

# BANCO DE GUATEMALA



**RESUMEN CIRCUNSTANCIADO DE LO ACTUADO POR LA JUNTA  
MONETARIA CON MOTIVO DE LA APROBACIÓN DE LA  
EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y  
CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2010 Y DE LA DETERMINACIÓN  
DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA  
Y CREDITICIA PARA 2011**

**Guatemala, 30 de enero de 2011**

De conformidad con lo que establece el artículo 63 del Decreto Número 16-2002 del Congreso de la República, Ley Orgánica del Banco de Guatemala, con el objeto de mantener una conveniente divulgación de las actuaciones de la Junta Monetaria, el Presidente del Banco de Guatemala deberá disponer la publicación de un resumen circunstanciado de dichas actuaciones cuando tengan implicaciones sobre la política monetaria, cambiaria y crediticia, o bien afecten las condiciones generales de liquidez de la economía del país.

En cumplimiento de lo dispuesto en el artículo citado, a continuación se presenta un resumen de lo actuado por Junta Monetaria, con motivo, por una parte, de la aprobación de la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2010 y, por la otra, de la determinación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2011, contenida en resolución JM-161-2010 del 23 de diciembre de 2010.

A. En oficio del 15 de diciembre de 2010, el Presidente del Banco de Guatemala sometió a consideración de los señores miembros de la Junta Monetaria el Dictamen CT-3/2010, aprobado por el Consejo Técnico del Banco Central el 11 de diciembre de 2010, con el propósito de que, conforme lo prescrito en los artículos 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala y 26 inciso a) de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, se procediera a evaluar la referida política.

B. En sesión número 52-2010, celebrada por la Junta Monetaria el 17 de diciembre de 2010, la autoridad monetaria conoció el referido dictamen. En esa sesión, el Gerente Económico del Banco de Guatemala presentó los principales aspectos analíticos y evaluativos de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2010.

C. Derivado de la exposición del Gerente Económico, los miembros de Junta Monetaria consideraron pertinente analizar y discutir ampliamente lo relativo a los fundamentos, las principales tendencias, así como los principales aspectos

contenidos en el referido informe, a efecto de identificar los principales aspectos y resultados que incidieron en la conducción de la política monetaria en 2010.

En ese contexto, un miembro de Junta preguntó si se contaba con el dato del déficit fiscal de los países de Latinoamérica, especialmente de los de Centroamérica, para tener un panorama del comportamiento de las finanzas públicas a nivel latinoamericano. Además, requirió el dato de cuánto habían incidido la tormenta tropical *Agatha*, la erupción del volcán de Pacaya y los eventos climatológicos ocurridos en 2010 en la inflación total de ese año. Agregó que Chile y Perú tomaron decisiones de aumento en las tasas de interés de política monetaria porque mostraron un crecimiento económico significativo, lo que era incomparable con el crecimiento estimado para Guatemala. Añadió que el ámbito de la Junta Monetaria era limitado, pero esperaba que se pudiera contribuir a obtener el crecimiento registrado en los países citados. Preguntó sobre el comportamiento de la cartera vencida en el sector bancario y de los ingresos tributarios. Se refirió a la incertidumbre que existía en el entorno económico mundial, respecto de la sostenibilidad del crecimiento económico registrado en 2010, también le preocupaba el nivel de desempleo hispano observado en los Estados Unidos de América, el cual pasó de 12.5% a 13.2% (sin embargo, en el país había crecido el ingreso de divisas provenientes de las remesas familiares). Comentó que según el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, en 2011 no debería haber presiones inflacionarias, especialmente por el comportamiento de los precios de los *commodities*, lo cual era importante porque ése era un factor que afectaba las decisiones internas. Finalmente, inquirió sobre el aumento del crédito bancario al sector privado registrado en las últimas semanas.

Otro miembro de Junta expresó que el Índice de Precios al Consumidor se ubicó dentro del rango propuesto por la Junta Monetaria para 2010. Respecto a la tasa de interés, comentó que era interesante observar que había existido un repunte del crédito bancario al sector privado, aún cuando la tasa de interés se mantuvo estable; asimismo, dijo que el tipo de cambio nominal también se

mantuvo en términos generales estable y acorde a su estacionalidad; el Producto Interno Bruto empezaba a recuperarse ya que en 2010 registró un crecimiento respecto del año anterior y que el déficit fiscal se estimó para fines de 2010 en 3.2%; no obstante que en el Acuerdo *Stand-By* con el Fondo Monetario Internacional se estipuló un máximo de hasta 3.4%. Expresó que el aumento de las reservas monetarias internacionales fue producto de un mayor endeudamiento.

Otro miembro de Junta, con relación al comportamiento del crédito bancario al sector privado, expresó que tenía dos inquietudes: la primera era el concerniente al tema del FHA, que estaba relacionado con las instituciones bancarias, ya que éstas registraban las viviendas que son descontadas como inversiones y no como créditos; sin embargo, si se analizaba para fines estadísticos, sí era un crédito para vivienda. Sobre lo anterior comentó que era debido al tipo de documento, ya que los bancos lo tenían canalizado como una inversión; aspecto que se debería analizar y consideraba que se debería de separar porque era un rubro muy importante de conocer si estaba creciendo. La segunda inquietud era sobre la participación de la banca extranjera, pues sería conveniente contar con la información de los créditos que ésta concede en el país; reconoció que era difícil obtenerla, pero era importante que por el momento se consiguiera al menos la de BANCOLOMBIA. Sobre el tema del mecanismo *overnight*, preguntó si se estaba previendo que pudieran participar terceros o únicamente los bancos; comentó que 2011 sería un año electoral y que recordaba que en 2007, que fue el último año electoral, la economía creció arriba del 6%; obviamente eran distintas razones pero sin duda alguna fue un año en el cual hubo mucho gasto y consumo. Además, recordó que el consumo constituye una columna importante dentro del crecimiento económico; y reiteró que se debería analizar ese factor para el próximo año. Con relación al tema cambiario, que en 2010 se había desarrollado con normalidad, esperaba que no hubiera ningún problema en 2011, a pesar que será un año electoral, por lo que podría existir una presión fuerte en el comportamiento del tipo de cambio.

Un miembro de Junta expresó que el país contaba con estabilidad macroeconómica, producto, en parte, de las decisiones de la Junta Monetaria. Sobre el tema del endeudamiento público, expresó que había una alerta respecto del comportamiento de éste, porque se estaba llegando al límite establecido en el Acuerdo *Stand-By*, por lo que se debería ser más prudente en este tema para 2011.

Otro miembro de Junta expresó que al realizar la evaluación de la actividad económica, la misma fue positiva, sin duda alguna por las decisiones que había tomado la Junta Monetaria, pero fundamentalmente también había sido muy efectiva la ejecución de la política monetaria, cambiaria y crediticia. Agregó que, en términos generales, todos los indicadores se mantuvieron dentro de los corredores programados. En relación al déficit fiscal de 2.7% comentó que era elevado, pero estaba vinculado con el tema del endeudamiento y en ese aspecto se debía tener cuidado.

Otro miembro expresó que 2010 fue un año difícil debido a los efectos climáticos y a la combinación de otros factores; y, a pesar de que la infraestructura del país había sido golpeada, Guatemala había registrado crecimiento económico. En cuanto al déficit de 3.2% en 2010, preguntó sobre la situación de la colocación de los Bonos de Reconstrucción, porque consideraba que de eso dependería el nivel del déficit fiscal, ya que si se colocaba lo que estaba estimado, posiblemente sería más elevado, pero si no se daba lo anterior podría dicho déficit situarse por debajo de 3%. Expresó que las dos semanas que restaban para que finalizara 2010 serían decisivas para conocer el monto y la moneda en que se colocarían los referidos bonos. En cuanto a la inflación, comentó que se estimaba que se ubicaría en 5.74% para 2010 y en 5.92% para 2011, valores que se encontrarían dentro de la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria para ambos años. Respecto al endeudamiento, se debía considerar que se justificó como apoyo a una política fiscal contracíclica, lo cual consideraba que sí ayudó al gasto

del Gobierno, dado que era importante, pero era muy trascendental que se utilizara de buena forma.

Sobre las interrogantes planteadas por algunos miembros de Junta Monetaria, los departamentos técnicos señalaron que el efecto de la tormenta tropical *Agatha* en el índice de precios al consumidor fue de 0.50% y el impacto se registró en la división de alimentos y comidas fuera del hogar; respecto de la cartera vencida, la información que se consignó indicaba que ésta se había reducido de 3.2% a 2.7%; en cuanto al crédito bancario al sector privado, comentaron que se registró una estacionalidad en el aumento del crédito bancario al sector privado, especialmente en el segundo semestre y concretamente en el último trimestre del año; en cuanto a los déficits fiscales de algunos países de América Latina, comentaron que de conformidad con información del Consejo Monetario Centroamericano, para 2010 Costa Rica tendría un déficit fiscal de 4.9%; El Salvador de 3.0%; Honduras de 4.5%; y Nicaragua de 1.8%. En otras economías con esquema de metas explícitas de inflación, los déficits fiscales para 2010 serían: Brasil, 2.1%; Chile, 1%; Colombia, 4.4%; y México, 2.7%. Además, comentaron que los precios macroeconómicos estuvieron estables, pero el crecimiento económico fue bajo, además de que no fue suficiente para propiciar el crecimiento económico de mediano y largo plazo, debido a que ello estaba asociado con temas de competitividad, de productividad, de derechos de propiedad, de seguridad, de clima de negocios, de niveles de inversión privada y pública. Agregaron que el grado de conexión que tenía Centroamérica estaba bastante asociado a las relaciones con los Estados Unidos de América, ya que Guatemala exportaba casi un 39% a ese destino, pero en el caso de Honduras era casi un 69%, y que el país se había diversificado, porque en 2000 se exportó a los Estados Unidos de América el 55% del total y ahora, como mencionaron, fue 39%. Asimismo, en 2000 se exportó 17% a Centro América y ahora se exportaba el 29%; es decir, sí había habido apertura de mercados y productos. Sobre la pregunta relacionada con el tema de la Balanza de Pagos, señalaron que existía

un rubro que de acuerdo al manual se denominaba otra inversión y aquí comentaron que el rubro más importante son los préstamos del Sector Público, los cuales para 2010 estuvieron en alrededor de US\$600.0 millones. Sobre dicho monto, expresaron que se debían realizar consideraciones importantes respecto del uso del financiamiento, la contratación del mismo y a dónde se orientaba. Agregaron que era generalmente aceptado, a nivel internacional, que la parte del financiamiento, sobretodo de préstamos, debía orientarse al gasto de capital, no así al gasto de funcionamiento. Comentaron que si se observaba la deuda interna más la deuda externa como porcentaje del PIB, el valor crítico era 40% y en Guatemala se ubicaba en 26.5%; agregaron que Panamá y Nicaragua también superaban estos niveles y esto debía verse en una perspectiva integral no sólo en términos de las finanzas públicas. En relación al Modelo Macroeconómico Estructural, agregaron que fundamentalmente era un modelo que tiene microfundamentos, los cuales no tiene el Modelo Macroeconómico Semiestructural, y permitirá observar los efectos de la política monetaria en el PIB, en el tipo de cambio real, no sólo retrospectiva sino también prospectivamente, y conocer decisiones de política monetaria que ocurran, así como el impacto que podrían tener sobre los pronósticos de la brecha del producto y de la brecha del tipo de cambio real.

Otro miembro de Junta amplió la explicación a las inquietudes planteadas por los miembros de Junta Monetaria, las cuales agrupó en tres áreas fundamentalmente: crecimiento económico, finanzas públicas y posición externa. Con relación al tema del crecimiento económico expresó que las economías de los países tenían un potencial de crecimiento y que algunas crecían a ritmos por arriba del 5% y, de acuerdo con algunos análisis, éstos ya estaban anticipando alguna preocupación debido a que el crecimiento económico estaba excediendo el crecimiento potencial y lo anterior estaba ocasionando presiones en otras variables macroeconómicas. Citó el caso de Brasil, pues éste registró una aceleración en la inflación, la cual superó el 5.1% y fue superior a la meta fijada, lo

que había llevado a reaccionar al Banco Central. Expresó que en el caso particular de Guatemala se había observado que la economía tenía un potencial de crecimiento de entre 3.5% a 4%, que era lo más que se puede crecer en condiciones de sostenibilidad, porque si bien el país había crecido 2 años por encima de dicho valor, ello se había sustentado en coyunturas particulares de la economía global y, si se analizaba históricamente la tasa de crecimiento, había sido de 3% en promedio en un período de 20 años, lo cual quería decir que el país para crecer más necesitaría profundizar en las reformas estructurales que siempre se habían señalado y que había planteado, incluso en los últimos documentos del Fondo Monetario Internacional y de otros organismos internacionales, de ahí devenía la importancia de avanzar en las reformas estructurales. Reconoció que las finanzas públicas seguían representando un reto y un desafío muy importante. Agregó que, según el compromiso establecido en el Acuerdo *Stand-By* con el Fondo Monetario Internacional, se tenía estimado un déficit fiscal de 3.1%, el cual no contemplaba los gastos de reconstrucción derivados de los fenómenos naturales ocurridos en este año; además, la política anticíclica que se venía implementando en 2009 y en 2010 con el propósito de mitigar los impactos de la crisis, tratando de compensar la caída en la recaudación, lo cual generó un déficit mayor. Agregó que la sostenibilidad de deuda pública en Guatemala era adecuada, pero se debía comenzar a reducir el déficit; prueba de ello era que para el próximo año ya se planteaba un déficit de 2.8% (sin gastos de reconstrucción en ese año). Sobre el tema del impacto social que tendría el endeudamiento, indicó que éste era una consecuencia del déficit y no podría analizarse el impacto social únicamente por la deuda, sino que debía determinarse por la calidad de las políticas públicas para satisfacer las necesidades sociales de manera integral, porque se debía recordar que el endeudamiento lo que trata de hacer es financiar únicamente aquellas actividades que no se pueden financiar con gasto corriente y por eso se pretende que el financiamiento sea especialmente para infraestructura, para fortalecimiento institucional en la mayoría de los casos y para proyectos que



beneficien a grupos vulnerables. Comentó que una carga tributaria más alta no implicaba necesariamente que el déficit fiscal fuera menor. Sobre el tema de las reservas monetarias internacionales planteaba que, dentro de un esquema cambiario flexible, la única posibilidad de aumentar el nivel de reservas monetarias internacionales para el Banco Central se habría venido dando exclusivamente por los diferenciales entre los desembolsos y las amortizaciones de préstamos del sector externo. También mencionó que podrían aumentar las reservas en la medida en que el Banco Central participara en el mercado cambiario al comprar divisas. Expresó que en 2010, el valor neto de la participación del Banco Central en el mercado cambiario fue de únicamente US\$7.4 millones, pero en un esquema flexible lo deseable era que la balanza de pagos se ajustara precisamente por el mismo mercado.

Otro miembro de Junta expresó que, en función de ordenar el gasto y por ende el presupuesto de 2011, se había trazado una meta con el Organismo Ejecutivo, ya que el nivel de ejecución del presupuesto se revisaría mensualmente, dado que no era conveniente revisarlo ni trimestralmente ni cuatrimestralmente, como usualmente rezaban las normas presupuestarias, y a los tres días posteriores a que finalice cada mes se revisaría el nivel de ejecución de cada una de las unidades.

Otro miembro de Junta, respecto a las inquietudes planteadas por otros miembros, expresó que con la nueva forma en que opera el mecanismo de implementación a la política monetaria, en el sentido de que si se permitía la participación de entidades no financieras, expresó que este tema se trajo a discusión y se comentó que era un mecanismo que se había diseñado para regular la liquidez bancaria y se debía a que las instituciones bancarias, por excelencia y por su papel de intermediación financiera, eran las instituciones por medio de las cuales se transmitía la política monetaria. Agregó que en el seno de esta Junta salió a colación si era conveniente incluir a las sociedades financieras y luego del análisis correspondiente se decidió que era procedente, por lo que en la

resolución aprobada por Junta Monetaria quedaron incluidas en dicho mecanismo. También agregó que cuando vino una misión del Fondo Monetario Internacional, que tuvo como propósito evaluar el referido mecanismo, se aprovechó para discutir ese tema con la misión, dada su experiencia en otros países, y dijo que la misión fue del criterio de que tal mecanismo fue creado para instituciones bancarias y en todo caso para las sociedades financieras, tal como se estaba operando; sin embargo, mencionó que en lo que respecta a las subastas por fecha de vencimiento, y cuando el Banco de Guatemala salía a plazos mayores, sí podían participar tanto bancos, sociedades financieras como sociedades no financieras y entes del sector privado.

Los departamentos técnicos ampliaron las inquietudes respecto a la interpretación del comportamiento reciente del crédito bancario al sector privado, que como se había observado en las semanas recientes había incrementado su tasa de variación interanual después de permanecer la mayor parte del año por debajo del corredor programado, había ingresado dentro del corredor y aún en las semanas recientes se había ubicado cerca del límite superior. Agregaron que esta situación fue coyuntural y la recuperación del crédito bancario al sector privado era un fenómeno de más largo plazo, también expresaron que el comportamiento en las últimas semanas había sido dinámico, los flujos semanales, en la semana del 2 al 19 de diciembre fueron de Q338.0 millones, pero en semanas previas fueron montos aún superiores a Q400.0 millones, incluso Q700.0 millones, flujos muy dinámicos y comparados esos flujos con los flujos bajos registrados a fines de 2009, eso causó que la tasa de variación interanual se incrementara, lo anterior había impulsado a revisar la estimación econométrica: la que se tenía en ese momento era 5.1% para fin de año, la cual estaría por arriba del límite superior del corredor programado que era 5.0%. Agregaron que, de acuerdo a la estacionalidad, se esperaba que en la última semana de 2010 se estuviera observando un valor superior y podría ser aún mayor si las semanas que faltaban de computar de diciembre seguían mostrando el dinamismo de las últimas

semanas observadas. Reiteraron que el proceso de recuperación del crédito más bien habría que visualizarlo en un escenario de más largo plazo.

Luego de haberse expuesto y discutido los argumentos y observaciones respecto del contenido de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2010, la Junta Monetaria dio por evaluada la misma.

## **II. DETERMINACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2011**

A. En oficio del 22 de diciembre de 2010, el Presidente del Banco de Guatemala sometió a consideración de los señores miembros de la Junta Monetaria el Dictamen CT-4/2010 que contiene la Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2011, con el propósito de que, conforme lo prescrito en los artículos 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala y 26 inciso a) de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, se procediera a determinar la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2011.

B. En sesiones números 53-2010 y 54-2010, celebradas por la Junta Monetaria los días 22 y 23 de diciembre de 2010, respectivamente, la Autoridad Monetaria conoció el referido dictamen. En la primera de las sesiones indicadas, el Gerente Económico del Banco de Guatemala hizo la presentación de los principales aspectos de la Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2011.

C. Como resultado de la exposición del Gerente Económico del Banco de Guatemala, los miembros de Junta Monetaria consideraron pertinente analizar y discutir la propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2011, a efecto de generar los elementos de juicio que permitieran la adopción de la resolución a que daría lugar la determinación de dicha política, que por mandato constitucional y legal corresponde a la Autoridad Monetaria.

Al respecto un miembro de Junta expresó que era innovador eliminar los corredores de los agregados monetarios, y que consideraba que con el actual esquema de política monetaria se podría prescindir de tales corredores.

Otro miembro de Junta preguntó si se tenía la comparación del flujo de las exportaciones, de las importaciones y de las remesas familiares de 2010 con las registradas en 2008, así como del superávit registrado en la Balanza de Pagos en los años citados; lo anterior en virtud que podían estar presionando el comportamiento del tipo de cambio. También preguntó sobre los efectos del déficit fiscal previsto para 2011 y de la política fiscal anticíclica. Además, mencionó que se debía analizar la encuesta al panel de analistas privados y preguntó si se conocía la metodología que utilizaba el referido panel para realizar las proyecciones de inflación.

Otro miembro de Junta expresó que estaba de acuerdo con la regla cambiaria, en el sentido que únicamente moderaba la tendencia, pero cuestionó la propuesta de los departamentos técnicos de pasarla de 0.5% a 0.6%, porque consideraba que podría ser 0.75% en el futuro. Con relación a la estimación del crecimiento económico, manifestó que era modesto el proyectar crecer entre 2.6% a 3.2% para 2011. Respecto al tema de las operaciones de estabilización monetaria, de pasar de operaciones de 7 días a 1 día, no veía por qué la sugerencia de que entrara en vigencia hasta el primero de junio de 2011 y por qué no aplicar el cambio el primero de marzo o el primero de abril, ya que consideraba que las instituciones ya se habían acoplado al esquema y creía que esperar casi seis meses no tenía mucho sentido. Además, agregó que le preocupaba el déficit fiscal estimado para 2011.

Otro miembro de Junta también expresó que estaba de acuerdo con la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario. Respecto al PIB comentó que la estimación para 2011 era realista, ya que sería un año electoral y de alguna manera podría afectar la inversión y también podría incidir el problema de la seguridad. Además, preguntó acerca del número de analistas que

conforman el panel de analistas privados; lo anterior debido a la importancia que tenía su expectativa de inflación en el índice sintético.

Otro miembro de Junta expresó que cuando se analizaron los resultados del Modelo Macroeconómico Semiestructural se comentó sobre un pronóstico del ritmo inflacionario para 2011 de 5.11%, asociado con una trayectoria de la tasa de interés líder que pasaría de 4.50% en el cuarto trimestre 2010 a 5.26% en el cuarto trimestre de 2011. En cuanto a la base monetaria amplia, estuvo de acuerdo con eliminarla de las variables de seguimiento, ya que siempre había generado algunas complicaciones en el análisis. También preguntó sobre las razones por las cuales se proponía modificar la regla cambiaria. Además, expresó que no era necesario trabajar con dos escenarios fiscales, porque ya se conocía la información y que el escenario alternativo era el más probable. Comentó que en el Congreso de la República estaba una propuesta de reforma a la legislación bancaria y sería prudente recordar al Organismo Legislativo la importancia de que esas reformas sean aprobadas en 2011

Otro miembro de Junta preguntó las razones por las cuales no se hacía ninguna mención en cuanto a la determinación de tasas de interés que se aplicarán a las operaciones de captación e inyección de liquidez.

Sobre las interrogantes planteados por algunos miembros de Junta, los departamentos técnicos manifestaron que el superávit estimado de la cuenta capital y financiera de la balanza de pagos para 2010 de 3.1% estaba basado en los desembolsos provenientes de los organismos financieros internacionales que se recibieron en dicho año, así como otros flujos de capital que fueron de menor cuantía; lo anterior dio como resultado que en 2010 las reservas monetarias internacionales, que originalmente se estimó que aumentarían en US\$470.0, hubieran aumentado por un monto mayor, debido a las recientes colocaciones de bonos expresados en dólares de los Estados Unidos de América emitidos por el Ministerio de Finanzas Públicas. Para 2011, el referido superávit de la balanza de pagos sería de 4.3%, producto del aumento de nuevos desembolsos previstos en

el Presupuesto General de Ingresos y Egresos para 2011 aprobado por el Congreso de la República; de esa cuenta, se estimó un aumento en las Reservas Monetarias Internacionales de aproximadamente US\$275.0 millones. Respecto a cuáles fueron las razones por las que se propuso modificar el porcentaje de la regla cambiaria a 0.60%, expresaron que dicho cambio no incidía en la tendencia del tipo de cambio, por lo que se estaría transitando hacia una mayor flexibilidad, lo cual era importante dentro del esquema de metas explícitas de inflación. Sobre la pregunta de por qué no aumentar el margen de fluctuación de la regla cambiaria a 0.75%, señalaron que de acuerdo con la experiencia se consideró que era sano transitar a un marco de flexibilidad cambiaria, pero era importante tomar en cuenta aspectos muy particulares de la economía guatemalteca y eso se refiere, especialmente para 2011, a que, en primer lugar, sería un año electoral y se tiene suficiente evidencia de que algunas variables y precios macroeconómicos han tenido algún cambio de tendencia o volatilidad mayor en años electorales; y, en segundo lugar, se relacionaba con el sector externo, ya que la economía mundial crecería 4.2% en 2011 y 4.3% en 2010 y en 2009 registró una caída de 0.6%; sin embargo, en lo que concierne al principal socio comercial de Guatemala, que es los Estados Unidos de América, si bien no estuvo contaminado con los problemas que presentó la Zona del Euro, se observó que la recuperación fue débil y los niveles de ahorro en la economía norteamericana estaban creciendo y ello iba en detrimento del consumo privado, lo que estaba asociado a los niveles de desempleo. Sobre la evolución de algunas proyecciones de las exportaciones, de las importaciones y de las remesas familiares, y los valores que se observaron para tales variables en 2008, los departamentos técnicos señalaron que en ese año las exportaciones totales tuvieron un crecimiento de 12.4%, para 2010 la estimación es de 12.3% y para el 2011 de 11.9%, la cual es una combinación de volumen y valor, de productos tradicionales y no tradicionales, así como el efecto que tiene los Estados Unidos de América, Centro América y el resto del mundo. En cuanto a las importaciones, éstas crecieron 7.6% en 2008, mientras que en

2010 se estimó que crecerían 17.2%, resultado también de una mezcla de volumen y valor. En lo que respecta al ingreso de divisas proveniente de las remesas familiares, en 2008 registró un crecimiento de 4.5% mientras que para 2010 se estimó un crecimiento de 4.7% y para 2011 de 5.3%. Sobre la pregunta relacionada con la eliminación de los corredores de los agregados monetarios, comentaron que si se revisaba la experiencia de los países que han consolidado el esquema de metas explícitas de inflación, se observaba que en las etapas iniciales e intermedias habían utilizado los agregados monetarios y se les monitoreaba con un corredor programado, pero en la medida que iban avanzando se eliminaban los corredores. En el caso de Guatemala, para mantener la consistencia y avanzar hacia la consolidación del esquema, se debía eliminar los corredores programados, lo anterior debido a que daba la impresión de que el Banco Central estaba preocupado de mantener un nivel en cada uno de los meses de los agregados monetarios tales como la emisión monetaria, el crédito bancario, los medios de pago y la base monetaria amplia. En relación con la pregunta de por qué se planteaban dos escenarios fiscales, esto se debió a que cuando se estuvo elaborando el documento de la propuesta de política monetaria, cambiaria y crediticia, se fueron incorporando nuevas variables, pero que estaban de acuerdo en que prácticamente solo un escenario estaba asociado al presupuesto que fuera aprobado por el Congreso de la República. Además, en lo relativo a la reconstrucción de la infraestructura del país, indicaron que se consideraba que los recursos se quedarían en caja en 2010, pero que en 2011 se estarían utilizando. En cuanto a la pregunta relacionada con el panel de analistas privados, así como con la metodología utilizada para las proyecciones de inflación, comentaron que desde una perspectiva histórica, la encuesta originalmente agrupaba 8 analistas; gradualmente se ha ido mejorando la encuesta no sólo en términos de las variables que incorpora sino que también buscando permanentemente a más analistas que hacen un análisis del acontecer económico nacional e internacional; al 23 de diciembre de 2010, el número de personas a las que les trasladó la

encuesta fue de 28 y de esos a veces son entre 19 y 21 analistas los que dan respuesta. Además, se mantiene un acercamiento con ellos para determinar qué están percibiendo en el mercado, cuáles son sus expectativas de inflación, que en algunos casos no coinciden con la perspectiva de los técnicos del Banco de Guatemala y eso es importante para tener información de cómo se está viendo el acontecer y las expectativas. En relación a qué tanto se aproximan las expectativas de inflación del panel de analistas privados a la información que se observa en el IPC y a los pronósticos, expresaron que cada vez se acercan más y se demuestra con el ajuste que se está proponiendo en el índice sintético de las variables indicativas, que cuando se planteó a Junta Monetaria en diciembre de 2009, en ocasión de conocer la propuesta de política monetaria para 2010, la información que tenía corte hasta diciembre de 2009, se actualizaron para 2010 y se observó que las expectativas han estado más cercanas a los datos observados.

En relación a las operaciones de inyección y de neutralización de liquidez, expresaron que la determinación de los márgenes para las operaciones de neutralización e inyección de liquidez, así como los de las ventanillas o de las facilidades permanentes, es una facultad del Comité de Ejecución y que estos estarían vigentes en la medida que no hayan cambios y que el referido comité lo estaría analizando e informando a la Junta Monetaria.

Continuando con las interrogantes de los miembros de Junta Monetaria, los departamentos técnicos explicaron las razones por las cuales las operaciones a 1 día de plazo entrarán en vigencia a partir del primero de junio de 2011: la primera razón era la adaptación de las instituciones a este nuevo esquema y la segunda tenía relación con el monto de operaciones que actualmente están a 7 días. En relación a que si se estaba dando a conocer el monto de las operaciones *overnight*, respondieron que sí, ya que el monto de la captación que se realiza el día anterior se publica todos los días en los medios de prensa.



Otro miembro de Junta, respecto de la regla cambiaria, expresó que cómo quedaba la intervención discrecional del Banco de Guatemala. Además, (¿Qué relación tiene la participación discrecional y el escenario fiscal?).

Otro miembro de Junta expresó que su preocupación por la incidencia que podría tener la actividad económica mundial en el tipo de cambio nominal, ya que podría producirse una apreciación del mismo, por lo que consideraba que el sistema cambiario debiera ser completamente flexible. Además, preguntó si se debería contar con una regla de intervención asimétrica y propuso que cuando sucediera depreciación se regresara a 0.75%. En el tema de eliminar la base monetaria amplia como variable de seguimiento, estuvo de acuerdo; de hecho ya hacía algún tiempo que lo había propuesto. Requirió que se bajara la ponderación del panel de analistas dentro del índice sintético y que se aumentara al pronóstico de inflación subyacente debido a que, por la incertidumbre que sigue habiendo en el mundo y los cambios climatológicos que habían sucedido, habría que darle un mayor seguimiento a la inflación subyacente, con el objetivo de no contaminar las decisiones de la Junta con esos choques de oferta que no sólo se dan en Guatemala sino que ocurren en muchos países.

Otro miembro expresó que la competitividad de un país tiene que analizarse por la capacidad del país de aumentar sus niveles de productividad. Solicitó que se ampliara el análisis acerca de la relación entre productividad y tipo de cambio nominal. Expresó sus dudas acerca de si el control de inflación en 2011 tendría una relación muy directa con la tasa de interés líder y dijo que consideraba que la inflación se debía combatir por el lado de la oferta y que una tasa de interés líder que se proyecta en 5.25% podía eventualmente reducir la posibilidad del país de aumentar la oferta.

Al respecto, los departamentos técnicos manifestaron que Guatemala es tomador de precios a nivel mundial, algo que no sucede con la República Popular China, ya que los precios internacionales del café no los fijan los exportadores del país en el mercado internacional, sino los fija el mercado con productores

importantes, como Brasil y en menor magnitud Colombia. Además, comentaron que es necesario el empuje de una política comercial, la cual corresponde a otras esferas, y se han observado los esfuerzos que se han dado en esa materia. Sobre la regla asimétrica, comentaron que se tuvo en años anteriores y se registró mayor depreciación del tipo de cambio nominal, pero al realizar el análisis integral se percibió que, cuando se contaba con los umbrales y la regla cambiaria asimétrica, se operaba de manera más activa en episodios de apreciación; por ende, el Banco de Guatemala acumulaba reservas, eso le implicaba un mayor sacrificio en términos de neutralización de liquidez y esa mayor depreciación en el largo plazo se iba trasladando por el efecto traspaso a los precios internos; lo que obliga al Banco Central a tener que utilizar sus instrumentos para tratar de mantener ancladas las expectativas, pero hay un costo importante que se debe absorber. Además, consideraron que mantener una regla asimétrica con sesgo a la depreciación era semi-anclar otra variable por parte de la política monetaria, ya que se cuenta con una meta de inflación, la cual es imprescindible anclar para que los agentes económicos tomen sus decisiones de consumo, ahorro, producción y empleo; pero si se tuviera una semiancla que es el tipo de cambio nominal y eso significara un sesgo a la depreciación, eso sí era inconsistente con el esquema de metas explícitas de inflación.

Respecto a la pregunta relacionada con el hecho de que se sugería reducir el peso de las expectativas del panel de analistas privados y aumentar el peso del pronóstico de la inflación subyacente, comentaron que era delicado hacerlo porque los pesos relativos fueron con herramientas estadísticas cuantitativas que reflejan la información observada y cómo eso responde respecto a los pronósticos de inflación. En relación al ritmo inflacionario subyacente proyectado comentaron que la inflación subyacente es aquella que está explicada primordialmente por factores monetarios, pero que no era la inflación total del país. Entonces, señalaron que sí era un indicador fundamental al cual debe dársele seguimiento, pero repitieron que esa inflación subyacente no es la inflación total que estaban

observando los agentes económicos del país, ya que es el IPC total el que era observado. En cuanto al déficit fiscal y al escenario fiscal más factible, reiteraron que el escenario alternativo que se estaba proponiendo fue el que más se ajustaba a las condiciones del 2011, incluyendo la colocación de bonos para reconstrucción. Señalaron que en el tema de la consolidación fiscal era importante reducir el déficit fiscal de manera gradual y progresiva, para mantener la estabilidad macroeconómica del país, porque el peso de la deuda no debía seguir creciendo. Respecto a la pregunta acerca del significado de una política fiscal anticíclica, respondieron que se debía recordar lo ocurrido en 2009: los ingresos cayeron considerablemente, por lo que una posibilidad fue que ante esa caída no existiera ningún sesgo anticíclico a la política fiscal; es decir, que cayeran los ingresos y que también disminuyera el gasto total en torno al 14% del PIB. En vez de ello, hubo fuentes de financiamiento externas que se negociaron y eso permitió mantener un nivel de gasto. Eso, en términos generales, es lo que se denomina una política fiscal anticíclica. En adición, a la relación de la productividad y del tipo de cambio nominal, comentaron que se debería de separar lo relativo a la productividad per sé de una economía, que tiene que ver exclusivamente con los factores de producción que se utilicen y cuál es la frontera de posibilidades de producción del país. Es decir, la productividad de la tierra, del trabajo y del capital está relacionada con el grado de intensidad de cada uno de los factores. Existen investigaciones del Fondo Monetario Internacional, desde 1950, en donde se analiza cómo ha evolucionado la productividad de los países, observándose que, en general el resto del mundo ha tenido un aumento de la productividad y el país también lo ha tenido, pero ha sido de menor magnitud. Pero relacionado con el tema de la productividad está el tema de los costos laborales, que implica el tema de los salarios en una economía respecto de los socios comerciales. También tiene que ver con los precios de la energía, electricidad y combustibles.

Otro aspecto a que ya habían hecho referencia es lo que proyectaba en términos de inflación el Modelo Macroeconómico Semiestructural: una inflación de

5.26%, pero condicionada a un ajuste de la tasa de interés líder. Se ha mencionado que esta inflación es causada principalmente por choques de oferta y que puede contenerse; pero aquí sí hay una dificultad, ya que la política monetaria por definición tiene incidencia en la demanda agregada, la única que tiene incidencia en la oferta y en la demanda agregada es la política fiscal. De manera que la política monetaria no está en capacidad, desde el punto de vista conceptual, de estimular esa oferta sino que es por el lado de la política fiscal, a través de los impuestos, de la infraestructura, del clima de negocios y de la certeza jurídica que se tiene que dar a los agentes económicos en todas sus transacciones.

Otro miembro de Junta, en relación al tipo de cambio nominal, expresó que históricamente han existido periodos de especulación cambiaria y, además, consideró que existen factores extraeconómicos que han alterado su comportamiento, por lo que se justificaba que el Banco de Guatemala interviniera en el mercado cambiario para disminuir la volatilidad, por lo que estaba de acuerdo con mantener la participación discrecional.

Otro miembro de Junta, sobre ese mismo tema, comentó que de alguna manera se le había puesto limitaciones al tipo de cambio nominal y pareciera que se tenía un objetivo como tal. Comentó que el tipo de cambio nominal se había apreciado considerablemente más que el de nuestros competidores o socios comerciales, por lo que se le estaba poniendo un estrés tremendo a nuestra competitividad. Manifestó que no estaba de acuerdo con lo expresado por los cuerpos técnicos en el sentido de que, si la sobreapreciación real del quetzal fuese igual a la apreciación real de éste en el período 2000-2010, entonces el país se hubiera quedado sin exportaciones; de hecho, indicó, las importaciones crecieron más que las exportaciones en ese período. Comentó el caso de los subsidios que otorgaba la República Popular China, tales como en el tipo de cambio nominal con una apreciación deliberada y que los países estaban pidiendo que registrara su precio real de mercado de su moneda. Además, propuso que se regresará a la

regla del 0.75%, pero con una atención especial a la apreciación, cuando ésta no se diera por temas estrictamente económicos sino por presiones que existen en otros países. En el tema de inflación subyacente, comentó que le pareció un grave error lo que hicieron los argentinos que cada vez que uno de sus precios continuamente iba hacia arriba, lo quitaban del cómputo de la inflación. Además, consideró que no se estaba en la dirección correcta en el déficit fiscal, ya que lo correcto sería se regresara a déficits fiscales cercanos al 1% como se había logrado en años anteriores. También propuso que la Junta recomendara que el país debiera de transitar hacia un déficit fiscal que estuviera alrededor del 1%.

Otro miembro de Junta expresó que el sector empresarial hace lo posible por mantener la competitividad y expresó que no existía una política nacional del Gabinete Económico que promoviera una política integrada macroeconómica, lo que incidiría que el país tuviera un tipo de cambio nominal que no fuera competitivo a nivel mundial, y reiteró lo preocupante del nivel del déficit fiscal.

Otro miembro de Junta, en relación al déficit fiscal, expresó que era adecuada la idea de que la Junta Monetaria expresara que era urgente reducirlo, dado que se había observado que los gastos se habían incrementado significativamente en los últimos años, por lo que consideraba que había espacio para tal reducción.

Un miembro de Junta expresó que, en términos cambiarios, la estrategia a mediano y largo plazo era dirigirse a una política flexible, lo cual requería que el Banco de Guatemala mantuviese un instrumento como la discrecionalidad y eso era lo que se reservaba el Banco Central para moderar precisamente los choques externos inusuales que en un momento podían suceder. Comentó que hace unas semanas estuvo en el país una Misión del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial, la cual discutió dicho tema y la recomendación de los organismos internacionales era de continuar con una regla de participación cambiaria simétrica, e incluso hubo críticas al período en que el Banco Central utilizó una regla asimétrica, y consideró que los efectos de esos ingresos inusuales de divisas

pueden contrarrestarse con medidas que, según las circunstancias, la Junta Monetaria podría ir adoptando en su momento. Sobre el punto de por qué los cuerpos técnicos del Banco de Guatemala plantearon aumentar el margen de la regla cambiaria de 0.5% a 0.6%, esto fue porque técnicamente se había demostrado que eso era lo más razonable y prudente, pero eso no significaba que en el transcurso del año no se pudiera revisar dicha medida.

Un miembro comentó que sería arriesgado de parte de la Junta Monetaria aumentarlo de 0.5% a 0.75% y que el planteamiento que hicieron los cuerpos técnicos, de 0.60%, tenía fundamento técnico y además era prudente; particularmente sugirió a la Junta subirlo a 0.60% y, en el transcurso del año, ir evaluando la situación y, si las circunstancias ameritaban, más adelante ajustarlo, porque habría fundamento para ese ajuste.

Otro miembro de Junta comentó que estaba de acuerdo con la propuesta de ampliar el margen de la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario a 0.6%, especialmente porque estaba basada en un estudio, pero indicó que habría que darle seguimiento, para evaluar su efectividad.

Un miembro de Junta solicitó que, para agilizar el sistema vigente de operaciones de regulación de liquidez por parte del banco central, se pudiera usar el sistema de custodia de valores de la Bolsa de Valores Nacional, S.A., sin necesidad de traer al Banco de Guatemala los títulos físicamente, por lo que preguntó cuál debiera ser el procedimiento para ese efecto.

Al respecto, otro miembro de Junta comentó que se solicitó asistencia al Fondo Monetario Internacional para que indique cuál es la práctica internacional y cuáles serían las mejores recomendaciones, respecto a la central de custodia.

Luego de haberse expuesto los argumentos y observaciones respecto del contenido de la referida propuesta de política, se arribó a la conclusión de que la misma contenía los principios, los instrumentos y las medidas que la hacían coherente con los esfuerzos de continuar avanzando en un esquema de metas explícitas de inflación, el cual consiste en fundamentar la política monetaria en la

elección de la meta inflación como ancla nominal de dicha política, basada en un régimen de tipo cambio flexible, en la realización de las operaciones de estabilización monetaria privilegiando las decisiones del mercado, así como en el perfeccionamiento de la transparencia de las actuaciones del Banco Central, todo lo cual permite seguir consolidando la estabilidad y la confianza en las principales variables macroeconómicas y financieras. En ese sentido, la Junta Monetaria procedió a determinar la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2011, para cuyo efecto emitió la resolución JM-161-2010 del 23 de diciembre de 2010, la cual entró en vigencia el 1 de enero de 2011.