.0% en 2014 y 1.1% en 2015, considerablemente por debajo de la meta establecida por el BCE (2.0%) debido a que las presiones inflacionarias seguirían siendo moderadas en virtud de que las brechas del producto continuarían siendo negativas, excepto en Alemania.

En Japón, la actividad económica crecería 1.4%, levemente inferior a 2013, impulsada, fundamentalmente, por el fortalecimiento de la inversión privada y la recuperación de la demanda externa; en tanto que el ajuste fiscal previsto provocaría un efecto restrictivo, especialmente en el consumo privado. En ese contexto, la inflación se ubicaría en 2.9% en 2014, significativamente mayor a la registrada el año previo (1.4%). Para 2015 la previsión es una inflación de 1.9%. Dichos resultados estarían asociados a la continuidad de la política monetaria altamente acomodaticia, al ajuste impositivo, a la reducción de la brecha del producto y a la debilidad del yen.

En algunas economías emergentes y países en desarrollo se ha presentado un proceso de ralentización en su ritmo de crecimiento económico, por lo que se prevé que la tasa de crecimiento de la actividad económica en este grupo de países se ubique en 4.9%, ligeramente superior a la de 2013 (4.7%). Dicho comportamiento se asocia a una recuperación de la demanda externa (por el desempeño de las economías avanzadas y las depreciaciones de algunas monedas), al endurecimiento de las condiciones financieras (tanto externas como internas), que implicaría menores flujos de capital y a un costo más alto, así como al menor dinamismo en el gasto de los consumidores. Respecto de la inflación, para 2014 se prevé que ésta siga

reduciéndose debido, principalmente, a la disminución en los precios de algunas materias primas.

En la República Popular China se prevé que en 2014 la tasa de crecimiento económico se sitúe en 7.4% (7.7% en 2013), en parte como respuesta al plan de reforma económica que busca impulsar una transición hacia un crecimiento más equilibrado y sostenible, impulsado por el consumo privado. El referido plan se enfoca en reducir la dependencia de la inversión impulsada por las facilidades de crédito, ya que se considera que el financiamiento excesivo genera riesgos y vulnerabilidades en el sistema financiero. Para mitigar dichos riesgos se han adoptado algunas medidas en el ámbito financiero y cambiario, tales como el anuncio de un cronograma de reformas financieras (creación de un régimen de garantía de depósitos y la liberalización de las tasas de interés) y la ampliación del margen de fluctuación del tipo de cambio nominal. El FMI y otros expertos internacionales han expresado que el riesgo de un “aterrizaje forzoso” de la economía china es poco probable. En ese contexto, se anticipa que la inflación podría mantenerse contenida en alrededor de 3.0% en 2014.

En América Latina y el Caribe, se prevé que la actividad económica pase de un crecimiento de 2.7% en 2013 a otro de 2.5% en 2014, a pesar de la recuperación en la actividad económica de las economías avanzadas, pues sería contrarrestada por condiciones financieras externas más restrictivas. En México, se anticipa un crecimiento de 3.2% (1.1% el año previo), asociado a la mayor demanda externa, principalmente de los Estados Unidos de América, a una política fiscal más expansiva y a las reformas que se están impulsando en los sectores energéticos y de telecomunicaciones. En este contexto, se prevé que la inflación se sitúe en 4.0% (en el límite superior del rango meta establecido por la autoridad monetaria).

En Brasil, la actividad económica crecería 1.8% este año, reflejo del dinamismo de los salarios y del consumo, lo que sería moderado en parte por una debilitada inversión privada que ha sido afectada por los bajos niveles de confianza empresarial. La inflación podría ubicarse en 5.8%, continuando en niveles elevados y cercanos al límite superior del rango meta.

En Colombia y Perú, para 2014 se anticipan tasas de crecimiento económico más dinámicas que las del año previo

(4.5% y 5.5%, en su orden), mientras que en Chile la desaceleración en el crecimiento de la inversión privada, especialmente en el sector minero moderaría su tasa de crecimiento a 3.6% (4.2% en 2013). En dichos países, el consumo interno se mantiene dinámico y sus tasas de desempleo están en niveles mínimos históricos en combinación con el crecimiento de su salario real. Respecto de la inflación, en términos generales, se espera que converja a sus respectivas metas de inflación.

En Centroamérica no se esperan cambios significativos respecto de lo observado en 2013, por lo que su crecimiento para 2014 se estima en 3.2%. La recuperación en la demanda externa, especialmente la proveniente de los Estados Unidos de América, sería favorable para estos países. No obstante, prevalece la necesidad de fortalecer la posición fiscal (consolidación de la política fiscal en algunos países) y enfrentar los problemas de la roya en las plantaciones de café. La inflación en estos países podría situarse en 5.0%, mayor a la observada en 2013, evolución determinada, principalmente, por los efectos del comportamiento del precio de los alimentos, tanto a nivel interno como externo.

De acuerdo con el FMI, los riesgos a la baja en las proyecciones de crecimiento económico mundial se han reducido, debido a la mejora registrada en las economías avanzadas, aunque continúan prevaleciendo algunos en las economías emergentes y en desarrollo.

Cuadro 4

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

	PIB (variación anual)			INFLACIÓN (fin de período)		
	2013	Proyecciones		2013	Proyecciones	
		2014	2015		2014	2015
Principales socios						
Estados Unidos	1.9	2.8	2.9	1.2	1.5	1.7
El Salvador	1.6	1.6	1.7	0.8	2.0	2.6
Honduras	2.6	3.0	3.1	4.9	7.0	6.0
Zona del Euro	-0.5	1.1	1.4	0.8	1.0	1.1
México	1.1	3.2	3.8	4.0	4.0	3.7
Otros socios						
Colombia	4.3	4.5	4.5	1.9	2.7	3.0
Japón	1.5	1.4	1.3	1.4	2.9	1.9
Brasil	2.3	1.8	2.7	5.9	5.8	5.4
Chile	4.2	3.6	4.1	3.0	3.0	3.0
Perú	5.0	5.5	5.8	2.9	2.3	2.0
Reino Unido	1.8	2.8	2.5	2.1	1.9	1.9
China	7.7	7.4	7.2	2.5	3.0	3.0
Mundial	3.0	3.6	3.9	3.3	3.7	3.5
-Economías avanzadas	1.3	2.2	2.3	1.2	1.6	1.7
-Economías con mercados emergentes y países en desarrollo	4.7	4.9	5.3	5.3	5.1	4.7
-América Latina y el Caribe ^{1/}	2.7	2.5	3.0	6.4	6.8	5.9
-América Central	3.1	3.2	3.3	4.1	5.0	4.9
Principales socios	1.7	2.5	2.7	1.7	2.4	2.4

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

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

RECUADRO 5

EL IMPACTO DE LAS POLÍTICAS ABENÓMICAS SE TORNA MÁS CLARO

La agenda de las políticas de reactivación económica impulsada por el primer ministro de Japón, Shinzo Abe, conocidas como “Abenómicas”, está teniendo un impacto cada vez más visible sobre la economía japonesa. Ciertamente, existe la percepción, por parte de la población, de que no sólo la economía se ha dinamizado, sino que también la agenda política comienza a avanzar. Sin embargo, la perspectiva de corto plazo sobre la situación económica se encuentra influenciada por la preocupación del aumento de la inflación, derivado del incremento al impuesto al consumo previsto para abril de este año y por la incertidumbre sobre si dicho aumento puede ocasionar distorsiones en la medición de la actividad económica, antes y después de su implementación.

De los tres pilares (flechas) sobre los que se basa la agenda económica (relajamiento monetario a gran escala, política fiscal expansiva y reformas estructurales, los dos primeros fueron planificados para impulsar el crecimiento económico de Japón. Estas “flechas” hasta el momento han obtenido buenos resultados, lo cual se ha reflejado en el buen desempeño del mercado de valores y en un yen más débil. Esto último, apoyó las exportaciones en la primera parte del año pasado y facilitó la contención de presiones deflacionarias. No obstante, aún persisten ciertos riesgos a la baja, ya que las tasas de interés reales ahora son negativas después de muchos años y, si bien la inflación comienza a repuntar, ésta ha sido impulsada por factores de costos (como el alto costo de los combustibles importados asociado al cierre de las centrales nucleares), en lugar de factores de demanda.

Se estima que la recuperación económica de Japón sigue sujeta a riesgos a la baja. En efecto, la segunda previsión de crecimiento de la actividad económica en 2013 (1.5%), fue menor a la que se estimaba anteriormente (1.7%), evidenciando un débil crecimiento de la inversión en capital, del gasto del consumidor y una contracción de las exportaciones de bienes y servicios. A pesar de ello, el gobierno continúa considerando que la economía es lo suficientemente fuerte para absorber el incremento al impuesto sobre ventas, el cual está planificado en dos etapas: de 5.0% a 8.0% a partir de abril de 2014 y de 8.0% a 10.0% en octubre de 2015. Si bien, los planes para incrementar dicho impuesto se fundamentan en que la economía continuará evolucionando positivamente, a principios de diciembre de 2013 se aprobó un paquete de estímulo fiscal de alrededor de US\$54.0 millardos, el cual forma parte de un presupuesto adicional destinado a compensar el impacto negativo sobre la economía derivado del incremento en el referido impuesto.

En cuanto a la tercera flecha, orientada a impulsar el crecimiento potencial de Japón mediante el cambio estructural, caracterizado por el aumento en la inversión privada, mayor innovación tecnológica, mejores vínculos comerciales y una reforma política en materia de impuestos a las empresas, ésta será relevante cuando las dos primeras flechas cumplan su objetivo y las autoridades japonesas estén en capacidad de mantener el cambio en su política, así como aplicar reformas normativas que contribuyan al crecimiento económico.

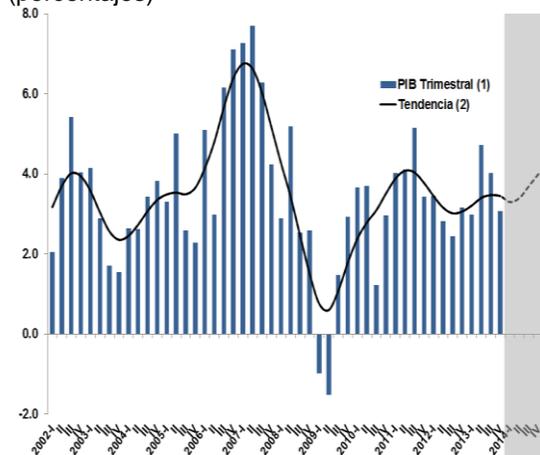
Fuente: “The impact of Abenomics becomes clearer”. Global Forecasting Service, Economist Intelligence Unit. Enero de 2014.

II. PANORAMA ECONÓMICO INTERNO

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

Gráfica 11

Producto Interno Bruto Trimestral (porcentajes)



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

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

Fuente: Banco de Guatemala.

Durante el cuarto trimestre de 2013, el PIB Trimestral registró una tasa de crecimiento interanual de 3.1% (ver detalle en Anexo 1). Dicho crecimiento se sustenta, por el lado del origen de la producción, en tasas de crecimiento positivas en todas las actividades económicas y, por el lado del destino del gasto, en el comportamiento positivo de la demanda interna y externa (principalmente del gasto de consumo privado y de las exportaciones de bienes y servicios).

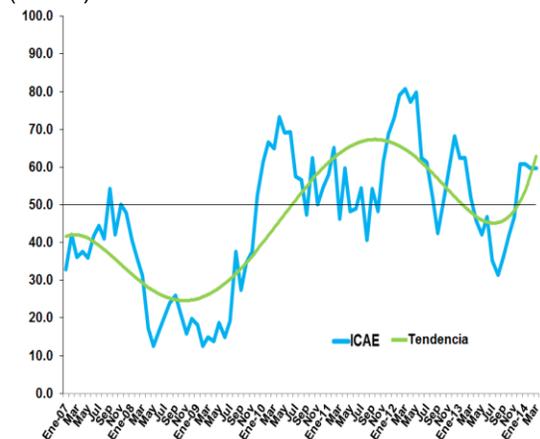
Con base en los resultados del cuarto trimestre se estima que la economía creció 3.7% en 2013, mayor a la previsión para ese año (de entre 3.2% y 3.6%) y a lo registrado en 2012 (3.0%).

Dicho aumento se explica, por el lado del origen de la producción, por el dinamismo de los sectores siguientes: industrias manufactureras; agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; servicios privados; administración pública y defensa; y comercio al por mayor y al por menor, que explicarían en conjunto alrededor del 79.0% de la tasa de crecimiento del PIB en 2013.

En el primer trimestre de 2014, las expectativas de los agentes económicos sobre el desempeño de la actividad económica continúan siendo favorables; en efecto, el Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE) a marzo, se ubicó en 59.73 puntos, mayor al observado el mismo mes del año anterior (51.86 puntos).

Gráfica 12

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



(1) Con información a marzo de 2014.

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

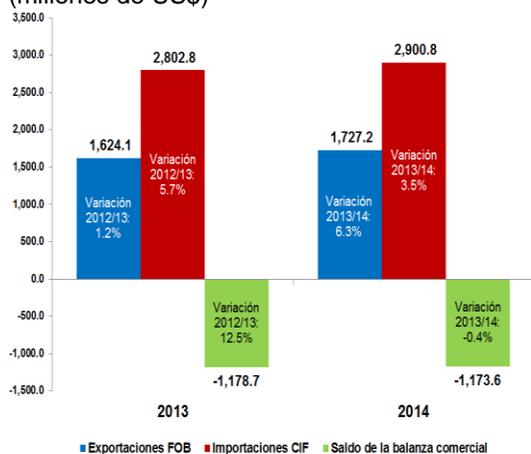
B. SECTOR EXTERNO

A febrero de 2014, el comercio exterior de Guatemala mostró un comportamiento más dinámico que el del mismo periodo de 2013, en congruencia con el incremento esperado en el volumen de comercio mundial para 2014 (4.3%, según el FMI).

En efecto, el valor de las exportaciones de bienes FOB registró un crecimiento de 6.3%, respecto a similar periodo de 2013. El comportamiento de las exportaciones estuvo influenciado por el incremento en el volumen exportado (7.3%), que compensó la disminución registrada en el precio medio de exportación (0.9%). Cabe mencionar que, entre los productos exportados, en orden de importancia, destacaron: los artículos de vestuario; el azúcar; el banano; y las frutas frescas, secas o congeladas. Por su parte, las

Gráfica 13

Balanza Comercial de Bienes (1) (millones de US\$)



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

ventas al exterior de artículos de vestuario aumentaron 1.3%, a consecuencia de un aumento en el volumen exportado (9.5%), lo que compensó, parcialmente, una disminución en el precio medio de exportación (7.5%). Dicho resultado estuvo asociado, principalmente, a una mayor demanda por parte de los Estados Unidos de América, país que compra alrededor del 90% de estos bienes.

El valor de las exportaciones de azúcar registró un aumento de 1.7%, reflejo del mayor volumen exportado (13.1%), asociado a mejores condiciones climáticas que han incidido en un mayor rendimiento de la zafra actual; en tanto que, su precio medio por quintal disminuyó 10.2%, al pasar de US\$22.72 a US\$20.41. El precio del edulcorante se mantuvo a la baja como resultado de las perspectivas, a inicios de año, de un mayor suministro en el mercado internacional, fundamentalmente de Brasil, Tailandia e India. Sin embargo, dicho precio ha aumentado recientemente en virtud de problemas en la producción de caña de azúcar en Brasil (sequías y altas temperaturas) e India (lluvias intensas).

El valor de exportaciones de banano aumentó 0.4%, explicado también por el mayor volumen exportado (0.4%), dado que el precio medio por quintal se mantuvo en US\$14.41. Cabe indicar que los Estados Unidos de América es el mercado al que se destina casi la totalidad del producto.

Las exportaciones de frutas frescas, secas o congeladas mostraron un incremento significativo (129.3%), explicado, principalmente, por el aumento del volumen exportado (114.6%) ante la mayor demanda por parte de los Estados Unidos de América y por la mejora en su precio medio (6.9%).

Por su parte, el valor CIF de las importaciones aumentó 3.5% a febrero, debido al aumento en el volumen importado (13.6%), dado que se registró una disminución en el precio medio de importación (8.5%). Este comportamiento se explica por la mayor demanda de combustibles y lubricantes (12.9%), bienes de consumo (6.7%) y los bienes de capital (4.6%); compensado, en parte, por la reducción de las importaciones de materias primas y productos intermedios (5.1%).

Como resultado de la evolución del comercio exterior, la balanza comercial registró un saldo deficitario de US\$1,173.6 millones, inferior en US\$5.1 millones al déficit observado a febrero de 2013.

Por su parte, el ingreso de divisas por remesas familiares a marzo de 2014 alcanzó un monto de US\$1,237.4 millones, superior en US\$104.3 millones (9.2%), respecto del monto observado en igual período de 2013. Cabe indicar que dicho comportamiento se asocia, principalmente, a la recuperación en el mercado laboral de los Estados Unidos de América, país en el que radican la mayoría de los migrantes guatemaltecos. Al 31 de marzo de 2014, el nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue de US\$7,110.5 millones, equivalente a 4.8 meses de importación de bienes financiados con RIN, lo que de acuerdo con estándares internacionales refleja la sólida posición externa del país, situación que además, habría contribuido a que el tipo de cambio nominal del quetzal respecto al dólar estadounidense, en términos generales, haya tenido un comportamiento consistente con su estacionalidad; registrando al 31 de marzo de 2014 una apreciación acumulada de 1.45%, respecto al 31 de diciembre de 2013, mientras que, en términos interanuales, registra una apreciación de 0.64%.

C. ENTORNO INFLACIONARIO Y VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

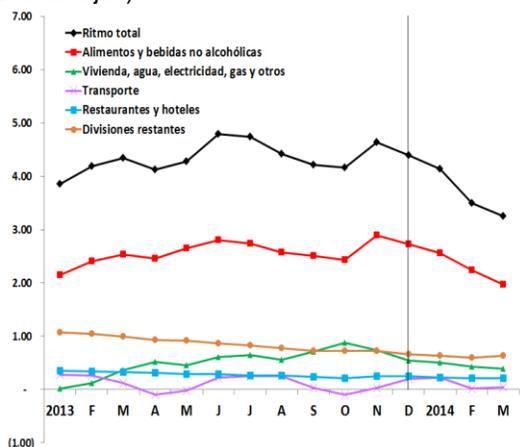
1. Evolución reciente de la inflación

A marzo de 2014, el ritmo inflacionario se situó en 3.25%, valor que se encuentra dentro del margen de la meta de inflación establecido por la autoridad monetaria (4.0% +/- 1 punto porcentual) y por debajo del valor puntual de la meta de inflación. El comportamiento de la inflación durante el primer trimestre de 2014 mantuvo la desaceleración que, en términos generales, se registró durante el segundo semestre del año anterior. El comportamiento del Índice de Precios al Consumidor (IPC), durante este periodo se explica, principalmente, por el comportamiento de las divisiones de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas*; *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles*; *Restaurantes y hoteles*; y *Transporte*, que en conjunto y de acuerdo a su impacto, explican el 80.62% de la inflación total observada a marzo (gráfica 14).

La división de gasto *Alimentos y bebidas no alcohólicas*, a pesar de haber presentado durante el trimestre una tendencia a la baja, aún registra un ritmo inflacionario superior a la inflación total (6.26% en marzo). Los principales grupos de gasto que incidieron

Gráfica 14

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



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

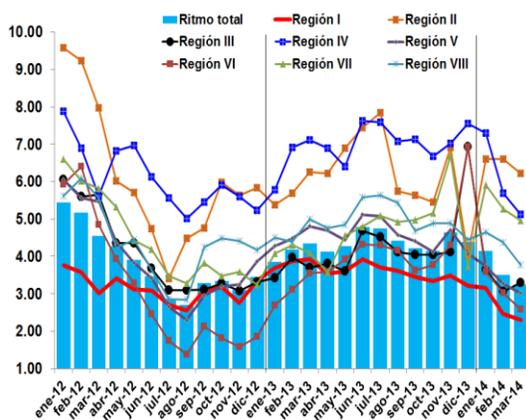
en dicho comportamiento fueron: el Pan y cereales; las Frutas; las Carnes; y las Hortalizas, legumbres y tubérculos. El grupo de gasto Pan y cereales registró incrementos explicados, principalmente, por el alza en el precio medio de los Productos de tortillería y el Pan, asociados al comportamiento alcista de sus principales materias primas (maíz y trigo); además, ambos gastos básicos también registraron los efectos del alza en el precio medio del gas propano. En el caso del grupo de gasto Frutas, el incremento registrado se atribuyó, principalmente, a las alzas en el precio medio de las frutas de estación, particularmente, del mango y del limón, debido a factores estacionales en su ciclo de producción, según el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (MAGA). El alza en el precio medio del grupo de gasto Carnes, se explica, en buena medida, por el aumento en el precio medio de la carne de res, influido por la continuidad de las restricciones de oferta en el mercado interno. Por su parte, la caída registrada en el precio medio de las Hortalizas, legumbres y tubérculos, se explica, principalmente, por la baja observada en los precios medios de algunas de éstas, como el Tomate, la Cebolla y la Papa, como resultado del ingreso de nuevas cosechas al mercado.

Respecto a la división de gasto *Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles* (ponderación 12.61%), ésta registró un incremento a consecuencia, básicamente, del alza en el precio medio del Gas propano. Dicho comportamiento se ha visto influenciado por el incremento en el precio internacional del gas natural debido al invierno extremo en los Estados Unidos de América; por lo que, las dos principales distribuidoras de gas en Guatemala han ajustado sus precios al alza.

Por su parte, el incremento observado en la división de gasto *Restaurantes y hoteles* obedeció, principalmente, al aumento en el precio medio de los gastos básicos Almuerzo consumido fuera del hogar, Otras comidas consumidas fuera del hogar y el Desayuno consumido fuera del hogar, en congruencia con los aumentos registrados en otros rubros. En tanto que, la división de gasto *Transporte*⁵ registró un aumento moderado como consecuencia de la estabilidad en los precios de las Gasolinas superior y regular y de un alza en el precio medio del Servicio de

Gráfica 15

Comportamiento del Ritmo Inflacionario Total por regiones (1)
(porcentajes)



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

⁵ Dicha división de gasto, históricamente tiene una alta incidencia en el comportamiento de la inflación total; sin embargo, su incidencia en marzo explicó el 1.5%.

Gráfica 16

Comportamiento del Ritmo Inflacionario (1)
(porcentajes)

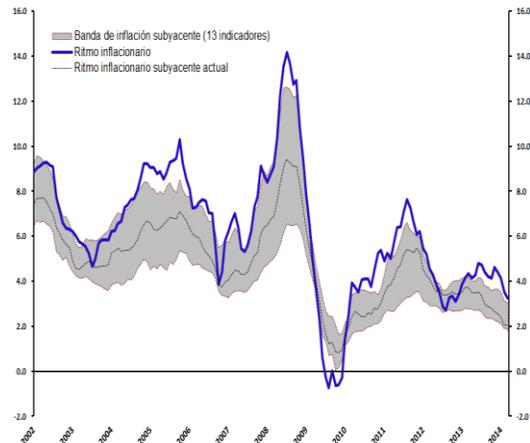


(1) Con información a marzo de 2014.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

Gráfica 17

Inflación Subyacente (1)
(porcentajes)



(1) Con información a marzo de 2014.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

transporte aéreo.

En cuanto al comportamiento de la inflación en las distintas regiones del país⁶, a marzo, se observan alzas en todas las regiones, destacando dentro de éstas, según su impacto, la Región I, Región VII, Región VI y Región II (gráfica 15). Asimismo, del total de regiones, cinco de ellas registraron una variación interanual superior al ritmo inflacionario total, las que tuvieron una incidencia del 49.23% sobre la inflación total. El comportamiento de la inflación a nivel de regiones se explica, principalmente, por las divisiones de gasto de *Alimentos y bebidas no alcohólicas; Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles; y Transporte*.

Con relación a la inflación subyacente, ésta registró una variación interanual de 2.03%, manteniendo la tendencia a la baja iniciada desde el segundo semestre de 2013. Dicho comportamiento refleja la volatilidad que han registrado algunos gastos asociados al rubro de alimentos, dado que importantes alzas en estos gastos se excluyen de la inflación total (gráfica 16).

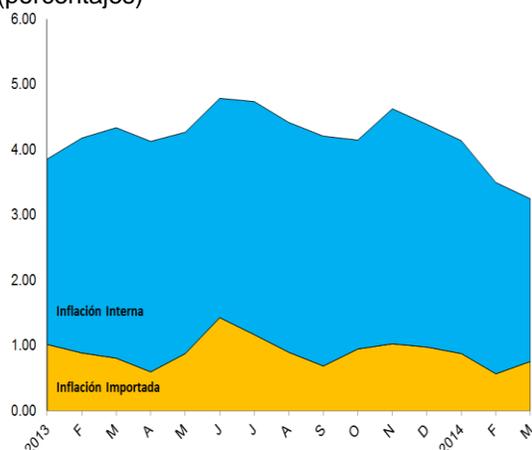
Es importante destacar que dentro de los distintos análisis que se realizan del comportamiento del IPC, se elaboran 13 diferentes medidas de inflación subyacente. Dichas metodologías de cálculo incluyen los métodos siguientes: de exclusiones fijas de componentes históricamente volátiles, de exclusión fija de gastos básicos volátiles, principalmente alimentos, y de exclusión mediante el cálculo de medias truncadas a diferentes niveles. El resultado de estos diferentes cálculos revela que, en términos generales, la medida de inflación subyacente actual⁷, es congruente con la tendencia observada. No obstante, después de permanecer, normalmente en el centro de la estimación, en los últimos meses, el cálculo actual se ha comenzado a sesgar hacia el límite inferior de la banda, debido a que el rubro de alimentos ha presentado mayor volatilidad respecto del resto de divisiones del IPC, en virtud de las razones ya explicadas para el cálculo de la inflación subyacente. Si se consideran esas medidas alternativas de inflación subyacente (gráfica 17), a marzo de 2014 la inflación

⁶ 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).

⁷ Metodología del cálculo de la inflación subyacente que se publica, la cual excluye todos aquellos gastos que se encuentran por arriba o debajo de dos desviaciones estándar del promedio de las variaciones de cada mes.

Gráfica 18

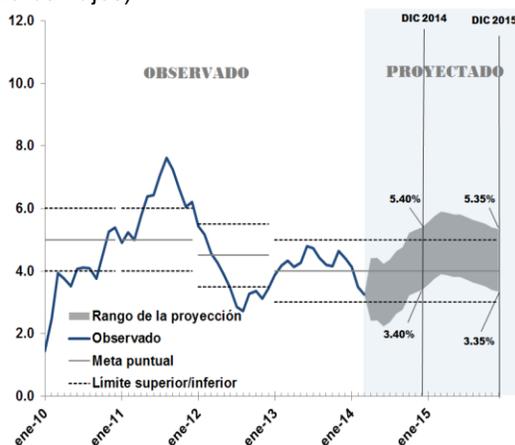
Composición de la Inflación Total (1)
(porcentajes)



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

Gráfica 19

Ritmo Inflacionario Total (1)
(porcentajes)



(1) Información observada a marzo de 2014 y proyectada a diciembre de 2015.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

subyacente podría ubicarse en un rango entre 1.9% y 3.1%.

La inflación importada, a marzo, registró un alza, asociada, principalmente, al incremento observado en el precio internacional del petróleo, maíz y trigo (gráfica 18).

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

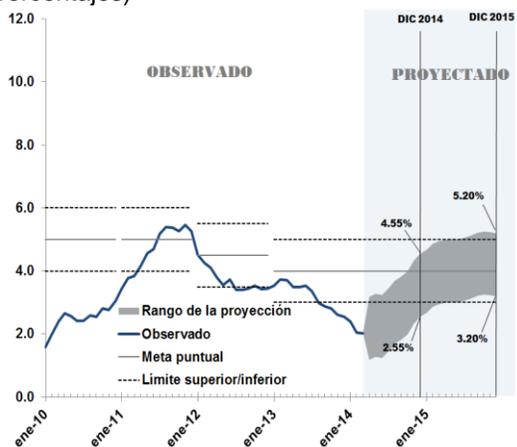
a) Pronósticos de corto plazo

Sobre la base de la información observada, los pronósticos de inflación de corto plazo indican que la inflación total podría ubicarse en valores entre 3.40% y 5.40% y entre 3.35% y 5.35% para diciembre de 2014 y diciembre de 2015, respectivamente; ambos valores por encima de los límites inferior y superior de la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual). Por su parte, el pronóstico de la inflación subyacente se situaría en valores entre 2.55% y 4.55% y entre 3.20% y 5.20%; en el caso del pronóstico para diciembre de 2014 por debajo de los límites superior e inferior, en tanto que el de diciembre de 2015 ligeramente por encima de los referidos límites; igualmente, con una baja respecto de los pronósticos de diciembre de 2013. Dichos pronósticos no incorporan posibles medidas de política monetaria.

La trayectoria de la inflación según los pronósticos de corto plazo, dependería de la evolución de algunos factores tanto externos como internos, que podrían provocar fluctuaciones temporales en la inflación. Entre los factores externos se puede mencionar que aunque se espera que la recuperación de la economía mundial se consolide, permanecen riesgos a la baja, principalmente en las economías emergentes; por otro lado, el sesgo a la baja en los precios de los bienes importados asociados, principalmente, a un ritmo de crecimiento económico mundial moderado, podría ser contrarrestado por riesgos geopolíticos y por los temores de que aumente la probabilidad de ocurrencia de fenómenos climáticos adversos, afectando, particularmente, productos agrícolas. Entre los factores internos se pueden mencionar los siguientes: i) que los alimentos registren comportamientos mixtos, especialmente los cereales, frutas, verduras y legumbres, debido a factores estacionales, así como las carnes, por factores de oferta; ii) aunque se han reportado alzas en el precio del gas propano, se espera que se modere en el segundo semestre del año a medida que se normalicen los inventarios de

Gráfica 20

Ritmo Inflacionario Subyacente (1) (porcentajes)



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

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de Guatemala.

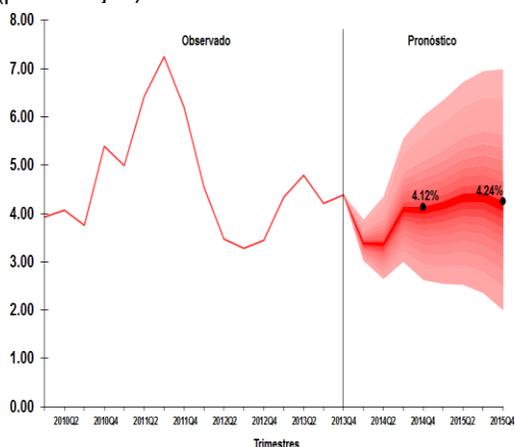
gas natural luego de que disminuyan las condiciones climáticas adversas en los Estados Unidos de América (clima extremadamente frío); y iii) leves alzas en los combustibles durante los primeros meses de 2014, aunque se espera que en el transcurso del año los precios se mantengan estables. Por su parte, los pronósticos para 2015 responden, principalmente, por el lado de los factores externos, al ritmo de crecimiento de la economía mundial y a la evolución del precio internacional de las principales materias primas.

El pronóstico de la inflación subyacente anticipa que los precios se mantendrían estables, dado que en el escenario base, no estarían observándose incrementos significativos en el precio internacional de las principales materias primas (petróleo, maíz y trigo), lo que contendría las presiones inflacionarias provenientes de choques de oferta. No obstante, en la segunda parte del año podría aumentar la inflación subyacente debido a efectos de demanda agregada.

Tanto el pronóstico de la inflación total como subyacente, continuaría con su tendencia a la baja en los primeros meses del año, aunque dicha tendencia se revertiría en el segundo semestre.

Gráfica 21

Pronóstico del Ritmo Inflacionario Total (1) (porcentajes)



(1) Con información observada a febrero de 2014 y

pronosticada a diciembre de 2015.

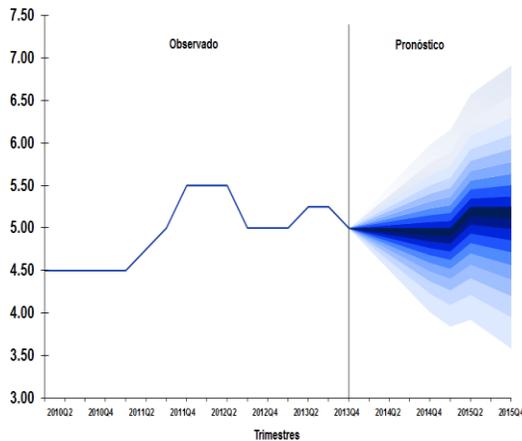
Fuente: Banco de Guatemala.

b) Pronósticos de mediano plazo

Para apoyar a la formulación, implementación y comunicación de la política monetaria, es necesario utilizar herramientas analíticas y métodos econométricos sofisticados para la realización de pronósticos y simulaciones de política; por tal motivo, se desarrolló un nuevo modelo macroeconómico, que viene a complementar el análisis que se obtiene del uso del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS). En efecto, a partir de 2014, se adicionan los resultados del Modelo Macroeconómico Estructural (MME), el cual es un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico (DSGE, por sus siglas en inglés) microfundado, que representa la interrelación matemática e intertemporal entre las principales variables macroeconómicas (internas y externas) de una economía pequeña y abierta, como la economía guatemalteca, lo que permite realizar simulaciones que sirven de base para el análisis de la política monetaria, así como pronósticos de las diferentes variables macroeconómicas que lo integran, siendo relevante el pronóstico de inflación. Los

Gráfica 22

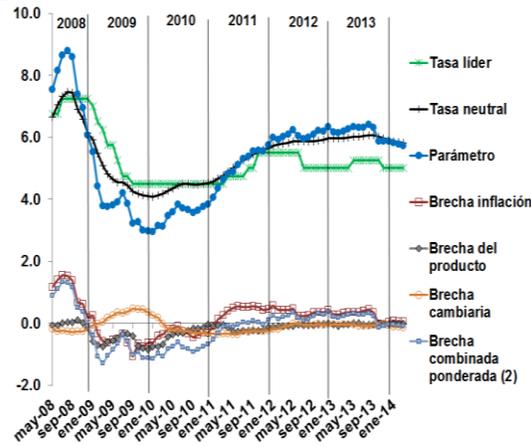
Pronóstico de la Tasa de Interés Líder de Política Monetaria (1)
(porcentajes)



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

Gráfica 23

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



(1) Con información observada a marzo de 2014.
(2) Se refiere a las brechas de inflación, del producto y del tipo de cambio.
Fuente: Banco de Guatemala.

pronósticos de mediano plazo, tanto de inflación como de tasa de interés líder, son producto del promedio del pronóstico generado por el MMS y el MME.

Dentro de los factores considerados en el pronóstico destacan: la reducción de presiones inflacionarias externas, considerando los pronósticos de inflación de los principales socios comerciales de Guatemala, el aumento reciente en los precios internacionales de los cereales y del petróleo y la desaceleración de la inflación observada en Guatemala.

Los pronósticos de inflación de mediano plazo generados por los modelos macroeconómicos en marzo, con datos a febrero, indican una trayectoria de inflación con valores que se sitúan dentro del rango meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual) a lo largo del horizonte de proyección, de tal modo que para finales de 2014 y de 2015 la inflación podría alcanzar niveles de 4.12% y 4.24%, respectivamente. Ello, condicionado a que se cumpla la trayectoria de la tasa de interés líder de política monetaria, con el propósito de que la inflación observada converja al valor central de la meta de inflación y que las expectativas de inflación se anclen alrededor de dicho valor. Los modelos recomiendan que la trayectoria de la tasa de interés líder de política monetaria se mantenga en 4.75% hasta finales del primer trimestre de 2015, y luego elevarla 25 puntos básicos a 5.00% en el segundo trimestre de dicho año.

De manera complementaria, el análisis de la tasa de interés parámetro⁸ durante el primer trimestre del año sugiere una política monetaria invariable, asociada a la continuidad de la brecha del producto y del tipo de cambio en área negativa, que compensó la brecha ligeramente positiva de la inflación.

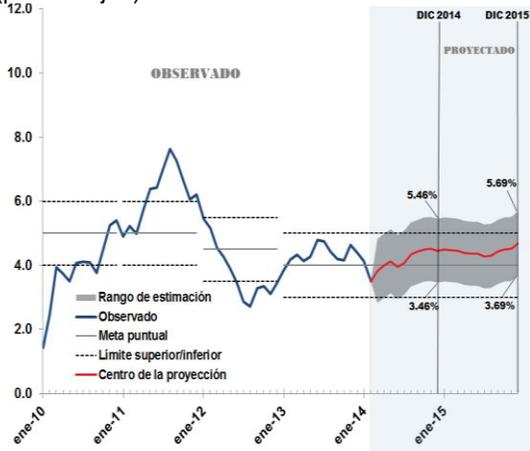
c) Expectativas de inflación

En marzo, los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados, se ubicaron en un rango de entre 3.46% y 5.46% para diciembre de 2014 y entre 3.69% y 5.69% para diciembre de 2015, en ambos casos, los límites inferior y superior se ubican por arriba de los límites equivalentes de la meta de inflación (gráfica 24). Las

⁸ 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 24

Expectativas de Inflación (1)
(porcentajes)



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

expectativas de inflación se han mantenido por encima del valor puntual de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual), lo que refleja que las expectativas tienen un anclaje aún débil, siendo la evolución del precio internacional del petróleo y sus derivados, el desempeño de la política fiscal y la evolución de los precios de las materias primas, entre otros, los principales factores que sustentan dichas percepciones.

3. Variables informativas de la política monetaria

a) Agregados monetarios y de crédito

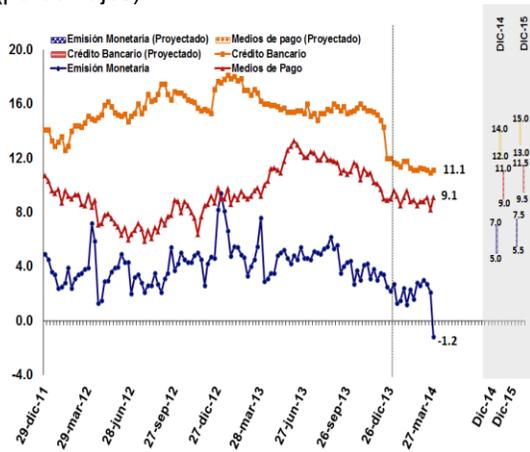
Al 27 de marzo, los principales agregados monetarios evidenciaron una moderación en su ritmo de crecimiento; no obstante, dicho comportamiento es congruente con las previsiones de actividad económica e inflación para 2014.

i) Emisión monetaria

El comportamiento de la emisión monetaria puede analizarse como la suma de dos componentes: el primero corresponde a un componente tendencial que obedece, en buena medida, a los fundamentos macroeconómicos, como el crecimiento económico y la inflación y, el segundo, a un componente cíclico asociado, principalmente, a factores estacionales que inciden en la demanda de efectivo. La demanda de emisión observada durante 2014, en general, es congruente con las estimaciones de su comportamiento, aunque continúa siendo influenciada por factores estructurales, debido, por una parte, a la implementación de innovaciones financieras en el sistema bancario nacional (transacciones con instrumentos diferentes al dinero en efectivo, como tarjetas de débito, de crédito, banca online, cajeros automáticos, entre otros) y, por la otra, al avance observado en los últimos años en materia de bancarización, cuya expansión en el territorio nacional ha permitido un mayor acceso al sistema bancario, lo cual habría reducido el costo de transacción por retiros de efectivo y, por tanto, repercutido en la demanda de dinero. El coeficiente de efectivo ha descendido 22.6% desde 2010 y la bancarización, medida como el número de cuentas por cada cien habitantes, ha crecido 32.0% en igual periodo. El crecimiento de la emisión monetaria se explica, por una parte, por la reducción en el coeficiente de preferencia de liquidez y, por la otra, por la reducción en el coeficiente de caja de bancos, el cual desde el segundo semestre de 2013 registró una tendencia negativa que, no

Gráfica 25

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



(1) Variación interanual observada al 27 de marzo de 2014. Fuente: Banco de Guatemala.

obstante se ha corregido en lo que va de 2014, continúa influyendo en la demanda de emisión monetaria. Mientras que, desde la perspectiva de los factores de oferta, el crecimiento moderado de la emisión también se asocia a un menor dinamismo en el gasto público. Al 27 de marzo, la emisión monetaria registró un crecimiento interanual de -1.2% (gráfica 25).

ii) Medios de pago

Los medios de pago, al 27 de marzo, registraron un crecimiento interanual de 9.1%, situándose dentro del rango estimado para fin de año, entre 9.0% y 11.0% (gráfica 25). Dicho resultado se asocia, principalmente, al dinamismo observado en las captaciones bancarias (particularmente en moneda extranjera), dado que el numerario en circulación ha registrado un crecimiento moderado. Por ello, el multiplicador de los medios de pago ha mantenido una tendencia positiva que ha permitido un proceso adecuado de creación secundaria de dinero, que denota la confianza de los agentes económicos en el sistema bancario nacional. Asimismo, al finalizar 2013, la razón medios de pago/PIB se ubicó en aproximadamente 40.0% y mantiene una tendencia positiva, evidenciando el avance del proceso de profundización financiera.

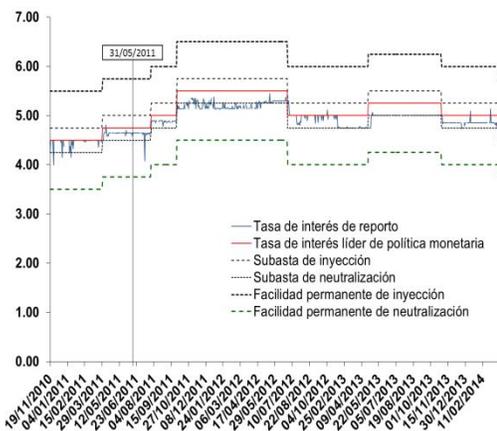
iii) Crédito bancario al sector privado

El crédito bancario al sector privado constituye una de las principales fuentes de financiamiento de la actividad económica. Al 27 de marzo registró un crecimiento de 11.1%, impulsado principalmente por el dinamismo del crédito en moneda extranjera (16.5%, cuyo peso relativo es de 32.9% en el crédito total) y en menor medida por el crédito en moneda nacional (8.6%). Dicho crecimiento continúa por arriba de su tendencia de largo plazo, del PIB nominal (7.3%) y de las captaciones bancarias totales (10.9%). Cabe mencionar que, durante el primer trimestre de 2014, se observó que una parte del sector corporativo del país optó por aprovechar nuevas fuentes de financiamiento, tales como la colocación de títulos en el mercado externo, dadas las condiciones de liquidez en el mercado internacional; lo que incidió, en alguna medida, en la moderación en el crecimiento del crédito bancario local, sin que ello implicara una moderación en términos de financiamiento a la actividad productiva. Al analizar el crédito por tipo de deudor se observa que el destinado al consumo

continúa dinámico; en tanto que, el empresarial mayor, empresarial menor y el crédito hipotecario para vivienda se ralentizaron, particularmente en moneda extranjera. La composición de la cartera crediticia en moneda nacional sigue reflejando el aumento en la participación porcentual del crédito para consumo, el cual representa 43.9% del total de la cartera en dicha moneda y 21.1% del total de activos del sistema bancario. Con relación a la composición de los activos del sistema bancario se observa que a febrero la participación del crédito respecto al total de activos disminuyó levemente respecto de diciembre de 2013, al pasar de un 63.7% a 62.5%, compensado por un incremento en las tenencias de títulos del banco central y en las disponibilidades.

Gráfica 26

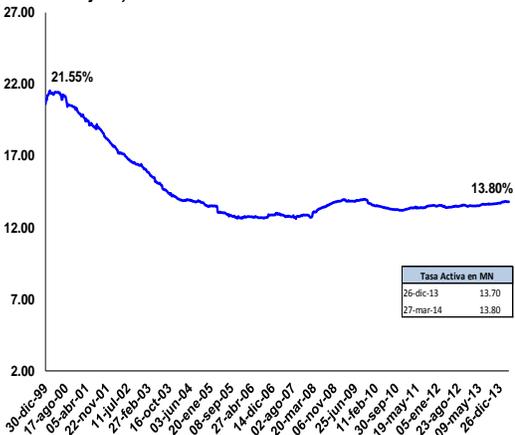
Tasa de Interés para Operaciones de Reporto a Un Día y Tasa de Interés Líder (1) (porcentajes)



(1) Con información al 27 de marzo de 2014. Fuente: Bolsa de Valores y Banco de Guatemala.

Gráfica 27

Tasa de Interés Activa (1) (porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 27 de marzo de 2014. Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

b) Tasas de interés

i) De corto plazo

Dadas las características del sistema financiero guatemalteco, así como el diseño actual de los procedimientos operativos de la política monetaria, cambiaria y crediticia del país, la tasa de interés de operaciones de reporte es utilizada como un indicador apropiado de las tasas de interés de corto plazo y del nivel de liquidez existente. En el transcurso del trimestre, la referida tasa se ha ubicado consistentemente por debajo de la tasa de interés líder de política monetaria, lo que representa una brecha promedio de 14 puntos básicos, reflejo de que las condiciones de liquidez son abundantes en el mercado de dinero y que los mecanismos de captación e inyección de liquidez utilizados por el Banco Central constituyen un marco sólido de referencia para las negociaciones entre agentes financieros privados.

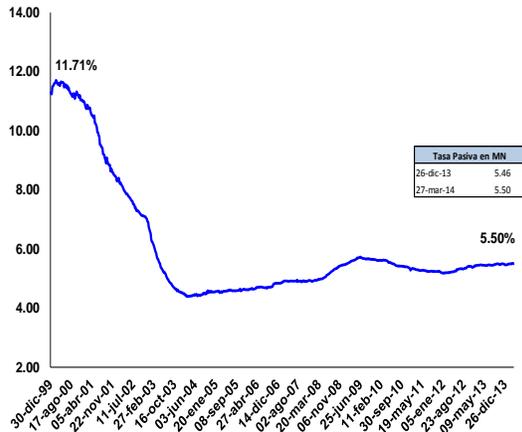
ii) De largo plazo

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

Durante el trimestre, la evolución de la tasa de interés activa en moneda nacional ha mantenido una leve tendencia al alza, situándose al 27 de marzo en 13.80%. Dicho comportamiento es resultado del mayor peso del crédito al

Gráfica 28

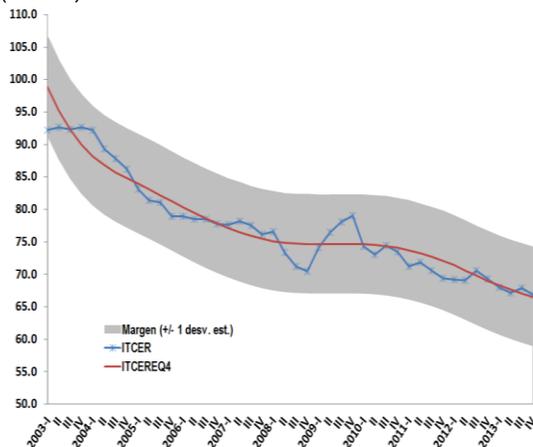
Tasa de Interés Pasiva (1)
(porcentajes)



(1) Promedio ponderado del sistema bancario en moneda nacional, con información al 27 de marzo de 2014.
Fuente: Superintendencia de Bancos y Banco de Guatemala.

Gráfica 29

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



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

consumo (que es otorgado a tasas de interés más altas que las del resto de créditos) respecto del total de la cartera crediticia y se refleja en la mayor participación relativa de algunos bancos medianos, especializados en crédito al consumo.

En cuanto a la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, en moneda nacional, al 27 de marzo se situó en 5.50% (gráfica 28), cuatro puntos básicos por arriba del valor observado al 26 de diciembre de 2013, resultado de un mayor peso relativo de los depósitos a plazo (que se captan a tasas de interés más altas respecto del resto de depósitos) dentro del total de captaciones del sistema bancario.

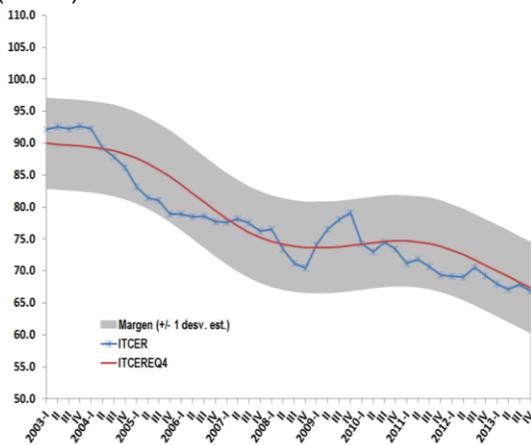
c) Tipo de cambio real

El Tipo de Cambio Real (TCR) es un indicador que mide la relación entre el valor de una determinada canasta de bienes y servicios valuada a los precios de un país y el valor de la misma canasta valuada a los precios de otros países, expresando todos los precios en una misma unidad de cuenta. Dado que el tipo de cambio real constituye un precio relativo, sus cambios tienden a asociarse con cambios en la posición competitiva del país; sin embargo, este concepto de competitividad en sí mismo es bastante complejo y debe tomar en cuenta muchos factores, como los costos de producción, las rigideces en los mercados y los costos de transporte, entre otros. Con información al cuarto trimestre, el Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (ITCER) registró una apreciación de 3.63%, derivado del aumento en los diferenciales de inflación (2.54%) respecto de los principales socios comerciales y de una apreciación nominal (1.09%).

Por su parte, el Tipo de Cambio Real de Equilibrio (TCRE) se define como el tipo de cambio real que, para ciertos valores de sus determinantes fundamentales, permite alcanzar simultáneamente tanto el equilibrio interno como externo. En ese contexto, la dinámica reciente del tipo de cambio real de Guatemala es consistente con la evolución de sus determinantes fundamentales. En efecto, las estimaciones del TCRE revelan que no existen desalineamientos significativos (es decir, que la diferencia entre los valores observados del ITCER y del TCRE, es poco relevante). Al cuarto trimestre de 2013, las diferentes estimaciones efectuadas revelan que el ITCER se encuentra entre una leve sobredepreciación de 0.45% y una leve sobreapreciación

Gráfica 30

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

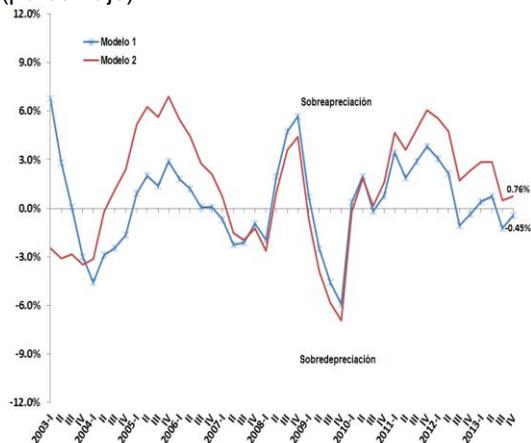


(1) Con información a diciembre de 2013.
Fuente: Banco de Guatemala.

de 0.84%, y dentro del margen de tolerancia establecido de +/- 1 desviación estándar. Adicionalmente, la tendencia a la apreciación observada en el tipo de cambio real se explica, fundamentalmente, por los diferenciales de inflación del país respecto de sus principales socios comerciales, razón por la que el Banco Central debe enfocar sus esfuerzos en el cumplimiento de su objetivo fundamental, lo cual coadyuvaría a reducir los diferenciales de inflación.

Gráfica 31

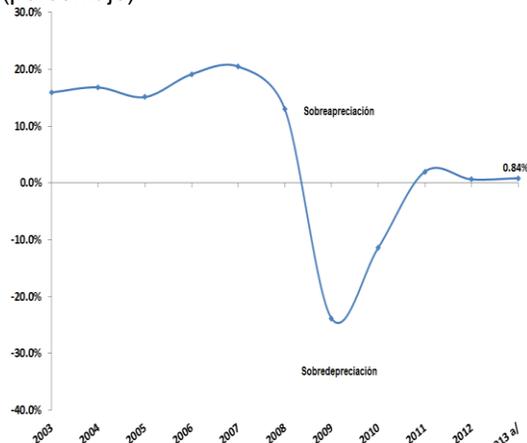
Desviaciones respecto al ITCER de Equilibrio (1)
(porcentaje)



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

Gráfica 32

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



(1) Modelo 3 estimación anual.
Fuente: Banco de Guatemala.

D. FINANZAS PÚBLICAS

Dado que el Congreso de la República no aprobó el proyecto de Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2014 y tomando en cuenta que la Constitución Política de la República de Guatemala dispone en el inciso b) del artículo 171 que regirá de nuevo el presupuesto en vigencia del ejercicio fiscal anterior (2013), el Presidente de la República, en Acuerdo Gubernativo Número 544-2013, en su artículo 3 aprobó la distribución analítica de dicho presupuesto por

la suma de Q66,985.4 millones, la cual prevé un déficit fiscal de 2.3% del PIB.

Posteriormente, en enero de 2014, el Congreso de la República, mediante Decreto Número 3-2014, aprobó una ampliación al Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado con vigencia para el ejercicio fiscal 2014, por el monto de Q1,500.0 millones destinada a cubrir compromisos estatales con cargo a los ministerios de Educación y de Salud Pública y Asistencia Social, cuya fuente de financiamiento provendrá de una mayor recaudación tributaria, lo que no modifica el déficit fiscal de 2.3% del PIB estimado originalmente, pero sí eleva el techo del Presupuesto a Q68,485.4 millones. Cabe puntualizar que, de acuerdo a estimaciones recientes del Ministerio de Finanzas Públicas (MFP), el déficit fiscal respecto del PIB para 2014 podría situarse en 2.1%, igual al registrado en 2013.

1. Ingresos

Al 31 de marzo de 2014, los ingresos totales del gobierno central aumentaron 3.2% respecto al mismo periodo del año anterior, en virtud del incremento que registraron los ingresos tributarios de 2.0% (alrededor de 94.7% de los ingresos totales), en tanto que el resto de los ingresos (no tributarios, de capital y donaciones) registraron un considerable incremento de 28.2%. En lo que respecta a los ingresos tributarios, los impuestos directos crecieron 5.4%, sustentados en el desempeño del Impuesto Sobre la Renta y del Impuesto de Solidaridad, los cuales crecieron 5.1% y 6.8%, respectivamente, mientras que, los impuestos indirectos registraron un aumento de 0.1%, dentro de los cuales, el IVA total creció 4.7% (IVA doméstico 6.5% e IVA importaciones 3.3%) y los derechos arancelarios crecieron 2.6%, mientras que el resto de impuestos indirectos registraron una disminución de 15.6%.

2. Gastos

Al 31 de marzo de 2014, el gasto público aumentó 2.6%, respecto de similar periodo de 2013, debido a mayores gastos de funcionamiento por 4.4%, mientras que los gastos de capital se contrajeron 6.7%. El porcentaje de ejecución del gasto total, incluyendo amortizaciones de la deuda pública, se ubicó en 18.8%, levemente mayor al registrado en 2013 (18.4%). Entre las entidades que tuvieron los mayores porcentajes de ejecución destacan el Ministerio de Trabajo y Previsión Social (23.8%), la

Presidencia de la República (22.4%) y el Ministerio de Educación (21.8%); en tanto que de las entidades que registraron los menor ejecución sobresalen el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (8.1%) y el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda (5.5%).

3. Resultado fiscal y financiamiento

La diferencia entre ingresos y gasto público al 31 de marzo de 2014, resultó en un superávit fiscal de Q684.1 millones, superior al registrado en el mismo periodo del año anterior (Q602.6 millones). Por el lado de las fuentes de financiamiento, el financiamiento externo neto fue negativo en Q344.3 millones, resultado de desembolsos por Q352.1 millones y amortizaciones por Q696.4 millones. En lo que respecta al financiamiento interno neto, éste se ubicó en Q3,696.7 millones, como consecuencia de negociaciones de bonos por Q4,436.6 millones y vencimientos por Q739.9 millones. Resultado de las operaciones anteriores, se observó un aumento de caja del Gobierno Central por Q4,036.5 millones.

Al 28 de febrero, el saldo de la deuda pública externa se ubicó en US\$7,023.7 millones, menor en US\$46.5 millones respecto del saldo registrado al 31 de diciembre de 2013 (US\$7,070.2 millones). Por su parte, el saldo de la deuda pública interna al 31 de marzo se situó en Q53,103.5 millones, monto mayor en Q3,696.7 millones respecto al saldo registrado al 31 de diciembre de 2013 (Q49,406.8 millones), aunque en términos del PIB se situó en 11.7%, igual al observado al 31 de diciembre de 2013.

Cuadro 5

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

Concepto	2013	2014	Variaciones	
			Absoluta	Relativa
I. Ingresos y donaciones	12,194.0	12,579.3	385.3	3.2
A. Ingresos (1+2)	12,147.9	12,577.7	429.8	3.5
1. Ingresos corrientes	12,145.8	12,576.6	430.8	3.5
a. Tributarios	11,678.7	11,917.6	238.9	2.0
Directos	4,244.9	4,473.6	228.7	5.4
Indirectos	7,433.8	7,444.0	10.2	0.1
b. No tributarios	467.1	659.0	191.9	41.1
2. Ingresos de capital	2.1	1.1	-1.0	-47.6
B. Donaciones	46.1	1.6	-44.5	-96.5
II. Total de gastos	11,591.4	11,895.2	303.8	2.6
A. De funcionamiento	9,704.4	10,135.1	430.7	4.4
B. De capital	1,887.0	1,760.1	-126.9	-6.7
III. Superávit o déficit presupuestal	602.6	684.1	81.5	13.5
IV. Financiamiento total	-602.6	-684.1	-81.5	13.5
A. Interno	2,591.9	3,696.7	1,104.8	42.6
Negociaciones	2,693.0	4,436.6	1,743.6	64.7
Vencimientos	163.1	739.9	576.8	353.6
Primas por colocación interna de bonos	62.0	0.0	-62.0	-100.0
B. Externo	4,815.3	-344.3	-5,159.6	-107.2
Desembolsos	99.2	352.1	252.9	254.9
Amortizaciones	761.7	696.4	-65.3	-8.6
Negociación eurobonos	5,477.8	0.0	-5,477.8	-100.0
C. Variación de caja	-8,009.8	-4,036.5	3,973.3	-49.6
(-) aumento (+) disminución				
Carga tributaria	2.8	2.6		
Resultado fiscal/PIB	0.1	0.2		

(1) Cifras preliminares.

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas.

ANEXOS

ANEXO 1

ACTIVIDAD ECONÓMICA TRIMESTRAL

I. ACTIVIDAD SECTORIAL

La evolución del PIB trimestral en el cuarto trimestre de 2013, medida por el origen de la producción, registró tasas de crecimiento positivas en todas las actividades económicas, destacando la explotación de minas y canteras; la intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; la administración pública y defensa; el suministro de electricidad y captación de agua; el comercio al por mayor y al por menor; el alquiler de vivienda; la construcción; y las industrias manufactureras. El desempeño de dichas actividades explicó alrededor del 76% de dicho resultado.

Cuadro A1.1

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

Actividades Económicas	Participación Porcentual en el PIB anual	2012	2013			
		IV	I	II	III	IV
Agricultura, Ganadería, Caza, Silvicultura y Pesca	13.6	6.3	9.0	5.5	4.1	1.6
Explotación de Minas y Canteras	0.6	-27.5	-1.0	2.6	1.2	11.6
Industria Manufacturera	17.9	4.1	2.0	7.3	2.3	2.5
Suministro de Electricidad y Captación de Agua	2.8	7.7	2.4	6.0	6.1	6.4
Construcción	2.9	3.7	-2.3	2.7	2.9	2.6
Comercio al por mayor y al por menor	11.7	4.0	2.4	3.0	3.6	3.1
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	10.6	-0.7	0.6	1.7	7.1	2.1
Intermediación Financiera, Seguros y Actividades Auxiliares	4.8	15.5	9.7	13.8	14.4	7.7
Alquiler de Vivienda	10.1	2.9	3.0	2.9	3.0	3.0
Servicios Privados	16.1	3.2	1.6	4.0	4.7	1.8
Administración Pública y Defensa	7.8	2.6	7.2	7.5	3.9	7.1
PRODUCTO INTERNO BRUTO		3.2	3.0	4.7	4.0	3.1

(1) Medido por el origen de la producción.

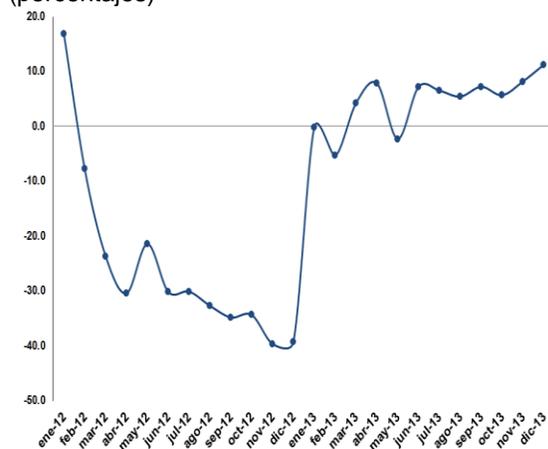
(2) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

(3) Cifras preliminares.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.1

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



(1) En términos reales.

(2) Variación interanual acumulada.

(3) Con cifras a diciembre de 2013.

Fuente: Banco de Guatemala.

El crecimiento registrado en la actividad de explotación de minas y canteras se asocia, principalmente, al incremento de las exportaciones de minerales metálicos. Cabe destacar que esta actividad registró un comportamiento positivo, luego de los

resultados negativos observados en 2012. En tanto que el dinamismo observado en la intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares derivó, principalmente, del crecimiento observado en las actividades bancarias y financieras, como consecuencia del aumento de los intereses netos percibidos; así como por el incremento registrado en la actividad de seguros, resultado de un mayor monto de primas percibidas.

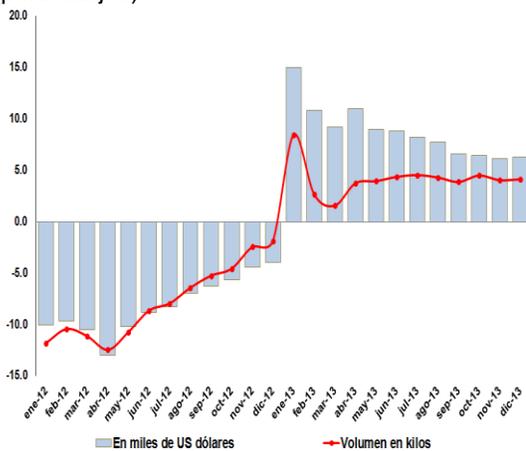
En el resultado observado en la administración pública y defensa, destaca el incremento en el pago de remuneraciones a cargo del Gobierno Central, derivado de la creación de nuevos puestos de trabajo, particularmente, por parte de los Ministerios de Gobernación y de Salud Pública y Asistencia Social. En el comportamiento de la actividad suministro de electricidad y captación de agua incidió la mayor generación de energía eléctrica, la cual estuvo influenciada, principalmente, por el mayor dinamismo de la generación hidráulica, derivado del incremento en la demanda interna para uso intermedio y doméstico.

El desempeño del comercio al por mayor y al por menor se caracterizó por el incremento de 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: productos alimenticios, productos de cuidado personal, productos de uso doméstico, productos farmacéuticos, artículos de ferreterías y materiales de construcción. El alquiler de vivienda aumentó, en parte, debido al comportamiento registrado en las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler. En el crecimiento de la construcción influyó el efecto combinado del crecimiento del indicador de superficie de construcción realizada, tanto de edificaciones residenciales como de edificaciones no residenciales.

Finalmente, el crecimiento de la industria manufacturera se asocia, principalmente, al incremento en la fabricación de prendas de vestir y de productos textiles, ante la recuperación de la demanda externa por este tipo de bienes, y al aumento en el rubro de la elaboración de alimentos, bebidas y tabaco.

Gráfica A1.2

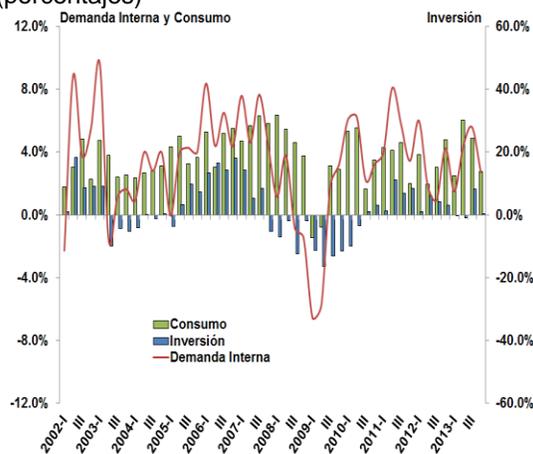
Exportación de Textiles (1) (2) (3)
(porcentajes)



(1) Incluye prendas de vestir y artículos de cuero.
(2) Variación interanual acumulada de las exportaciones de productos textiles en kilogramos y en US dólares.
(3) Con cifras a diciembre de 2013.
Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.3

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



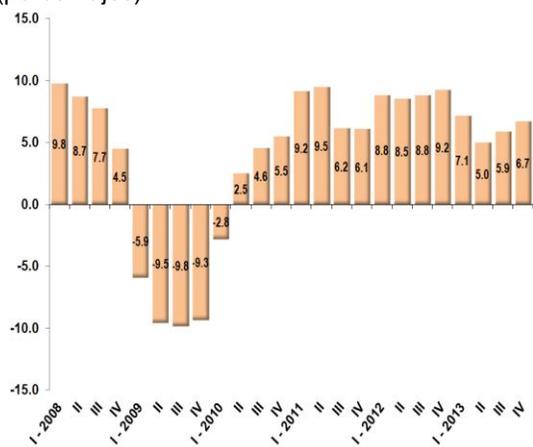
(1) Variación interanual de los volúmenes valorados en millones de quetzales, referidos a 2001.

(2) Con información a diciembre de 2013.

Fuente: Banco de Guatemala.

Gráfica A1.4

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



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

Fuente: Banco de Guatemala.

II. DEMANDA AGREGADA

Al cuarto trimestre de 2013, se observa una tasa de crecimiento del gasto de consumo privado de 3.4%, asociada al incremento en el consumo de bienes y servicios para uso personal y domiciliario (alimentos y bebidas; enseres domésticos; prendas de vestir; productos farmacéuticos; servicios generales de salud, entre otros). Este comportamiento continuó siendo apoyado por el incremento en el número de trabajadores afiliados al IGSS, en las remesas familiares, en los salarios medios y en el crédito bancario al sector privado, especialmente el destinado al consumo. Por su parte, el gasto de consumo del Gobierno Central registró una caída de 1.9%, explicada, fundamentalmente, por una contracción registrada en la compra de bienes y servicios.

En cuanto a la inversión (formación bruta de capital fijo), ésta registró un leve incremento de 0.3% asociado, principalmente, a la recuperación en la inversión destinada para la construcción, contrarrestada, en parte por el menor dinamismo de los bienes de capital de origen importado, principalmente de maquinaria y equipo destinados para la actividad de transporte.

Cuadro A1.2

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

Destino del Gasto	Participación Porcentual en el PIB	2012	2013			
		IV	I	II	III	IV
Demanda Interna		4.2	1.5	4.3	5.6	2.7
Gasto de Consumo Final de los Hogares e ISFLSH (3)	84.6	4.1	2.4	5.0	4.8	3.4
Gasto de Gobierno Central	11.2	10.1	3.7	13.6	5.4	-1.9
Formación Bruta de Capital Fijo	14.8	3.0	-0.3	-1.1	8.2	0.3
Exportaciones de Bienes y Servicios	25.5	3.0	4.4	7.3	3.5	5.9
(-) Importaciones de Bienes y Servicios	-36.7	7.9	1.2	5.6	7.5	3.4
PRODUCTO INTERNO BRUTO		3.2	3.0	4.7	4.0	3.1

(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.

Con relación a la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 5.9% explicado, principalmente, por el mejor desempeño de las exportaciones de banano, cardamomo y minerales metálicos, entre otros.

Por último, las importaciones de bienes y servicios mostraron un crecimiento de 3.4%, derivado del incremento que registró el volumen de importación de bienes de consumo no duraderos; y materias primas y productos intermedios para la agricultura e industria.

ANEXO 2

TASA DE INTERÉS REAL NEUTRAL: METODOLOGÍAS ALTERNATIVAS APLICADAS A GUATEMALA⁹

I. INTRODUCCIÓN

Al igual que en la mayoría de bancos centrales con esquemas de metas explícitas de inflación, el instrumento básico que utiliza el Banco de Guatemala para la conducción de la política monetaria es una tasa de interés de referencia (denominada tasa de interés líder de política monetaria). De esta forma, la Junta Monetaria modifica el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, considerando, por una parte, sus expectativas sobre el impacto de la evolución de las condiciones económicas generales en la inflación futura y, por otra, la evaluación que realiza sobre el impacto de los movimientos de tasas de interés sobre el nivel de la actividad económica y de la inflación.

Cabe destacar que, desde un punto de vista conceptual, las tasas de interés reales son determinadas por los fundamentos de la economía en el largo plazo, por lo que la política monetaria sólo puede afectarlas en el corto plazo; por tanto, la tasa de interés de política monetaria en términos reales estaría vinculada con el nivel de equilibrio de las tasas reales de la economía. De este modo, surge el concepto de tasa de interés real neutral (TIRN), que en términos generales, se define como aquella tasa de interés coherente con el equilibrio real de la economía, en el que no hay presiones inflacionarias ni deflacionarias.

Tomando en cuenta que la tasa de interés real neutral es una variable no observable y que, por ende, no existe sólo un método para su cálculo, el objetivo de este análisis es realizar una estimación de la misma para 2012 y 2013.

II. REVISIÓN DE LA LITERATURA

De conformidad con Galí (2002), la TIRN se define como la tasa de interés real que prevalecería en la economía si no existiera ninguna rigidez nominal. En ese caso, en general, la política monetaria no influye sobre el equilibrio real de la economía de corto y largo plazos; por lo que la TIRN depende de la evolución de los fundamentos de la economía. Por ejemplo,

⁹ Fuente: "Tasa de Interés Real Neutral: Metodologías alternativas aplicadas a Guatemala". Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronóstico. Banco de Guatemala. Marzo de 2014.

cambios estructurales relacionados con la política fiscal, cambios en el grado de apertura de la economía o cambios en las tasas de crecimiento de la productividad o de la población, pueden hacer variar la TIRN.

Alternativamente, la TIRN es definida como la tasa de interés que prevalece en la economía una vez que ésta converge al estado estacionario (Archibald y Hunter, 2001); es decir, cuando la economía alcanza una trayectoria de crecimiento balanceado, en ausencia de choques. Si bien esta definición es más operativa que la anterior (generalmente, los modelos de proyección macroeconómica tienen un estado estacionario definido, pero no una trayectoria de equilibrio con precios flexibles) puede implicar una TIRN excesivamente estable con respecto a la definición precedente. Esto porque la economía, una vez que se han eliminado todas las rigideces de precios relevantes, aún puede encontrarse lejos del estado estacionario, ya que existen costos de ajuste en la inversión total o entre sectores de la economía, rigideces de precios reales y otros fenómenos que afectan la velocidad de convergencia hacia el equilibrio estacionario de la economía.

Adicionalmente, la TIRN se define como aquella tasa de interés coherente con un nivel del Producto Interno Bruto (PIB) que converge al potencial y que, a su vez, es coherente con un nivel de inflación estable (Bomfin, 2001). Es decir, es la tasa de interés que no induce por sí misma un impulso sobre la demanda agregada, dejando que la convergencia al pleno empleo se dé en forma natural.

Asimismo, la TIRN también puede definirse como aquella que el banco central fijaría si la economía estuviera en pleno empleo y la inflación observada y sus expectativas alineadas con la meta (Magud y Tsounta, 2012). En este contexto, dicha tasa de interés es coherente con la percepción del banco central respecto de la tasa de equilibrio de la economía. Esta definición está relacionada con la literatura relativa a la Regla de Taylor; pues la TIRN corresponde al valor de largo plazo de la constante de la regla; es decir, aquel nivel de tasas de interés que existiría si las brechas de inflación y PIB fueran cero y si se hubieran eliminado los efectos de la inercia de las tasas de interés. Esta tasa de interés es única, pero su nivel está condicionado a los supuestos de PIB potencial y a las metas de la autoridad, en materia de

objetivos definidos para la inflación y otras variables (por ejemplo, el déficit en cuenta corriente).

III. METODOLOGÍAS ALTERNATIVAS

A. MODELO DE SUAVIZAMIENTO DEL CONSUMO

En este escenario bajo los supuestos de una economía sin fricciones de mercado y cerrada, un agente económico resuelve el problema de consumo-ahorro. La TIRN es calculada al ajustar la ecuación de Euler con parámetros razonables. Esto se hace para dos versiones del modelo, con y sin el hábito de persistencia, siguiendo a Campbell y Cochrane (1999), a Cochrane (2001) y Fuentes, Gredig y Larraín (2007).

Utilizando la tasa de crecimiento del PIB per cápita potencial a mediano plazo y su volatilidad, se calcula la TIRN para un grupo de parámetros admisibles de (γ) . Expresando la tasa de crecimiento de la producción potencial como g , la TIRN (r_t) puede ser obtenida al resolver la siguiente ecuación:

$$\ln(r_t) = -\ln(\beta) + \gamma g - (1/2)\gamma(1 - \varphi)$$

Donde: el parámetro φ se calibra para cada país, utilizando la aversión al riesgo y el factor de descuento (β) que corresponda a cada nivel de PIB potencial.

B. MODELO DE LA CONDICIÓN DE PARIDAD DESCUBIERTA DE TASA DE INTERÉS

Suponiendo que no existen condiciones de arbitraje en un modelo con libre movimiento de capitales, la TIRN puede ser estimada utilizando la condición de paridad descubierta de tasas de interés.

$$i_t = i_t^* + \hat{E} + \rho$$

Donde: i_t representa la tasa de interés nominal doméstica (TIRN), i_t^* la tasa de interés internacional, \hat{E} la depreciación del tipo de cambio nominal esperado de la moneda doméstica y ρ el riesgo país.

C. FILTRO HODRICK-PRESCOTT

Una aproximación hacia las estimaciones dinámicas de la tasa de interés neutral es aplicar un filtro Hodrick-Prescott (HP) estándar a las series de la tasa de interés. Todas las estimaciones dinámicas se enfocan en la tasa de interés de corto plazo, deflactada por la inflación proyectada a doce meses. Para minimizar la influencia común del filtro HP (de asignar más peso a las observaciones más recientes en la serie de datos), se agregan

alrededor de 18 meses de proyecciones¹⁰. Estas proyecciones adicionales son incorporadas a partir de estimaciones dinámicas, para minimizar el peso de los datos al final de la muestra.

D. MODELO DE EQUILIBRIO GENERAL

De acuerdo a Laubach y Williams (2003) se estima un modelo macroeconómico semiestructural (un modelo de equilibrio ahorro–inversión) bajo la definición de Wicksell (1898) de la TIRN. Este modelo se enfoca en el equilibrio de la oferta y la demanda agregada, como tal es en términos generales, una mejor forma para estimar la TIRN para economías más desarrolladas e integradas, con buenas series de tiempo de tasas de interés.

Específicamente, existe una ecuación IS donde se relaciona la brecha del producto con la TIRN y una curva de Phillips que relaciona la tasa de inflación con la brecha del producto.

IV. RESULTADOS

Los niveles de tasa neutral de interés de política monetaria estimados a partir de las cuatro metodologías descritas no muestran gran variabilidad entre sí (Cuadros A2.1 y A2.2).

Cuadro A2.1

Tasa Neutral de Interés para Guatemala: Resumen de Resultados utilizando distintas metodologías (A diciembre de 2012)

Variable	Promedio	Paridad Descubierta de Interés UIPC	Modelo de Suavizamiento del Consumo CAPM	Filtro Hodrick Prescott HP	Modelo de Equilibrio General (MEG)
Tasa Neutral Real	1.55	1.80	1.27	1.04	2.10
Inflación Observada	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45
Estimación de Tasa de Política Monetaria	5.00	5.25	4.72	4.49	5.55

Fuente: Elaboración propia.

¹⁰ Proyecciones realizadas utilizando modelos ARIMA.

Cuadro A2.2

Tasa Neutral de Interés para Guatemala: Resumen de Resultados utilizando distintas metodologías
(A diciembre de 2013)

Variable	Promedio	Paridad Descubierta de Interés UIPC	Modelo de Suavizamiento del Consumo CAPM	Filtro Hodrick Prescott HP	Modelo de Equilibrio General (MEG)
Tasa Neutral Real	1.50	1.30	1.50	1.10	2.11
Inflación Observada	4.39	4.39	4.39	4.39	4.39
Estimación de Tasa de Política Monetaria	5.89	5.69	5.89	5.49	6.50

Fuente: Elaboración propia.

La aplicación de las distintas metodologías dan como resultado una TIRN promedio de 1.55% para 2012 y de 1.50% para 2013. Adicionalmente, considerando el nivel de inflación observada en cada año, se obtiene una estimación de tasa de interés promedio de política monetaria (TPM), la cual se ubicó en un nivel de 5.0% en 2012 y de 5.9% en 2013. Cabe mencionar que los resultados obtenidos son comparables con cálculos realizados por el FMI para Guatemala (FMI, 2013), los cuales indican que la TIRN promedio en 2013 podría ubicarse alrededor de 1.9%; por lo que, considerando un nivel de inflación de 4.39%, la estimación de tasa de política monetaria sería de 6.3%.

V. CONCLUSIONES

Existen diversas metodologías de cálculo de la TIRN, lo que implica que se generen resultados distintos, por lo que resulta complejo escoger alguna metodología en particular; razón por la cual, como es práctica usual en otros bancos centrales, es recomendable que los encargados de la política monetaria formen su juicio a partir de la aplicación de una gama amplia de metodologías alternativas.

De conformidad con los resultados obtenidos, se concluye que, tanto la tasa neutral, como la tasa de política monetaria, no son constantes en el tiempo. Adicionalmente, se comprueba que la TIRN y la TPM están estrechamente relacionadas con la brecha del producto y la brecha de la inflación. La aplicación de los métodos brinda resultados bastantes similares de la TIRN, lo que, consecuentemente, resulta en una estimación de TPM que se encontraría en un rango de entre 5.0% y 5.9% para 2012 y 2013, respectivamente.

ANEXO 3

LA DEMANDA DE DINERO CON INNOVACIONES FINANCIERAS: EL CASO DE GUATEMALA¹¹

I. INTRODUCCIÓN

Una condición esencial para que la demanda de dinero pueda desempeñar el rol que se le atribuye en el diseño de política monetaria es su estabilidad (Maudos, 1995). Además, es necesaria la relación funcional de corto, mediano y largo plazos con sus determinantes. La evidencia de inestabilidad y cambio estructural puede redundar en incertidumbre y reducción del poder explicativo de los modelos de estimación de saldos monetarios reales y, por tanto, limita el diseño adecuado de política monetaria.

En la literatura económica existe consenso en que la inestabilidad en la función de demanda de dinero puede estar relacionada con problemas de especificación, situación que puede asociarse a cambios en el sistema financiero y a una mayor innovación financiera, así que la omisión de éstos puede afectar los resultados de estimación. Para el caso de Guatemala, ha contribuido, en parte, la evolución observada en el sistema bancario durante los últimos años como resultado de la innovación tecnológica y financiera.

El propósito del presente trabajo es estimar la demanda de dinero en Guatemala en el periodo 2002-2013, en la cual se incluye una variable de innovación financiera que registre, en alguna medida, el dinamismo del sistema bancario.

II. LAS INNOVACIONES FINANCIERAS Y SU EFECTO EN LA DEMANDA DE DINERO

Algunos estudios consideran que el desarrollo e incorporación de mejoras tecnológicas en el sistema de transacciones implica que la demanda transaccional por dinero tienda a disminuir en el tiempo (Arrau y De Gregorio, 1995), por lo que las funciones de demanda de dinero que omiten una variable de innovación financiera tienden a sobreestimar dicha demanda en un momento determinado, especialmente durante episodios de *missing money*¹² o en periodos de inestabilidad de la demanda de dinero (Gómez, 1999) y tienden a ser inapropiados y a perder validez en el tiempo.

La innovación financiera puede entenderse de dos formas: por

¹¹ Fuente: "Estimación de la Demanda de Dinero con Innovación Financiera: El caso de Guatemala". Departamento de Análisis Macroeconómico y Pronósticos. Banco de Guatemala. Marzo de 2014.

¹² Dichos periodos fueron documentados ampliamente en los Estados Unidos de América por Goldfeld y Sichel (1990) como posibles problemas de especificación funcional, aunado a la falta de cuantificación de la innovación financiera en un contexto de crecientes cambios en el mercado de dinero.

una parte, como el surgimiento de un gran número de sustitutos cercanos del dinero, como los bonos u otros activos financieros que reducen la demanda de dinero como activo y, por la otra, como el desarrollo de nuevas formas de reducir tenencias de dinero, como el uso de tarjetas de crédito, transferencias electrónicas y otros métodos de administrar efectivo que inducen a reducir la demanda de dinero para transacciones.

El cambio tecnológico y el desarrollo del sistema financiero son factores que generalmente han sido ignorados en el análisis de la demanda de dinero. Empíricamente, la innovación financiera dentro de una función de demanda de dinero tradicional es no observable; sin embargo, puede tener efectos permanentes que hacen necesario incluir variables aproximativas (*proxies*) que midan ese efecto. Una forma de aproximación de la innovación financiera supone que en la medida que se incorporan mejoras tecnológicas se reduce la cantidad de efectivo necesaria para realizar un determinado número de transacciones, indicando que los cambios están relacionados inversamente con la demanda por saldos monetarios reales.

Otro aspecto importante es que las innovaciones financieras reducen los costos de transacción o de conversión en efectivo de los activos financieros, afectando el grado de liquidez de los mismos (Arnaut, 2008). Por ello, las nuevas tecnologías para realizar transacciones, como el cajero automático y el uso de tarjetas de débito, en la medida que han supuesto una reducción de los costos de transacción, han incrementado la liquidez de los activos financieros a los que están vinculados.

III. EL MODELO

El presente análisis se basa en el modelo de tecnología de transacciones de Lucas (1994), en el que la restricción de efectivo por anticipado es reemplazada por una tecnología de transacciones.

El modelo en mención denota la existencia de un agente representativo que, en el tiempo (t), busca maximizar su función de utilidad, optimizando el uso del tiempo que dispone para producir y para realizar transacciones. El agente representativo con mayor tiempo para transacciones economiza saldos reales y baja el costo de oportunidad de mantener dinero; además, la disminución del costo de oportunidad se logra a costa de reducir el tiempo empleado en la producción. Asimismo, el agente representativo está sujeto a una tecnología de transacciones y a restricciones de flujo y de tiempo.

Con base en lo anterior, se utilizó el agregado monetario M1

como dinero en términos reales. Como variable de producción se utilizó el Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) para aproximar el volumen de transacciones en la economía, como variable de costo de oportunidad del dinero se empleó la tasa de interés pasiva promedio ponderado en moneda nacional y como *proxy* de las innovaciones financieras se utilizó el coeficiente de preferencia de liquidez, el cual es la razón entre el numerario en circulación y las captaciones del sistema bancario en moneda nacional. La información utilizada comprende de enero de 2002 a diciembre de 2013, con periodicidad mensual.

IV. ESTIMACIÓN Y RESULTADOS

La metodología utilizada en este análisis busca definir una relación básica de largo plazo, para ello se utiliza como referencia la metodología propuesta por Engle y Granger (1987), para encontrar que las variables están cointegradas en el largo plazo y luego ajustar una función dinámica de corto plazo mediante un modelo de corrección de errores.

Una vez identificado el orden de integración entre las variables se especificó y se evaluó un modelo de largo plazo mediante el método de mínimos cuadrados ordinarios. Asimismo, se procedió a relacionar el comportamiento de las variables en el corto plazo con el comportamiento de largo plazo, quedando especificada la ecuación de la siguiente forma:

$$\Delta m_t^d = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta y_t - \gamma_2 \Delta r_t - \gamma_3 \Delta t_t + \gamma_4 u_{t-1} + \varepsilon_t$$

donde: Δm_t^d es el logaritmo en diferencias de los saldos monetarios reales; Δy_t es el logaritmo en diferencias del IMAE; Δr_t es la tasa de interés pasiva en diferencias; Δt_t es el logaritmo en diferencias de la variable de innovación financiera; u_{t-1} son los errores de la regresión anterior rezagada un periodo y ε_t es el término de error. Con base en la ecuación anterior se obtuvieron los resultados siguientes:

$$\Delta m_t^d = 0.0322 + 0.3728y_t - 0.0066r_t - 0.2942t_t + 0.9106u_{t-1} + \varepsilon_t$$

Std. Error	0.0099	0.2268	0.0040	0.0478	0.0965
t-Statistic	3.2337	1.6441	-1.6561	-6.1489	9.4377
R ²	0.6467				

Con los resultados obtenidos se infiere que el modelo representa una aproximación adecuada de la demanda de saldos monetarios reales, representando el comportamiento del medio

circulante real. Los coeficientes obtenidos cumplen de forma satisfactoria con el comportamiento esperado por la teoría económica, ya que existe una relación positiva del IMAE, una relación inversa con la tasa de interés pasiva promedio ponderado en moneda nacional y con la variable de innovación financiera, respecto a los saldos monetarios reales. En tal sentido, un incremento de 1.0% en la tasa de variación interanual de la variable que representa la innovación financiera, implica una reducción en 0.29% en la tasa de variación interanual de la demanda de saldos monetarios reales, lo que indica que la demanda de dinero tiende a estar inversamente relacionada con los avances tecnológicos en los sistemas de transacción de dinero. El resultado obtenido para la variable de producción indica que al aumentar su tasa de variación interanual en 1.0%, la tasa de crecimiento interanual de la demanda de saldos monetarios se incrementa en 0.37%, indicando que la demanda de dinero está en función directa del volumen de transacciones. Asimismo, para la variable que representa el costo de oportunidad del dinero, los resultados indican que un cambio en su tasa de variación, resulta en una leve variación negativa de los saldos monetarios reales, mostrando que la tenencia de dinero disminuye cuando la tasa de interés aumenta.

V. CONSIDERACIONES FINALES

Los resultados obtenidos mediante la inclusión del coeficiente de preferencia de liquidez, como una aproximación del proceso de innovación financiera dentro de la función de demanda, permite corregir el problema de una especificación incorrecta en los modelos de estimación de los saldos monetarios reales. La aplicación del modelo de corrección de errores propuesto para realizar inferencias de corto y largo plazos, evidenció que los resultados son congruentes con los postulados teóricos, explicando los coeficientes el comportamiento de la demanda de dinero.

Finalmente cabe indicar que la utilización del coeficiente de preferencia de liquidez como una aproximación de las innovaciones financieras, aun cuando se obtengan resultados econométricos económicamente y estadísticamente consistentes, es discutible derivado que la tenencia de dinero por parte de los agentes económicos es influenciada por diversos factores, incluyendo algunos diferentes a las innovaciones financieras.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Archibald, J. y L. Hunter (2001): "What is the Neutral Interest Rate, and How Can We Use It?" Reserve Bank of New Zealand Bulletin 64.
2. Arnaut, Javier (2008): "Money Demand and Financial Liberalization in Mexico: a Cointegration Approach". Universidad Autónoma Metropolitana MPRA. Paper Nr. 860.
3. Arrau, Patricio y De Gregorio, José (1995): "Financial Innovation and Money Demand". World Bank. Working Paper Nr. 585.
4. Arrau, Patricio; Reinhart, Carmen; De Gregorio, José y Wickham, Peter (1995): "The Demand for Money in Developing Countries: Assessing the Role of Financial Innovations". Journal of Development Economics. 46.
5. Blinder, A. (1999): "Central Banking in Theory and Practice". Cambridge, MA, EE.UU. MIT Press.
6. Bomfin, A. (2001): "Measuring the Equilibrium Real Interest Rates: What Can We Learn From Yields on Indexed Bonds?" Finance and Economics Discussion Series Nr. 53, Federal Reserve Board of Governors.
7. Bordo, Michael y Jonung, Lars (1981): "The Long Run Behavior of the Income Velocity of Money in Five Advanced Countries: an Institutional Approach". Economic Inquiry Nr. 19.
8. Bordo, Michael; Jonung, Lars y Siklos, Pierre (1997): "Institutional Change and the Velocity of Money". Economic Inquiry No. 35.
9. Campbell, J.Y. y Cochrane, J.H. (1999): "By Force of Habit: A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior". Journal of Political Economy. Vol. 107, Nr.2.
10. Chaverri, Carlos (2011): "Demanda de Dinero en Costa Rica 2000-2010". Banco Central de Costa Rica. Serie Documentos de Investigación No. 06-2011.
11. Cochrane, J.H. (2001): "Asset Pricing". New Jersey, Princeton University Press.
12. Engle, Robert y Granger, Clive (1987): "Cointegration and Error-Correction: Representation, Estimation, and Testing". Econometrica. 35.
13. Galí, J. (2002): "New Perspectives on Monetary Policy, Inflation and the Business Cycle". Discusión del CEPR. Paper No 3210.
14. Goldfeld, Stephen y Sichel, Daniel (1990): "The Demand for Money". Handbook of Monetary Economics, North Holland.
15. Gómez, Javier (1998): "La Demanda de Dinero en Colombia". Banco de la República de Colombia. Borradores de Economía No. 101.
16. Gómez, José (1999): "Estimación de la Demanda Transaccional de Dinero en Colombia". Universidad de Antioquia. Lecturas de Economía No. 54.
17. International Monetary Fund (2014): "World Economic Outlook". April.
18. Laubach, T. y Williams, J. (2003): "Measuring the Natural Rate of Interest." Review of Economics and Statistics. 85.
19. Lucas, Robert (1994): "On the Welfare Cost of Inflation". Center of Economic Policy Research Publication Nr. 394.
20. Lucas, Robert y Stokey, Nancy (1987): "Money and Interest in a Cash-in-advance Economy". Econometrica. 55.

21. Maudos, Joaquín (1995): “Nuevas Metodologías de Transacción y Demanda de Dinero”. Universidad de Valencia. Revista de Economía Aplicada No. 8.
22. R. Fuentes, Gredig, F. y Larraín, M. (2007): “Estimating the output gap for Chile”, Central Bank of Chile Working Paper 455.
23. Rojas, Bernardo y García, Héctor (2006): “Estimación de la Demanda de Dinero en Paraguay”. Banco Central de Paraguay. Documentos de Investigación.
24. Watson, Patrick (2002): “A Practical Introduction to Econometric Methods: Classical and Modern”. University of West Indies.