

BANCO DE GUATEMALA



**RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA
MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 13-2011,
CELEBRADA EL 30 DE MARZO 2011, PARA DETERMINAR
EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA
POLÍTICA MONETARIA**

Guatemala, 12 de abril de 2011

RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 13-2011, CELEBRADA EL 30 DE MARZO DE 2011, PARA DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA.

1. En sesión 13-2011 celebrada por la Junta Monetaria el 30 de marzo 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 14-2011, del 25 de marzo de 2011¹, relativo a la conveniencia de modificar o bien de mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en esa oportunidad. 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 corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural correspondiente a marzo de 2011 y el Balance de Riesgos de Inflación, se destacó que, en el ámbito externo, para los Estados Unidos de América, la tasa de crecimiento correspondiente al cuarto trimestre de 2010 fue revisada al alza (de 2.8% a 3.1%), reflejo de una mejor situación del mercado laboral y de una expansión del gasto de los hogares y de la inversión empresarial. Para la Zona del Euro y para Japón, la revisión evidenció tasas de crecimiento, en el cuarto trimestre de 2010, ligeramente menores, al pasar de 1.2% a 1.1% y de -1.1% a -1.3%, respectivamente. En cuanto a las previsiones de crecimiento económico para 2011, en comparación con lo previsto en el Balance de Riesgos de febrero recién pasado, la recuperación de las economías avanzadas estaba demostrando ser más fuerte y más rápida de lo que se esperaba, aunque los acontecimientos recientes de Japón y de Oriente Medio podrían motivar revisiones a los pronósticos de crecimiento económico para el referido año. En el caso de Japón, la última estimación todavía no incorporaba los efectos de los desastres naturales recientemente ocurridos (terremoto, tsunami y emergencia nuclear), los cuales elevaron la incertidumbre sobre el desempeño de la economía mundial, dada la imprecisión en la información relativa a la magnitud de daños del impacto inicial y a la celeridad de recuperación de la economía japonesa; en el corto plazo, los mencionados desastres naturales se traducirían en una reducción en la producción, derivada de los daños a una amplia zona productiva; pero en el mediano plazo el

¹ Un detalle más amplio del análisis efectuado por el Comité de Ejecución puede consultarse en el Acta No. 14-2011, correspondiente a la sesión del 25 de marzo de 2011, publicada en el sitio web del Banco de Guatemala (www.banguat.gob.gt).

efecto en la producción japonesa podría revertirse como consecuencia de la reconstrucción del país. En principio se estimaba que el impacto de los desastres naturales en Japón significaría una reducción en su tasa de crecimiento de entre 0.2% y 0.5% y que el impacto en la economía mundial podría reflejar una caída de entre 0.1% y 0.2%; ello sin considerar que si la crisis nuclear se convirtiera en una catástrofe total, el efecto negativo en el crecimiento mundial podría ser mayor.

Se señaló que la tasa de desempleo en las principales economías avanzadas había empezado a descender, pero se mantenía en niveles elevados. En los Estados Unidos de América, la tasa de desempleo se había reducido en los últimos tres meses, consistente con el aumento en las nóminas privadas, cuya cifra en febrero de 2011 fue mayor a la esperada, y con el aumento en la confianza del consumidor, la cual había impulsado el gasto de consumo.

Respecto de las condiciones financieras mundiales, indicaron que los principales impactos se habían derivado de los conflictos políticos en Medio Oriente y de la crisis nuclear en Japón, lo que había afectado negativamente el comportamiento de los índices bursátiles. Se mencionó que, en las principales economías avanzadas, muchos bancos todavía enfrentaban riesgos importantes relativos al contagio de la deuda soberana de Europa a dichas instituciones; por su parte, en América Latina la calificadora Fitch Ratings, en su Reporte Especial de América Latina (del 24 de febrero de 2011), analizó las tendencias del crédito soberano para la región e indicó que éstas podrían mejorar en 2011. Se señaló que las variaciones en el precio internacional del petróleo se atribuían principalmente a la preocupación sobre la propagación de los disturbios en Oriente Medio y a la catástrofe ocurrida en Japón. En la coyuntura actual, los riesgos a la baja sobre los precios de las materias primas, derivados de los acontecimientos surgidos en Japón, habían contrarrestado ligeramente los riesgos al alza en dicho precio. Por su parte, el precio internacional del maíz revirtió su tendencia a la baja, luego de que se había dejado de considerar que la demanda de Japón se vería afectada como consecuencia de la catástrofe ocurrida en dicho país. Asimismo, se esperaba que la reducción observada en el precio internacional del trigo fuera temporal, pues su comportamiento además de verse afectado por los sucesos ocurridos en Japón, también era reflejo de expectativas de una mayor producción mundial para la cosecha 2011/2012, la mejora en el clima de los Estados Unidos de

América y por la intensificación de los problemas en Libia, lo que podría afectar la demanda mundial. Se indicó que, según la revista *The Economist*, el repunte de los precios de los alimentos sería consecuencia de un conjunto de factores temporales y estructurales y, aunque en la actualidad los primeros habían incidido con más fuerza, los segundos irían ganando relevancia en las próximas décadas. Se indicó que había una tendencia estructural al aumento de los precios de las materias primas (principalmente de los alimentos) debido al comportamiento de la demanda mundial de tales productos; sin embargo, en el corto plazo dichos precios mostraron volatilidades apreciables, causadas sobre todo por condiciones de oferta y variaciones de inventarios. En ese contexto se indicó que, en general, las proyecciones de inflación para 2011 habían aumentado, influenciadas por los incrementos de los precios de las materias primas y, en algunos casos, por presiones de demanda agregada, principalmente en economías emergentes. En este sentido, algunas economías avanzadas como Reino Unido y la Zona del Euro anticipaban aumentos en sus tasas de interés de política monetaria a partir del segundo trimestre de 2011, mientras que en los Estados Unidos de América el ajuste podría iniciarse a finales del primer trimestre de 2012. En cuanto a las economías latinoamericanas, en adición a los incrementos ya realizados, se anticipaban nuevos incrementos en las tasas de interés de política monetaria de Brasil, Colombia, Chile y Perú. Adicionalmente, Uruguay y República Dominicana aumentaron sus tasas de interés de política en 100 puntos básicos cada uno.

En el ámbito interno, se señaló que, si bien la brecha del producto a diciembre de 2010 registraba signo negativo, la variación mensual del IMAE y las cifras de comercio exterior indicaban que la recuperación económica era firme y seguía su curso. Se indicó que el ritmo inflacionario en febrero (5.24%) estuvo influenciado por el comportamiento observado en los precios de los productos de tortillería y del pan, los cuales históricamente (años 2007 y 2008) habían tenido incidencias altas en la inflación. En cuanto a los incrementos en los precios de las materias primas, se señaló que ya estaban siendo trasladados a los precios de bienes que conformaban el índice de precios al consumidor, tal como se reflejaba en los incrementos de la inflación total y, en menor medida, de la inflación subyacente.

Las proyecciones para finales de 2011 y de 2012 de inflación total (con base en métodos econométricos) aumentaron con relación a las estimadas el mes previo, ubicándose por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación para dichos años; de igual manera, las proyecciones de inflación subyacente también registraron incrementos, ubicándose en el valor puntual de la meta de inflación para 2011 y por arriba del valor puntual de la meta de inflación, pero dentro del margen de tolerancia, para 2012. En cuanto a las expectativas de inflación, de acuerdo con la encuesta realizada en marzo, se indicó que reflejaron un incremento respecto de las previsiones del mes anterior, situándose en ambos casos por encima del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida para los años correspondientes. De igual manera los pronósticos de inflación del MMS, correspondientes al corrimiento efectuado en marzo de 2011, aumentaron respecto de los correspondientes al corrimiento de febrero previo, ubicándose para finales de 2011 por arriba del margen de tolerancia, en tanto que para diciembre de 2012 por debajo del valor puntual de la meta de inflación, todo ello condicionado a que hubiera incrementos en la tasa de interés líder de política monetaria a partir del primer trimestre de 2011, coherentes con la meta de inflación de mediano plazo. Del análisis de las proyecciones y expectativas de inflación, los departamentos técnicos enfatizaron que las proyecciones econométricas de inflación total, las expectativas de inflación y los pronósticos del MMS para 2011 se ubicaban por encima del margen de tolerancia de la meta de inflación.

Con relación a las finanzas públicas se indicó que, a febrero, el crecimiento interanual de los ingresos tributarios fue de 9.0% (7.3% a febrero de 2010) y el de los gastos totales fue de 11.9% (20.1% a febrero de 2010), registrándose un déficit fiscal de Q586.0 millones (equivalente a 0.2% del PIB), superior al observado en igual período de 2010 (Q348.3 millones, equivalente a 0.1 del PIB). Sobre el particular, se indicó que el incremento en los ingresos tributarios era consistente con lo programado para el primer trimestre del año por el Ministerio de Finanzas Públicas. Sin embargo, de enero a febrero se pasó de superávit a déficit fiscal, lo que estaría indicando un mayor dinamismo en el ritmo del gasto.

El crédito bancario al sector privado registró al 17 de marzo una variación interanual de 7.6% (6.4% en moneda nacional y 11.0% en moneda extranjera) lo que

reflejaba el proceso de recuperación de la actividad económica. En cuanto a la tasa de interés líder de política monetaria en términos reales, se evidenciaba que la misma presentaba valores negativos en todas sus mediciones y era la más negativa en la muestra de países comparados.

Los departamentos técnicos indicaron que, del conjunto de variables indicativas, cinco variables sugerían restringir la política monetaria (las proyecciones de inflación total para 2011 y para 2012, las expectativas de inflación del panel de analistas privados para 2011 y para 2012 y el pronóstico de inflación derivado del MMS para 2011), dos variables sugerían una política monetaria moderadamente restrictiva (la proyección de inflación subyacente para 2012 y la tasa de interés del MMS), dos variables sugerían una política monetaria invariable (la proyección de inflación subyacente para 2011 y la tasa de interés parámetro), y una variable sugería relajar moderadamente la política (el pronóstico de inflación para 2012 derivado del MMS). El índice sintético de las variables indicativas registró en marzo un incremento respecto del mes anterior, aunque continuaba dentro del rango de orientación de una política monetaria moderadamente restrictiva. En resumen, los departamentos técnicos manifestaron que, al efectuar un análisis prospectivo, se evidenciaba que la recuperación de las economías avanzadas estaba siendo más fuerte y más rápida de lo que se esperaba, aunque los acontecimientos recientes de Japón y de Oriente Medio podrían motivar futuras revisiones de los pronósticos de crecimiento económico para 2011. Por su parte, los incrementos en los precios internacionales de las materias primas, aunque sujetos a fluctuaciones importantes en el corto plazo, parecían reflejar una tendencia de largo plazo al encarecimiento relativo de los alimentos y de los productos energéticos. A nivel interno, las expectativas de inflación estaban siendo afectadas por los incrementos en los precios de los productos energéticos y alimenticios, por lo que ya excedían los límites superiores de las respectivas metas de inflación para diciembre de 2011 y para diciembre de 2012, lo que aumentaba el riesgo de que se generalizaran los denominados “efectos de segunda vuelta”. Por otra parte, si bien la brecha del producto a diciembre de 2010 tenía signo negativo, se consideraba que dicha brecha venía cerrándose, lo que podría incrementar presiones inflacionarias de demanda agregada en el horizonte relevante para la política monetaria. En ese sentido, consideraron que la perspectiva de la economía nacional

en esa coyuntura permitía vislumbrar riesgos de rebasar las metas de inflación de corto y mediano plazo, lo que anticipaba la necesidad de procurar un anclaje de las expectativas inflacionarias alrededor de las correspondientes metas de inflación y tomar en cuenta que las acciones de política monetaria operaban con rezago en la economía. En ese contexto, los departamentos técnicos recomendaron al Comité de Ejecución que éste plantease a la Junta Monetaria la conveniencia de incrementar en 25 puntos básicos el nivel de la tasa de interés líder, en la sesión programada para el miércoles 30 de marzo de 2011.

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 30 de marzo. Los miembros del Comité discutieron ampliamente la recomendación, relativa a incrementar la tasa de interés líder, expresando su opinión con base en un análisis integral de la 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 las proyecciones de la actividad económica a nivel mundial apuntaban a una mejoría en las perspectivas de crecimiento respecto al último balance de riesgos de inflación; no obstante, la incertidumbre derivada de los conflictos del Oriente Medio, de los desastres naturales ocurridos en Japón, que habían tenido un impacto en la actividad económica de ese país, y del hecho de que la situación en Europa no era todavía clara, evidenciaban riesgos que podrían afectar las perspectivas de crecimiento mundial. Por otra parte, destacó que la inflación mundial mostraba una aceleración que podría afectar el comportamiento futuro de los precios internos. Dentro de los factores que habían afectado la inflación mundial señaló los cambios en los precios de los *commodities*, algunos de ellos asociados a factores estructurales y otros a fenómenos geopolíticos, que de alguna manera ya estaban generando presión sobre los precios internos de diferentes economías, lo cual apuntalaba las expectativas de una mayor inflación, sin que ésta aún fuera preocupante para algunas economías desarrolladas, donde continuaba siendo baja; pero en economías emergentes ya se evidenciaban rebotes inflacionarios. Señaló que en un seminario realizado recientemente en

Canadá, en ocasión de la reunión anual del Banco Interamericano de Desarrollo, JP Morgan indicó que en América Latina varios bancos centrales estaban correctamente focalizados en moderar la inflación y no en el crecimiento económico, dado que las expectativas de inflación estaban creciendo, aspecto que de no atacarse estaría debilitando los procesos de recuperación de mediano plazo. Otro miembro del Comité indicó que, según la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por sus siglas en inglés), el índice de precios de alimentos en términos globales ya superó los niveles que se observaron en 2008. Dentro de los subíndices se observaba que el de precios de carnes empezó a subir desde finales de 2009; para los de lácteos, de cereales y de aceites y grasas, la volatilidad era mucho mayor a la observada en años anteriores, básicamente porque el margen entre oferta y demanda era muy estrecho y cualquier evento, ya fuera de carácter climático o geopolítico, les afectaría de manera inmediata. Indicó que, para el caso del trigo, que era un cereal que tenía alta demanda interna, el cambio en las expectativas del precio internacional había sido ascendente desde el mes pasado.

Un miembro del Comité resaltó que los mercados de deuda soberana continuaban representando una seria preocupación que podría tener como efecto un contagio en la banca internacional, considerando que había una correlación muy importante entre los precios de los bonos de Portugal, los de Grecia y los de Irlanda. Mencionó que el tema de las operaciones transfronterizas entre Europa, Japón y los Estados Unidos de América también era un riesgo importante que no se había desvanecido, dado que en estas economías era donde se vencían la mayor cantidad de bonos.

En cuanto al entorno interno, un miembro del Comité indicó que la actividad económica parecía estar mostrando un dinamismo mayor, principalmente por el comportamiento del comercio exterior; con importaciones y exportaciones registrando un dinamismo importante. Por otra parte, el índice mensual de actividad económica continuó mostrando variaciones positivas, lo que, combinado con el comportamiento del crédito bancario al sector privado, cuyo crecimiento se había acelerado en términos interanuales, confirmaba la recuperación económica en proceso. En ese sentido, dijo, era importante tomar en cuenta que, si bien la brecha del producto aún no estaba en posición positiva, su tendencia podría anticipar el surgimiento de algunas presiones

inflacionarias de demanda agregada. Dijo que el comportamiento de los precios, según el dato de inflación registrado en febrero, se aceleró como resultado de los efectos de los incrementos de precios de los *commodities*, incluyendo petróleo, pero además podría estar reflejando efectos inflacionarios de segunda vuelta, los cuales de no evitarse podrían contaminar no sólo los resultados de la inflación de corto plazo sino también las expectativas de inflación, las cuales ya presentaban niveles por encima del 6%, tanto para diciembre de 2011 como de 2012, lo que podría poner en riesgo la consecución del objetivo de inflación de mediano plazo. Por otra parte, señaló que el comportamiento de los pronósticos de inflación, según el MMS, estaría apuntando a ajustar la tasa de interés de política monetaria, si lo que se deseaba era que la inflación convergiera al objetivo de inflación de mediano plazo que había determinado Junta Monetaria. En ese contexto, mencionó que el Banco Central debía de tomar las medidas necesarias para asegurar que las expectativas no contaminaran y no se materializaran en los efectos de segunda vuelta, a fin no sólo de preservar los beneficios de una inflación baja sino para salvaguardar la credibilidad de la institución. Destacó que la tasa de interés real en Guatemala ya evidenciaba valores negativos, lo cual en un esquema de metas explícitas de inflación no parecía ser lo más deseable, y requeriría de acciones de política firmes para revertir ese comportamiento. Señaló que compartía la preocupación de que la conjugación de todos estos elementos podría tener un impacto en la inflación y en la consecución del objetivo de mediano plazo; por lo tanto, una decisión de política monetaria oportuna y gradual podría contribuir a moderar las expectativas de los agentes económicos, evitando tener que tomar medidas más contundentes en el futuro, y reflejaría la determinación de la autoridad monetaria para prevenir mayores presiones inflacionarias. Otro miembro del Comité indicó que las expectativas de inflación parecían estar contaminándose por los incrementos de precios de las materias primas, los cuales ya se habían trasladado en efecto de primera vuelta a quienes usan dichas materias primas como insumos directos. Comentó que las expectativas de inflación eran muy sensibles al comportamiento de esos precios en particular, y de la inflación observada en general, y estaban ya siendo afectadas, pues se encontraban por encima de sus valores meta. La preocupación real en ese caso era que esas expectativas, incorporadas en las decisiones de fijación de precios de los agentes privados, implicaban una mayor

inercia inflacionaria. En ese sentido, dijo, la política monetaria podía y debía encarar ese fenómeno con una postura de política monetaria menos acomodaticia.

En cuanto a la situación de la política fiscal, un miembro del Comité indicó que ésta continuaba siendo incierta, porque si bien se estimaba un déficit fiscal de 3.3%, ese nivel por tercer año consecutivo reflejaría una posición más expansiva de las finanzas públicas, lo cual de no revertirse podría afectar las expectativas de inflación de mediano plazo. Dijo que, no obstante se observaba que el tipo de cambio había tenido un comportamiento a la apreciación, ese comportamiento no había sido suficiente como para contrarrestar las expectativas de inflación de los agentes económicos. En ese sentido, dijo que habría que monitorear el comportamiento de esa variable para determinar si seguía siendo congruente con su estacionalidad o se separaba de esa.

Otro miembro del Comité externó que habría que considerar los aspectos fundamentales que estaban propiciando la inflación en el corto plazo: el incremento en los precios del petróleo y de sus derivados, así como en los precios de otros *commodities*, y el efecto que estos incrementos estaban generando en las expectativas de inflación de los agentes económicos. Si bien el primero era un efecto de primera vuelta que no podía ser directamente controlado por parte del Banco Central, el segundo efecto era un aspecto muy importante en el cual el Banco Central podría influir con la firme determinación de combatir las presiones inflacionarias que actualmente estaban latentes en la economía del país. Indicó que otros bancos centrales habían venido incrementando sus tasas de interés a efecto de contrarrestar las presiones inflacionarias, que en los casos de algunas economías emergentes se estaban generando no sólo por efectos de expectativas sino también por presiones de demanda agregada. Para Guatemala las presiones de demanda agregada se consideraban moderadas al analizar aisladamente el indicador de brecha del producto; sin embargo, dijo, al conjugar el análisis con el resto de indicadores del balance de riesgos, el resultado del análisis cambiaba. Otro miembro del Comité hizo ver que los rezagos temporales que caracterizan la operatoria de los canales de transmisión de la política monetaria hacían aconsejable adoptar las decisiones de política monetaria de manera oportuna, evitando retrasos que hicieran posible que las expectativas inflacionarias se fijaran en valores superiores a la meta.

El Presidente indicó que, como resultado de la amplia discusión, análisis y reflexiones, en el seno del Comité privó el consenso de recomendar a Junta Monetaria que en esa oportunidad incrementara el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 25 puntos básicos.

2. Con base en la exposición del análisis del Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, en los resultados del corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), correspondiente a marzo de 2011, 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 en el informe del Comité de Ejecución se expresaban los elementos que sustentaban la recomendación; se planteaba que por la reducción de la brecha del producto real podrían surgir presiones inflacionarias en el futuro, por lo que de la decisión que adoptara Junta Monetaria dependería que la política monetaria se anticipara a esas presiones inflacionarias. Mencionó que en documentos previos se anticipó que en 2011 habría una política monetaria proactiva en materia de tasa de interés líder para cumplir con la meta de inflación; sin embargo, reconociendo que habían rezagos entre las decisiones y sus efectos, en ocasiones anteriores había cuestionado sobre la oportunidad, magnitud y efectividad de la tasa de interés líder y su efecto en la inflación. Además, solicitó que se explicara el mecanismo de transmisión de la política monetaria para determinar si ése era un momento oportuno para tomar la decisión y si la magnitud era la adecuada.

Otro miembro de la Junta manifestó su desacuerdo con la recomendación del Comité de Ejecución por las mismas razones que había planteado en semanas previas; señaló la importancia de lo que se había dicho sobre la oportunidad, magnitud y efectividad de la medida porque en la Junta se puso en duda esos aspectos. Señaló que el momento era inoportuno porque podría tener efectos negativos para la economía en el corto plazo, ya que aunque la apreciación del tipo de cambio pareciera que respondiera a su comportamiento estacional su nivel estaba fuera de lugar y estaba teniendo un impacto negativo en la competitividad del país, no sólo para el sector exportador sino también en el industrial que compiten con importaciones más baratas, así como en los receptores de remesas familiares pues les disminuía su capacidad de compra; indicó que se estaría restringiendo la oferta de quetzales con los

efectos perniciosos que eso tiene. Señaló que la brecha del producto seguía negativa y el índice de confianza de los guatemaltecos disminuía; eso significaba que podría desacelerarse la economía y, en el corto plazo, no habría presiones inflacionarias vía demanda agregada; además, de la inflación total, la mitad era por inflación importada y allí la decisión de la Junta no tenía ningún efecto; en ese sentido, dijo, se incrementaría la tasa de interés activa e impactaría fuertemente en el sector construcción que seguía deprimido, pero como la política monetaria es más un arte que una ciencia se debía tener una visión hacia el futuro y sensibilidad en lo que le estaba pasando a los agentes económicos. Además, el hecho de que varios países con esquema de metas explícitas de inflación habían aumentado sus tasas de interés, según él, era resultado de que ellos estaban creciendo por encima de su potencial y la variación de su crédito bancario al sector privado era de dos dígitos; pero en Guatemala, en el transcurso del año, había crecido sólo 1% y no se vislumbraba un crecimiento económico robusto; que en países como en los Estados Unidos de América y algunos de Europa estaban pensando en subir la tasa de interés objetivo dentro de un año, pero se debía a que su tasa de interés estaba cercana a 0% y porque esperaban tener un crecimiento económico por encima de su crecimiento poblacional. Indicó que había espacios para bajar la tasa de interés líder, con lo cual aumentaría la liquidez, lo que provocaría una depreciación del quetzal, que sería sana porque sería un amortiguador de los choques externos; que, si bien había crecimiento en las exportaciones, éste se debía al incremento de precios del café y del azúcar, mientras que el crecimiento de las importaciones estaba influenciado por los derivados del petróleo. Por las razones expuestas, solicitó reflexionar sobre la recomendación de incrementar la tasa de interés líder de la política monetaria.

Otro miembro de la Junta indicó que estaba de acuerdo con la recomendación del Comité de Ejecución de incrementar la tasa de interés líder, pero que no estaba seguro si el incremento debía ser de 25 ó de 50 puntos básicos, porque no sólo en Guatemala sino en todo el mundo había presiones inflacionarias; además, ese incremento no detendría la baja en la tasa de interés para créditos empresariales mayores, pero sí podría incentivar el ahorro. Señaló que las proyecciones de inflación del MMS y de las encuestas estaban por encima de la meta de inflación tanto para 2011 como para 2012, por lo que si no se comenzaba a actuar preventivamente, más

adelante los ajustes tendrían que ser drásticos. Indicó que no le gustaba mezclar la política monetaria con la política cambiaria, pero pretender que con tasas de interés se manejara el tipo de cambio no era lo más conveniente; que se podría bajar la tasa a 0% para que la moneda se depreciara para favorecer al sector exportador, pero que en su opinión esto no sucedería, por lo que consideraba que se debía seguir con la política de que el tipo de cambio nominal lo determinara el mercado.

Por su parte, un miembro de la Junta manifestó que la inflación respondía al aumento mundial del precio internacional del petróleo y de otros *commodities* y estaría de acuerdo con incrementar la tasa de interés líder sí con eso se estimulara la producción del país; pero, al contrario, se afectaría a sectores frágiles y sensibles a la tasa de interés activa como el de la construcción, en el cual buen número de guatemaltecos encontraba una oportunidad de trabajo; en ese sentido, impactaría en la inversión y en la generación de empleo. Expresó que algunos ciudadanos estadounidenses se habían sorprendido al saber que la tasa de interés para créditos mayores era de 8.5%, porque en opinión de ellos, con altas tasas no era posible estimular la inversión y la actividad productiva. Indicó que habían oportunidades de mercado tanto internas como externas y la demanda agregada estaba reducida; en ese sentido, dijo, la recomendación del Comité de Ejecución estaba basada en expectativas y pronósticos de inflación y comparaciones de lo que estaba pasando en otros países, pero que no tenían que ver con lo que estaba ocurriendo en el país. Indicó que se debía de reconsiderar la propuesta de aumentar la tasa de interés líder porque podría tener más efectos negativos que positivos.

Otro miembro de la Junta destacó la importancia de la decisión que se debía tomar es esa oportunidad, porque era el inicio de un nuevo ciclo y el final de otro; indicó que la recomendación era moderada y era momento oportuno para tomarla, porque su efecto era a mediano plazo y según los técnicos podría tomar hasta 12 meses, pero el impacto en las expectativas de los agentes económicos era inmediato. Señaló que si un banco central no actuaba ante inminentes señales de inflación no estaba cumpliendo con sus funciones principales; afortunadamente las expectativas mundiales, a pesar de lo que pasó en Japón y de los problemas en el Medio Oriente, indicaban que había una recuperación económica, y los bancos centrales de la región estaban actuando en la misma dirección; además, era importante no tener tasas

negativas para el ahorro porque si la inflación subía el ahorrante era el más afectado y consideraba que iba a pasar mucho tiempo antes de que tuviera impacto en las tasas de interés activas. Señaló que le preocupaba el comportamiento del tipo de cambio, pero se estaba en un periodo estacional y quizá la política fiscal sería muy útil en ese momento, colocando bonos en dólares, lo que ayudaría a contrarrestar este fenómeno cíclico.

Otro miembro de la Junta señaló que la tasa de interés para los préstamos que se concedían al sector vivienda con seguro -FHA- en los últimos meses estuvo en 8% y estaba bajando a 7.5%; dicha tasa era la más baja históricamente y estaba por encima de la tasa de interés líder, por lo que esa tasa no se vería afectada con un incremento en la referida tasa de 25 ó 50 puntos básicos. No actuar en ese momento probablemente requeriría de ajustes futuros drásticos y eso sí afectaría la tasa de interés activa; por lo que sugirió actuar paulatinamente para alcanzar la meta de inflación.

Un miembro de la Junta indicó que la economía guatemalteca estaba siendo golpeada por los efectos del precio internacional del petróleo, ya que se habían trasladado los precios a los productos de la canasta básica familiar, por lo que se debía enfocar los esfuerzos para tomar la mejor decisión, porque de lo contrario los efectos podrían ser mayores; en ese sentido, dijo, hacer pequeños ajustes en la tasa de interés líder como se estaba recomendando enviaba mensajes positivos a los agentes económicos, por lo que estaba de acuerdo con la recomendación de incrementar en 25 puntos básicos la tasa de interés líder.

Otro miembro de la Junta indicó que no compartía la interpretación legal de que la responsabilidad de la Junta fuera exclusivamente la inflación, pues el objetivo fundamental del Banco de Guatemala era contribuir a la creación y mantenimiento de las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional y la estrategia para lograr ese objetivo era propiciar las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promovieran la estabilidad en el nivel general de precios. Indicó que estaba de acuerdo con que el tipo de cambio fuera determinado por el mercado; sin embargo, cuando se adoptaban decisiones de expansión o restricción monetaria automáticamente se estaba actuando sobre dicha variable. Además, se debía tomar en cuenta que cuando se bajaba la tasa de interés líder, el rezago para que tenga efecto

en la tasa de interés activa era de varios meses; sin embargo, cuando se incrementaba, tal como sucedió en ocasiones anteriores, el efecto era inmediato en la tasa de interés activa, afectando especialmente al pequeño y mediano usuario de crédito. Señaló que mientras se tuviera una brecha del producto negativa no se debería incrementar la tasa de interés líder ya que no había presiones de demanda, primero se debería alcanzar el nivel potencial de crecimiento económico, porque el actual no satisfacía; en ese sentido, reiteró que era inoportuno subir la tasa líder en ese momento por los efectos negativos en el corto plazo.

Otro miembro de la Junta manifestó que, en ese momento, las presiones inflacionarias que afectaban a la población de más bajos ingresos, por su incidencia en los alimentos, eran originadas por factores de oferta en los mercados mundiales, en los cuales no se tenía ningún control, como había sucedido en 2008; en ese sentido, estimaba que la medida recomendada no incidiría en esa tendencia de precios; además, las presiones de demanda agregada no eran evidentes, por lo que no tenían incidencia en la inflación, lo cual se reflejaba en el comportamiento del crédito bancario al sector privado y de la actividad económica en su conjunto. Indicó que si bien tendría que haber un ajuste de expectativas de inflación, sobre todo si la formación de expectativas es racional, los agentes tendrían que estar evaluando si ese *shock* de oferta era transitorio o permanente, ya que era un tema que tendría que tomarse en cuenta en la formación de expectativas de mediano plazo

Otro miembro de la Junta señaló que al caer el índice de confianza se produciría una desaceleración económica, lo que iría en contra de que la brecha del producto llegara a ser positiva; indicó que, en cuanto al tipo de cambio nominal, si bien seguía su estacionalidad, la pendiente de su trayectoria estaba más inclinada que en otros años. Señaló que, si no subían los costos, un empresario sólo por expectativas de inflación no podría subir precios si la demanda estaba deprimida; además, la competencia no lo permitiría, pues el consumidor consumiría productos alternativos; en esa coyuntura no habría un aumento de precios y, puesto que no se tenía ninguna capacidad para incidir en las presiones inflacionarias de productos importados, que mantenía su posición de que no era oportuno aumentar la tasa de interés líder.

Por su parte, un miembro de la Junta indicó que la Ley Orgánica del Banco de Guatemala le otorga la función al Banco Central de contribuir a la creación y

mantenimiento de las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional y tenía que hacerlo con los instrumentos de los cuales dispone. Mencionó que para algunos economistas la inflación es un fenómeno monetario en el largo plazo, por lo que de esa cuenta existían los bancos centrales. Resaltó los efectos nocivos de la inflación para las personas que dependían de un ingreso, pues deterioraba el valor de la moneda; para los inversionistas, porque les reducía la posibilidad de hacer pronósticos certeros respecto a sus procesos de producción futura; para atraer inversión extranjera, pues mandaba señales contrarias para la formación de expectativas y precios; etcétera. Por lo anterior, expresó que el Banco Central tenía un papel que cumplir a efecto de moderar esa formación de precios inadecuada para una economía. Además, señaló que la oportunidad para adoptar medidas se derivaba de las señales que planteaba el balance de riesgos de inflación; por lo que los hacedores de política monetaria no podrían desaprovechar esa oportunidad para mantener su credibilidad y confianza, pues no hacerlo significaba generar la posibilidad de que la inflación se volviera un problema de mediano y largo plazos. Explicó por qué se cambió a un esquema de metas explícitas de inflación luego de que el de agregados monetarios no era lo suficientemente claro para explicar los riesgos de inflación; expresó que la evidencia empírica mostraba que los choques de oferta tenían un efecto en la inflación y afectaban las expectativas; puso de ejemplo de que el Banco Central Europeo ya estaba anticipando la necesidad de hacer ajustes a su tasa de interés porque los choques de oferta ya estaban afectando los precios internos de los países miembros. Indicó que el banco central tenía la oportunidad de contener la formación de expectativas y atacar los efectos de segunda vuelta con medidas graduales o de choque; en esa oportunidad el Comité de Ejecución planteó un enfoque gradual, aunque el MMS reflejaba condiciones más restrictivas, pero ese enfoque gradual podría moderar expectativas y no afectaría otros precios macroeconómicos. Señaló que la medida propuesta buscaba privilegiar la preferencia por una inflación baja en el mediano plazo y recordó que la política monetaria incidía en la demanda agregada, provocando ajustes en la demanda de crédito y en las expectativas, aunque con el incremento planteado eso no se daría en el cortísimo plazo. Dijo que en noviembre, cuando se implementó el nuevo mecanismo de esterilización, la tasa que estaba en 4.50% en la práctica bajó a 4.25%, por lo que con

el aumento de esa ocasión volvería a las condiciones previas. Señaló que la política monetaria también tenía que tomar en cuenta otros elementos, como la política fiscal que influía en las expectativas de los agentes económicos y según el balance de riesgos aún tenía un sesgo expansivo, lo que requeriría de una consolidación fiscal rápida en años futuros o de una política monetaria más activa. Indicó que para el esquema de metas explícitas de inflación era mejor el régimen de tipo de cambio libre porque evitaba tener dos objetivos, porque eso sí generaba un sesgo contrario al objetivo de inflación. Señaló que la recomendación incluía seguir monitoreando el mercado a efecto de determinar si futuros ajustes debían ser de mayor o menor magnitud.

Otro miembro de la Junta señaló que preocupaba que la canasta básica alimentaria de febrero estaba en Q2,187.00 y la vital en Q3,991.00; e indicó que la información de marzo determinaría el nuevo impacto por la inflación; por lo que la recomendación de subir 25 puntos básicos la tasa de interés líder era congruente con el objetivo del Banco Central; aunque los efectos fueran paulatinos, se enviaría un mensaje positivo a los agentes económicos.

Otro miembro de la Junta señaló que el MMS se había utilizado como una variable más en las decisiones de política, habiéndose observado que tenía cierto grado de confiabilidad en su proyección, lo que permitía ser más racionales en las decisiones. El referido modelo tenía varios meses de indicar que se debía incrementar la tasa de interés líder y no se había realizado.

Un miembro de la Junta indicó que el MMS había estado dando señales desde hace meses, pero se habían considerado otras señales para la toma de decisiones; sin embargo, en la actualidad las señales se habían exacerbado, por lo que de no comenzar a tomar medidas, más adelante éstas tendrían que ser más drásticas. Señaló que, si los indicadores estaban sugiriendo tomar medidas y la Junta Monetaria no tomaba decisiones para contrarrestar los efectos de la inflación en el mediano y largo plazos, ello conllevaba alguna responsabilidad moral. Indicó que con el incremento de 25 puntos básicos que se propuso se estaba tratando de moderar las expectativas de inflación.

Otro miembro de la Junta señaló que en su opinión fue correcto no seguir las recomendaciones del MMS porque de lo contrario la tasa de interés líder estaría en

7.50% y quizá el promedio de la tasa de interés activa en 20% y el tipo de cambio en Q7.00 por US\$1.0. Señaló que la medida propuesta pretendía afectar la demanda agregada y restringir el crédito al sector privado, pero actualmente no había suficiente demanda agregada debido a que el crecimiento económico estaba por debajo de su nivel potencial y el crédito bancario al sector privado sólo había crecido 1%. También le confundía cuando se hablaba de que la expansión del déficit fiscal de 3% tendría efectos inflacionarios, porque las economías europeas registraban déficit fiscales arriba de 10% y los Estados Unidos de América de 12% y sus inflaciones eran más pequeñas que la de Guatemala. Indicó que compartía la preocupación de lo pernicioso que era la inflación, pero si ésta se pasaba de la meta fijada por la Junta Monetaria para 2011 por presiones de precios internacionales de los principales *commodities*, los cuales no se podían controlar, no habría tanto problema porque de hecho en 2007 la inflación fue superior a 6% y también se registró un crecimiento económico superior a 6% y del crédito de 26%, pero como no se estaba en esa situación consideraba que debía darse la oportunidad a la economía de tener un repunte.

Otro miembro de la Junta manifestó que también entendía lo pernicioso que era la inflación para un país y la discusión se debía centrar en adoptar medidas, pero que incrementar la tasa de interés líder sólo lograría mandar un mensaje que podía ser negativo, porque las presiones inflacionarias eran por factores externos, y se podría interpretar que el Banco Central, a pesar de que aumentaba la tasa de interés líder, no lograba controlar la inflación. Indicó que si la inflación no era producto del aumento de la demanda agregada se tenía que tratar de que las tasas de interés activas no desalentaran la inversión y la producción. Indicó que también se debía analizar si la inflación estaba afectada sólo por los choques externos o si se estaban empezando a sentir los efectos del desmedido incremento al salario mínimo.

Un miembro de la Junta indicó que, según el mecanismo de transmisión de la política monetaria, la propuesta hacía énfasis en las expectativas de inflación; recordó que cuando se aprobó la política monetaria, cambiaria y crediticia para 2011, por los pronósticos de inflación se preveía una política monetaria activa con ajustes al alza en la tasa de interés líder; en ese sentido, dijo, la decisión de esa sesión era una señal importante para los agentes económicos porque después de un proceso de reducción de la tasa de interés líder y luego de mantenerla invariable por muchos meses, ahora

se empezaría a incrementarla, por lo que no se debía cometer errores en el manejo de la política monetaria; entonces, cobraba importancia el tema de oportunidad, magnitud y efectividad porque lo que se esperaba era que fuera la decisión correcta y que el esfuerzo tuviera sentido.

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 mayoría, elevar el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria de 4.50% a 4.75%. 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 ELEVA LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA DE 4.50% A 4.75%, A PARTIR DEL JUEVES 31 DE MARZO DE 2011

La Junta Monetaria, en su sesión celebrada el 30 de marzo de 2011, luego de conocer el Balance de Riesgos de Inflación, los resultados del corrimiento mecánico 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 mayoría elevar el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 25 puntos básicos, de 4.50% a 4.75%.

En su análisis, la Junta Monetaria tomó en consideración que la recuperación de las economías avanzadas está demostrando ser más fuerte y más rápida de lo que se esperaba, aunque los acontecimientos recientes de Japón y de Oriente Medio podrían motivar futuras revisiones a los pronósticos de crecimiento económico para 2011. Asimismo, tomó en cuenta que los incrementos en los precios internacionales de las materias primas, aunque sujetos a fluctuaciones importantes en el corto plazo, parecen reflejar una tendencia de largo plazo al encarecimiento relativo de los alimentos y de los productos energéticos.

En ese contexto, la Junta Monetaria concluyó que la perspectiva de crecimiento económico interno continúa evolucionando favorablemente, tal como lo refleja el comportamiento del IMAE y del comercio exterior. Sin embargo, los riesgos derivados del comportamiento de los precios internacionales de algunas materias primas hacen aconsejable tomar acciones de política monetaria a efecto de mantener ancladas las expectativas inflacionarias alrededor de las correspondientes metas de inflación de mediano plazo.

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 se tomen las acciones oportunas que eviten que la trayectoria de la inflación se aleje de su meta de mediano plazo.

Guatemala, 30 de marzo 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