

BANCO DE GUATEMALA



**RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA
MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 8-2011,
CELEBRADA EL 23 DE FEBRERO 2011, PARA
DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER
DE LA POLÍTICA MONETARIA**

Guatemala, 9 de marzo de 2011

RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 8-2011, CELEBRADA EL 23 DE FEBRERO DE 2011, PARA DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA.

1. En sesión 8-2011 celebrada por la Junta Monetaria el 23 de febrero de 2011, el Presidente del Banco de Guatemala y de la Junta Monetaria presentó el análisis efectuado por el Comité de Ejecución en su sesión 8-2011 del 18 de febrero de 2011¹, relativo a la conveniencia de mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria. Al respecto, informó que, con base en el análisis realizado por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, luego de haber presentado los resultados del primer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural en 2011, correspondiente a febrero, y el Balance de Riesgos de Inflación, se destacó que, en el ámbito externo, una evaluación en retrospectiva indicaba que la recuperación de la economía mundial en 2010 mostró ser mejor de lo esperado, razón por la cual se había descartado la hipótesis de una recuperación tipo “W”. En cuanto al crecimiento económico mundial para 2011, manifestaron que las perspectivas, en general, eran más favorables que las estimadas en octubre pasado y que, de acuerdo con la actualización realizada por el Fondo Monetario Internacional en enero, se estimaba que las economías avanzadas crecerían 2.5% en 2011 (superior en 0.3% a la estimación de octubre de 2010), influidas positivamente por la recuperación económica de los Estados Unidos de América, luego del lanzamiento del plan de estímulo fiscal, por la revisión al alza en el crecimiento de Alemania, como consecuencia de una demanda interna fortalecida, y por alguna mejoría en Japón derivada del plan de estímulo monetario; aunque en la Zona del Euro había habido revisión a la baja en el crecimiento de algunas economías periféricas. Para las economías de mercados emergentes y en desarrollo, la estimación era que continuarían con un crecimiento dinámico de 6.5% (mayor en 0.1% a la estimación de octubre de 2010), destacando las tasas de crecimiento de las economías en desarrollo de Asia (8.4%) y de África al Sur del Sahara (5.5%), lo cual reflejaba una fortaleza

¹ Un detalle más amplio del análisis efectuado por el Comité de Ejecución puede consultarse en el Acta No. 8-2011, correspondiente a la sesión del 18 de febrero de 2011, publicada en el sitio web del Banco de Guatemala (www.banguat.gob.gt).

sostenida en la demanda interna de estas economías, así como también una creciente demanda global de materias primas. Se destacó que, de acuerdo con el testimonio de Ben Bernanke, Presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, ante la Comisión del Presupuesto de la Cámara de Representantes de ese país, era probable que el ritmo de recuperación económica en 2011 fuera más rápido que el observado en 2010, dada la mejora en la confianza de los consumidores y empresarios, la continuidad de una política monetaria acomodaticia y la mejora en las condiciones crediticias; no obstante, el alto nivel de desempleo continuaba siendo una preocupación para una plena recuperación. Respecto de las condiciones financieras mundiales, indicaron que luego de la turbulencia financiera surgida en Irlanda en noviembre de 2010, los índices bursátiles habían mostrado una recuperación gradual en la Zona del Euro y más pronunciada en los Estados Unidos de América. En dichas condiciones habían influido, principalmente, los mejores resultados obtenidos en la confianza del consumidor y la continuidad de las medidas de estímulo fiscal y monetario por parte de la administración Obama; mientras que en Europa continuaron las preocupaciones respecto al riesgo soberano de algunas de sus economías. Se señaló que en lo transcurrido de 2011 el precio internacional del petróleo se había ubicado, en promedio, en niveles más altos que los de 2010; incremento que se explicaba por la recuperación gradual de la economía mundial. Adicionalmente, habían repercutido otros choques geopolíticos, como los recientes disturbios en Egipto y en Libia, los cuales, a juicio de expertos internacionales, podrían extenderse a los países vecinos productores de petróleo; sin embargo, este efecto podría ser temporal, dados los amplios inventarios de petróleo existentes. Por su parte, el precio internacional del maíz había evidenciado un aumento, debido al efecto combinado de una creciente demanda (principalmente de China) y una reducción de la producción mundial como consecuencia de condiciones climáticas desfavorables en los principales países productores de dicho grano. Similar comportamiento se había observado en el precio del trigo, en el que habían influido las inundaciones ocurridas en Australia, la sequía tanto en los Estados Unidos de América como en Argentina, así como el aumento en las importaciones por parte

de países del Norte de África. En ese contexto, se previó que los incrementos en los precios internacionales del petróleo y de las demás materias primas persistirían en 2011, lo cual podría generar presiones inflacionarias, aspecto que se denotaba en las perspectivas de los mercados a futuro, las cuales anticipaban que a partir del tercer trimestre de 2011 las economías avanzadas iniciarían aumentos en sus tasas de interés de política monetaria. En el caso de las economías emergentes, dado el impacto que los precios de las materias primas tienen en el comportamiento de sus precios internos, habían iniciado ajustes graduales hacia el alza de sus tasas de interés de política monetaria, como un esfuerzo necesario para evitar efectos de segunda vuelta en la inflación y prevenir rebrotes inflacionarios y desanclaje de las expectativas de inflación de los agentes económicos.

En el ámbito interno se señaló que varios indicadores económicos de corto plazo continuaban reflejando la continuidad del proceso de recuperación (IMAE, crédito bancario al sector privado e ingresos tributarios), aspecto que debería evaluarse de manera permanente a fin de determinar la magnitud de las presiones de demanda agregada que podrían ir surgiendo en los próximos meses y que podrían afectar el nivel de precios. Se indicó que el ritmo inflacionario en enero (4.90%) estuvo influenciado por el efecto derivado de la fuerte caída del precio del tomate, que contrarrestó las incidencias que comenzaron a emerger como consecuencia de los efectos de las alzas en los precios internacionales de materias primas; en cambio la inflación subyacente continuó evidenciando una tendencia creciente. Se resaltó que tanto las proyecciones de inflación total como de inflación subyacente para finales de 2011 aumentaron con relación a las estimadas el mes previo, aunque aún se ubicaron dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación; pero en el caso de la proyección de inflación total para finales de 2012, ésta superaba el límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación para dicho año. En cuanto a las expectativas de inflación, de acuerdo con la encuesta realizada en enero, se indicó que éstas, respecto de las previsiones del mes anterior, también mostraron un incremento, tanto para 2011 como para 2012, y que en ambos casos se situaron por encima del margen de tolerancia de la meta

de inflación establecida para el año correspondiente. En lo relativo al primer corrimiento del MMS en 2011 (efectuado en febrero), se señaló que el pronóstico de inflación para diciembre de 2011 aumentó respecto del correspondiente al cuarto corrimiento en 2010 (realizado en noviembre), pero se mantenía dentro del margen de tolerancia de la meta correspondiente, en tanto que el pronóstico de inflación para diciembre de 2012, aun cuando disminuyó respecto del corrimiento anterior y se ubicaba por debajo del valor puntual de la meta de inflación, debía resaltarse que estaba condicionado a que hubiera un incremento en la tasa de interés líder de política monetaria en el horizonte de pronóstico, a partir del primer trimestre de 2011, coherente la meta de inflación de mediano plazo. Del análisis de las proyecciones y expectativas de inflación, los departamentos técnicos enfatizaron que, si bien las proyecciones econométricas de inflación total y subyacente y los pronósticos del MMS para diciembre de 2011 se ubicaban dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación, aunque éstas últimas condicionadas a aumentos en la tasa de interés líder; las expectativas de inflación tanto para diciembre de 2011 como para diciembre 2012 y las proyecciones del inflación total para diciembre de 2012 se situaban por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación, lo cual comenzaba a evidenciar la necesidad de hacer ajustes al alza en la tasa de interés líder de la política monetaria, consistentes con la trayectoria de convergencia hacia la meta de inflación de mediano plazo, particularmente porque el anclaje de las expectativas de inflación era fundamental para la consolidación del esquema de metas explícitas de inflación y para que los agentes económicos adoptaran las mejores decisiones en materia de producción, empleo, inversión, consumo y ahorro. Con relación a las finanzas públicas, se indicó que, a enero, el crecimiento interanual de los ingresos tributarios fue de 6.9% (5.5% a enero de 2010) y el de los gastos totales fue de 3.4% (4.8% a enero de 2010) registrándose un superávit fiscal de Q497.5 millones (equivalente a 0.1% del PIB), ligeramente superior al observado en igual período de 2010 (Q386.3 millones, equivalente a 0.1% del PIB). Sobre el particular, se indicó que en dicho resultado aún no se reflejaba la ejecución del gasto asociado al proceso de reconstrucción, por lo que en los próximos meses se estaría observando un mayor

dinamismo en el ritmo del gasto, lo cual demandaba un seguimiento estrecho de la situación financiera del Gobierno. Por su parte, el crédito bancario al sector privado registró al 10 de febrero una variación interanual de 7.2% (6.2% en moneda nacional y 9.9% en moneda extranjera). Al respecto, convenía destacar que la recuperación del crédito en moneda extranjera había sido más evidente, aspecto consistente con el hecho de que la actividad económica continuaba en la fase de recuperación. En cuanto a la tasa de interés líder de política monetaria en términos reales, se evidenció que la misma presentaba valores negativos en sus diferentes mediciones, lo cual no era lo más aconsejable para la credibilidad del esquema de metas explícitas de inflación. Los departamentos técnicos indicaron que del conjunto de variables indicativas tres variables sugerían restringir la política monetaria (la proyección de inflación total para 2012 y las expectativas de inflación del panel de analistas privados para 2011 y para 2012), cinco sugerían una política monetaria moderadamente restrictiva (la proyección de inflación subyacente para 2012, la proyección de inflación total para 2011, los pronósticos de inflación derivados del MMS para 2011 y para 2012 y la tasa de interés del MMS), una variable sugería una política monetaria invariable (la tasa de interés parámetro) y una variable sugería relajar moderadamente la política monetaria (la proyección de inflación subyacente para 2011). El índice sintético de las variables indicativas registró en febrero un incremento respecto de noviembre pasado, aunque continuaba dentro del rango de orientación de política monetaria moderadamente restrictiva. En resumen, los departamentos técnicos manifestaron que, al efectuar un análisis prospectivo, las perspectivas de crecimiento mundial eran más favorables en esta ocasión que las de noviembre 2010, aunque persistían riesgos para consolidar el proceso de recuperación económica mundial; sin embargo, la serie de medidas implementadas por las economías avanzadas permitía prever una moderación de dichos riesgos. A nivel interno, si bien los diversos indicadores de la actividad económica mostraban que el proceso de recuperación continuaba consolidándose, aún persistía una brecha del producto negativa, que sugería que las presiones inflacionarias de demanda estarían relativamente contenidas, en el corto plazo. Por otra parte, en las últimas semanas se habían incrementado los

riesgos inflacionarios de factores de oferta provenientes del comportamiento de los precios internacionales de las materias primas (petróleo, maíz y trigo), así como de los precios de otros productos como el café y el azúcar, que podrían afectar las expectativas de inflación de los agentes económicos y generar efectos de segunda vuelta en detrimento del logro del objetivo de inflación de mediano plazo. En ese contexto, consideraron que parecería que estaban disminuyendo los espacios para mantener el estímulo monetario pues se comenzaba a evidenciar un incremento en las presiones inflacionarias, principalmente por factores de oferta que podrían afectar las expectativas de inflación y el logro de la meta de inflación de mediano plazo. No obstante dichos riesgos, y tomando en consideración que el comportamiento de la demanda agregada (todavía en proceso de recuperación) podría compensar en alguna medida las referidas presiones inflacionarias, sugirieron mantener la tasa de interés líder en su nivel actual, como una postura de política monetaria prudente.

El Presidente señaló que el Comité deliberó acerca del contenido de las presentaciones de los departamentos técnicos, con el objeto de presentar a Junta Monetaria elementos de análisis que pudieran ser de utilidad en la decisión respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria programada para el miércoles 23 de febrero. Los miembros del Comité discutieron ampliamente la recomendación, relativa a mantener invariable la tasa de interés líder, expresando su opinión con base en un análisis integral de la actual coyuntura externa e interna, con énfasis en el Balance de Riesgos de Inflación. En cuanto a la coyuntura externa, un miembro del Comité señaló que al realizar un análisis más amplio respecto de la actividad económica a nivel mundial, se observaba un mayor crecimiento respecto del estimado en noviembre y que las proyecciones para 2012 también mostraban una tasa de crecimiento mayor a la prevista para 2011; aunque persistían riesgos asociados al alto nivel de desempleo en los Estados Unidos de América y a los problemas de Europa, a lo cual se adicionarían algunas tensiones en algunos países de Oriente Medio y África, por lo que se debería monitorear cuidadosamente la evolución de estos eventos para mitigar choques de oferta que se podrían derivar y que podrían afectar las expectativas de inflación. Por otra

parte, consideró importante destacar que a pesar de que el dólar estadounidense se mantenía débil respecto al euro, en las últimas semanas dicha moneda había tendido a recuperarse ligeramente, debido al mejoramiento de las expectativas de crecimiento para la economía estadounidense, aunado a los temores de una escalada de la crisis de deuda en la periferia de la Zona del Euro, aunque este último elemento había ido desapareciendo gradualmente en el último mes, como lo evidenciaban las exitosas subastas de bonos en España y Portugal. Otro miembro del Comité resaltó que, según la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por sus siglas en inglés), los precios mundiales de los alimentos alcanzaron un máximo histórico en enero, al pasar el índice a 230.8 puntos, de 223.1 puntos en diciembre de 2010, nivel que superó el máximo de 213.5 registrado en junio de 2008, punto más agudo de la crisis alimentaria de 2007-2008; asimismo previó dicho organismo que aumentarían aún más, dados los problemas políticos y climáticos que enfrentaron los principales países productores de granos básicos. En ese sentido, resaltó que las proyecciones de inflación a nivel mundial para 2011 habían aumentado gradualmente, influenciadas particularmente por los aumentos de precios de las principales materias primas, y que, aunque en el caso de las economías avanzadas las presiones inflacionarias continuaban básicamente contenidas, se tenían perspectivas de que a partir del tercer trimestre de 2011 las economías avanzadas podrían iniciar ajustes al alza en sus tasas de interés.

En cuanto al entorno interno, un miembro del Comité indicó que tanto el IMAE como las expectativas de crecimiento económico continuaban siendo consistentes con el proceso de recuperación económica y que, de acuerdo con el corrimiento del MMS, aunque la brecha del producto todavía era negativa, ésta estaba próxima a cerrarse, por lo que, en la medida en que la actividad económica consolidara su recuperación, podrían observarse presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada. También señaló que el comportamiento del crédito bancario al sector privado había mostrado un mayor dinamismo en las últimas semanas, particularmente en el caso del crédito en moneda extranjera, lo cual

también podría reflejar una mayor demanda de crédito como resultado del proceso de recuperación de la actividad económica interna.

Otro miembro del Comité externó su preocupación por algunos aspectos que estaban generando presiones inflacionarias que podrían materializarse en el corto plazo; el primero era que los precios internacionales de las materias primas estaban registrando, desde hacía algunos meses, una marcada tendencia al alza, lo cual tenía un efecto directo sobre los precios internos; el segundo se refería a que las expectativas de inflación de los agentes económicos, lejos de reducirse, iban al alza y que, según los resultados de la última encuesta, los principales aspectos que incidieron en dichas expectativas fueron los precios de las materias primas; es decir, había un riesgo de que los precios de los bienes importados no sólo generaran un efecto directo sobre los precios internos sino también un efecto de segunda vuelta, por lo que, considerando la trayectoria de convergencia que debía haber hacia la meta de inflación de mediano plazo prevista para 2013 y tomando en consideración además que los mecanismos de transmisión de la política monetaria tenían cierto rezago, comenzaba a configurarse un escenario en el que podría ser conveniente que se incrementara la tasa de interés líder de política monetaria, tal como lo sugería el MMS.

El Comité, al realizar un análisis integral y prospectivo de la inflación, enfatizó en que debía prevalecer la cautela en cuanto a las decisiones respecto de la tasa de interés líder, tomando en consideración la información sobre la evolución de la economía mundial y de los factores de orden interno.

El Presidente indicó que como resultado de la amplia discusión, análisis y reflexiones, en el seno del Comité privó el consenso de recomendar a la Junta Monetaria que en esa oportunidad mantuviera invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 4.50%.

2. Con base en la exposición del análisis del Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, en los resultados del primer corrimiento en 2011 del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), correspondiente a febrero, y en el Balance de Riesgos de Inflación, los miembros de la Junta Monetaria iniciaron el

análisis y la discusión en relación a la determinación de la tasa de interés líder de la política monetaria.

Al respecto, un miembro de la Junta indicó que estaba de acuerdo en que podría haber presiones inflacionarias por la vía del incremento en el precio internacional de los *commodities*, por lo que era poco lo que podría hacer la Junta Monetaria, ya que dichas presiones eran por choques externos y no eran causadas por exceso de demanda agregada. Además, señaló que los países que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación en América Latina habían incrementado la tasa de interés líder, debido principalmente a que estaban registrando crecimiento económico, por lo que la brecha del producto era positiva y, por ende, la demanda agregada estaba presionando sobre los precios. Expresó que en el país las circunstancias eran totalmente diferentes, que algunas de esas economías se beneficiaban por el aumento en el precio de los *commodities*, pero que Guatemala era importador neto de *commodities*. Indicó que se registró un crecimiento del crédito bancario al sector privado, pero estimaba que dicho crecimiento estaba influenciado por un efecto aritmético pues, en los primeros dos meses de 2010, el crecimiento de esa variable fue negativo y lo que había crecido en forma acumulada en 2011 no llegaba a 1%. Manifestó que estaba de acuerdo con la recomendación del Comité de Ejecución de mantener invariable la tasa de interés líder de la política monetaria, porque en este momento se debía de actuar en un marco de prudencia y era necesario hacer una pausa en las acciones de política monetaria. Además, señaló que algunos analistas económicos internacionales no percibían tan positivo el entorno económico mundial. Por otra parte, indicó que cuando se discutía que el país tenía una tasa de interés real negativa, se debía tomar en cuenta que algunos países que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación lo comparaban con la inflación subyacente y no con la inflación total, por lo que si se calculara de esa forma se tendría una tasa de interés real positiva.

Otro miembro de la Junta señaló que coincidía con la información que presentaron los departamentos técnicos. Además, consideró que se estaba saliendo de la peor crisis económica desde 1929 y que se estaba viendo una luz al final del túnel, aunque en algún momento se tendrían que analizar los resultados de las medidas de política implementadas por los Estados Unidos de América, pero estimaba

que en ese momento no había otra salida más que la que habían utilizado. Indicó que compartía la recomendación del Comité de Ejecución, en el sentido de mantener invariable la tasa de interés líder, porque siempre había señalado que lo mejor era procurar la estabilidad en las tasas de interés, aunque consideraba que podría cambiar el panorama, lo cual dependería del comportamiento del precio internacional de los *commodities*.

Otro miembro de la Junta indicó que estaba de acuerdo con la recomendación de mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder, porque sólo habían transcurrido dos meses del año y que en ese momento sólo se contaba con los pronósticos y expectativas de inflación. Agregó que cuando se aumentara la capacidad de producción de un producto, y si existiera una demanda creciente, el precio del producto debería bajar en virtud que la oferta sería mayor; en ese sentido, consideraba que lo que se tenía que hacer era promover la capacidad de producción para cubrir la brecha del producto y para ello se debía facilitar todos los aspectos necesarios que agilizaran los procesos de producción. Expresó algunos ejemplos sobre los esfuerzos que debieran hacer las empresas exportadoras, aumentando la producción para absorber, hasta donde fuera posible, los choques derivados del incremento de costos por el aumento al salario mínimo, del impacto de la apreciación del quetzal y de la tasa de interés en los préstamos; en ese sentido, dijo, incrementar la tasa de interés líder impactaría directamente en la tasa de interés para préstamos y eso la empresa privada tendría que afrontarlo, debido a la necesidad que tiene el país de crecer y la posibilidad que se tenía de contrarrestar el efecto inflacionario generando una mayor capacidad de oferta.

3. Luego de haberse expuesto los argumentos para determinar el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, la Junta Monetaria decidió, por unanimidad, mantener el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 4.50%. Asimismo, la Junta decidió emitir el boletín de prensa anexo a efecto de comunicar tal decisión.

ANEXO



BANCO DE GUATEMALA

BOLETÍN DE PRENSA

LA JUNTA MONETARIA MANTIENE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA EN 4.50%

La Junta Monetaria, en su sesión celebrada el 23 de febrero de 2011, luego de conocer el Balance de Riesgos de Inflación, los resultados del Primer Corrimiento en 2011 del Modelo Macroeconómico Semiestructural y la orientación de las variables indicativas, con base en un análisis integral de la coyuntura interna y externa, decidió por unanimidad mantener invariable la tasa de interés líder de la política monetaria en 4.50%.

En su análisis, la Junta Monetaria tomó en consideración que las perspectivas de crecimiento económico mundial mejoraron, impulsadas por un dinamismo mayor en las economías emergentes que en las economías desarrolladas, en donde subyacen todavía riesgos para consolidar el proceso de recuperación, principalmente en algunas economías de Europa, profundizados por el resurgimiento de tensiones políticas en países de Oriente Medio y África.

Por otra parte, la Junta Monetaria consideró que si bien se han incrementado los riesgos inflacionarios por factores de oferta asociados al alza observada en los precios internacionales de las materias primas tales como petróleo, maíz y trigo, así como de otros productos como el café y el azúcar y por las expectativas de inflación de los agentes económicos, dichos efectos se han visto contrarrestados por el comportamiento de la demanda agregada, la cual todavía se encuentra en proceso de recuperación.

La Junta Monetaria manifestó que continuará dando un seguimiento estrecho al comportamiento de los pronósticos y expectativas de inflación y a las principales variables e indicadores macroeconómicos relevantes, tanto internos como externos, a fin de que si se materializan algunos de los riesgos inflacionarios previstos, se tomen las acciones oportunas que eviten que la trayectoria de la inflación se aleje de su meta de mediano plazo.

Guatemala, 23 de febrero de 2011

Con rezago de un mes, se publicará un resumen de los argumentos vertidos en cada sesión de Junta Monetaria en la que se decida acerca de la tasa de interés líder de la política monetaria, el cual podrá consultarse en el sitio Web del Banco de Guatemala www.banquat.gob.gt