

BANCO DE GUATEMALA



**RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE LA JUNTA
MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 16-2011,
CELEBRADA EL 27 DE ABRIL 2011, PARA DETERMINAR
EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA
POLÍTICA MONETARIA**

Guatemala, 4 de mayo de 2011

RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 16-2011, CELEBRADA EL 27 DE ABRIL DE 2011, PARA DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA.

1. En sesión 16-2011 celebrada por la Junta Monetaria el 27 de abril 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 18-2011, del 19 de abril de 2011¹, relativo a la conveniencia de modificar o 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 abril de 2011 y el Balance de Riesgos de Inflación, se destacó, en cuanto al ámbito externo, que el Fondo Monetario Internacional (FMI), en su reciente revisión de abril, mantuvo su estimación de 4.4% de crecimiento económico mundial para 2011 y de 4.5% para 2012, aunque redujo marginalmente las estimaciones para los Estados Unidos de América y para Japón para 2011, en tanto que las mejoró levemente para 2012. En ese contexto, indicó que la actividad económica mundial continuaba evolucionando, en general, según lo proyectado; las economías emergentes continuaban un proceso de expansión económica, mientras que en las economías avanzadas el crecimiento continuaba bajo y el desempleo elevado. Se señaló que para los Estados Unidos de América y la Zona del Euro, el proceso de recuperación evidenciaba la misma trayectoria que en la década de 1990, a pesar de que la caída del PIB en 2009 fue mucho más profunda. En la economía de los Estados Unidos de América continuaba reflejándose una recuperación en sus principales indicadores de corto plazo. En efecto, la producción industrial aumentó levemente como consecuencia de una reposición de inventarios; el gasto de los consumidores creció, apoyado por el incremento en el ingreso disponible y la tasa de desempleo se ubicó en 8.8%, la cifra más baja desde marzo de 2009, derivado de un aumento en las nóminas privadas, principalmente en el sector de servicios. Se hizo ver que la calificadora Standard & Poor's, si bien ratificó la calificación de crédito soberano de largo plazo para los Estados Unidos de América en

¹ Un detalle más amplio del análisis efectuado por el Comité de Ejecución puede consultarse en el Acta No. 18-2011, correspondiente a la sesión del 19 de abril de 2011, publicada en el sitio web del Banco de Guatemala (www.banguat.gob.gt).

AAA, revisó a la baja la perspectiva de dicha calificación, al pasarla de estable a negativa, dado que, a su juicio, luego de la crisis económica y financiera, aún no existía consenso acerca de la dirección en la que se debían encaminar las medidas para revertir el deterioro fiscal; indicó además que en un plazo de dos años podría reducir la calificación, de no existir avances sobre la consolidación fiscal. También se señaló que los efectos provocados en los mercados financieros por los problemas geopolíticos en Oriente Medio, por los problemas de deuda pública en Europa y por la crisis nuclear en Japón habían sido atenuados, en parte, por la mejora en el mercado laboral estadounidense y que, si bien el crédito bancario al sector privado se había recuperado, el proceso de desapalancamiento de las instituciones financieras mantenía latente el riesgo crediticio, en tanto que la insuficiencia de capital y la calidad de los activos evidenciaban riesgos de liquidez y de mercado

Se indicó que continuaba la tendencia al alza en el precio internacional de las principales materias primas. En efecto, el precio promedio de petróleo pronosticado para 2011 fue superior en US\$14.50 dólares por barril respecto del observado en 2010, comportamiento que se atribuyó, en parte, a los problemas geopolíticos en Oriente Medio y a la profundización de la crisis nuclear en Japón. El precio del maíz reflejaba principalmente condiciones climáticas adversas (nieve y clima húmedo) en los Estados Unidos de América; aunque la tendencia podría cambiar en los próximos meses, si se consideraba que la demanda del grano podría reducirse, dado que habían empezado a aplicarse restricciones a la política monetaria por parte del Banco Central Europeo y se habían acentuado las del Banco Central de la República Popular China. En el precio del trigo influyó el clima seco en los principales países productores, aunque la tendencia al alza podría detenerse, ante una mayor producción en Rusia y en Ucrania.

Señalaron que el FMI revisó al alza las proyecciones de inflación para 2011 y para 2012 (aunque con un menor cambio para este último año), tanto para las economías avanzadas como para las economías emergentes. Dados los riesgos inflacionarios existentes en las principales economías de la Zona del Euro, el Banco Central Europeo (BCE) decidió, el 7 de abril, elevar su tasa de interés de política monetaria en 25 puntos básicos (a 1.25%) luego de mantenerla en 1.00% durante 23 meses consecutivos. Mientras que en el Reino Unido, aun cuando el mercado anticipaba un

aumento de la tasa de interés, el Banco Central decidió retardar tal aumento debido a que, aunque prevé que la inflación permanecerá entre 4.0% y 5.0% en 2011, ésta podría descender a 2.5% y 2.0% en 2012 y 2013, respectivamente. En cuanto a las economías latinoamericanas, dijeron que en adición a los incrementos ya realizados, en abril se registraron incrementos en las tasas de interés de política monetaria de Chile y de Perú, en 50 y 25 puntos básicos, en su orden.

En cuanto al ámbito interno se señaló que, en el cuarto trimestre de 2010, el PIB creció 3.1%, tasa mayor a la registrada en el mismo trimestre del año previo (2.7%), resultado atribuible a la recuperación de la demanda interna, sobre todo del gasto de consumo privado, a la formación bruta de capital fijo y al incremento de las exportaciones, congruente con el moderado desempeño de la actividad económica en los principales socios comerciales del país. Adicionalmente, indicaron que las proyecciones de crecimiento económico para Guatemala eran consistentes con la evolución reciente de los principales indicadores de la actividad económica. Con relación a las finanzas públicas se indicó que, con base en información preliminar a marzo de 2011, el crecimiento interanual de los ingresos tributarios fue de 20.2% (7.3% en marzo de 2010) producto de las medidas administrativas implementadas por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT) y el de los gastos totales fue de 9.3% (14.2% en marzo de 2010), lo que dio como resultado un déficit fiscal de Q436.8 millones (equivalente a 0.1% del PIB), menor al observado en igual periodo de 2010 (Q1,190.0 millones, equivalente a 0.4 del PIB). El crédito bancario al sector privado registró al 14 de abril una variación interanual de 8.0% (6.8% en moneda nacional y 11.7% en moneda extranjera) y, para diciembre de 2011 y de 2012, se estimaron tasas de 12.0% y de 11.8%, respectivamente, lo cual era consistente con el proceso de recuperación económica previsto para esos años. Se indicó que el ritmo inflacionario en marzo (4.99%) fue menor al del mes anterior (5.24%) y continuó reflejando los efectos derivados de los incrementos en los precios internacionales de las materias primas; mientras que el ritmo inflacionario subyacente (3.84%) continuó en ascenso. Señalaron que 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 y se ubican por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación para dichos años. Igual comportamiento registraron las proyecciones de

inflación subyacente, aunque en ambos casos aún estaban dentro de los respectivos márgenes de tolerancia. Similar comportamiento se observaba en las expectativas de inflación, de acuerdo con la encuesta realizada en marzo, y para ambos años (2011 y 2012) se ubicaron por encima de los márgenes de tolerancia. Por su parte, los pronósticos de inflación del MMS, según el corrimiento efectuado en abril, aumentaron respecto de los correspondientes al corrimiento de marzo, ubicándose para finales de 2011 por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación, en tanto que para diciembre de 2012 se ubicó en el valor puntual de dicha meta; dichos pronósticos están condicionados a incrementos en la tasa de interés líder a partir del segundo trimestre de 2011, coherentes con la consecución de la meta de inflación de mediano plazo. Del análisis de las proyecciones, pronósticos y expectativas de inflación, los departamentos técnicos enfatizaron que, en general, dichos pronósticos se ubicaban por encima del valor puntual de la meta de inflación tanto para 2011 como para 2012 y que, en el caso de las proyecciones econométricas de inflación total, de los pronósticos del MMS para 2011 y de las expectativas de inflación, de hecho se ubicaban por encima de los márgenes de tolerancia de las metas de inflación establecidas para los años correspondientes. 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 única negativa en una muestra de países latinoamericanos que aplican el esquema de metas explícitas de inflación.

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, el pronóstico de inflación derivado del MMS para 2011 y las expectativas de inflación del panel de analistas privados para 2011 y para 2012), dos variables sugerían una política monetaria moderadamente restrictiva (las proyecciones de inflación subyacente para 2011 y para 2012) y tres variables sugerían una política monetaria invariable (el pronóstico de inflación derivado del MMS para 2012, la tasa de interés parámetro y la tasa de interés del MMS). El índice sintético de las variables indicativas continuaba dentro del rango de orientación de una política monetaria moderadamente restrictiva.

En resumen, los departamentos técnicos manifestaron que la economía mundial continuaba expandiéndose; principalmente, por el dinámico crecimiento de las

economías emergentes, ya que en las economías avanzadas el crecimiento continuaba bajo y el desempleo elevado. Asimismo, el proceso de desapalancamiento en Estados Unidos de América y en otras economías avanzadas obstaculizaba una mayor aceleración en el crecimiento mundial. Por su parte, las materias primas seguían mostrando incrementos de precios a nivel mundial que generaban presiones inflacionarias, siendo más agudas en las economías emergentes con rápido crecimiento. A nivel interno, los referidos incrementos en los precios de las materias primas continuaban siendo trasladados a los precios de bienes internos y afectando los pronósticos y las expectativas de inflación; la inflación subyacente continuaba con trayectoria positiva y los pronósticos y las expectativas de inflación en general aumentaron, aunque menos que el mes previo; el IMAE continuaba registrando tasas positivas, el comercio internacional se aceleró y las finanzas públicas registraron una mejoría, derivado del incremento en los ingresos tributarios, lo que significó una reducción del déficit fiscal respecto del año anterior. En el contexto descrito, los departamentos técnicos indicaron que, en esta ocasión, era prudente darse un compás de espera para determinar la evolución futura de las cuentas fiscales y de los pronósticos de inflación, por lo que recomendaron al Comité de Ejecución que plantease a la Junta Monetaria la conveniencia de mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder, en la sesión programada para el miércoles 27 de abril de 2011.

El Comité deliberó acerca del contenido de las presentaciones de los departamentos técnicos, con el objeto de presentar a la 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 27 de abril. 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 resaltó que la modificación en la perspectiva de la deuda soberana de los Estados Unidos de América, por parte de la agencia calificadora Standard & Poor's, reflejaba la débil situación fiscal de ese país y el hecho de que todavía no existía un consenso acerca de la dirección correcta de las medidas que debían implementarse para revertirla. Otro

miembro del Comité indicó que si bien la mencionada noticia había generado reacciones en los mercados financieros, las estimaciones de crecimiento económico para la economía estadounidense ya tomaban en cuenta un esfuerzo de ajuste fiscal para el presente año. En efecto, en las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI de abril de 2011 se revisó marginalmente a la baja la tasa de crecimiento económico para Estados Unidos de América, lo cual reflejaba, entre otros aspectos, el proceso de consolidación fiscal que se empezaría a materializar durante el presente año. Otro miembro del Comité indicó que, aun cuando los precios internacionales de las principales materias primas continuaban mostrando una tendencia al alza, en marzo el índice de precios de alimentos en términos globales de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO, por sus siglas en inglés) mostró una reducción respecto del mes anterior, luego de exhibir incrementos sostenidos en los últimos nueve meses, situación que se explicaba, principalmente, por el cambio de tendencia registrado en las últimas semanas en el precio del azúcar a nivel internacional, aspecto que podría moderar la escalada de precios de los alimentos de los últimos meses; no obstante, manifestó que dicha información se debía tomar con cautela, dado que el nivel registrado en marzo en el referido índice todavía superaba los niveles registrados en 2008.

En cuanto al entorno interno, un miembro del Comité indicó que, aun cuando la actividad económica parecía estar mostrando un dinamismo mayor, principalmente por el comportamiento del comercio exterior (importaciones y exportaciones), las diversas estimaciones de crecimiento económico para 2011 se mantenían en valores cercanos al 3.0% (nivel similar al registrado en 2010, de 2.8%), lo cual podría contribuir a contener las presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada; aunque enfatizó que no debían perderse de vista las presiones inflacionarias que ya se estaban evidenciado por el lado de las expectativas de los agentes económicos y por el lado de la inflación subyacente. Otro miembro del Comité manifestó que las cifras de comercio exterior evidenciaban un dinamismo importante en los primeros meses del año, principalmente por el incremento en los precios internacionales del azúcar y del café; mencionó que si bien los ingresos tributarios del Gobierno Central habían registrado un incremento importante en marzo, éste incremento obedecía principalmente a las medidas administrativas implementadas por la SAT. En ese

sentido, resaltó que esa mejoría podría contribuir a moderar las expectativas inflacionarias, de darse algún grado de consolidación fiscal, aunque no debía perderse de vista el hecho de que la inflación subyacente mostraba una tendencia positiva. Un miembro del Comité se refirió a los pronósticos de inflación y a las expectativas de los agentes económicos respecto de dicha inflación y señaló que si bien éstos, en general, aumentaron, en esa ocasión lo hicieron de forma menos dinámica que en los meses previos. Señaló que la mejoría en las finanzas públicas, de mantenerse, podía contribuir a moderar expectativas inflacionarias y por lo tanto un compás de espera en esa ocasión, como lo sugerían los técnicos, podría ser razonable, aunque coincidió en que era importante estar atento a la evolución futura de todas las variables que se tomaban en cuenta en el balance de riesgos de inflación, a fin de no poner en peligro la consecución de las metas de inflación de mediano plazo y recordó que, de prevalecer condiciones que afectaran dichas perspectivas, los ajustes futuros a la tasa líder podrían ser de mayor magnitud.

El Presidente indicó que 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, por lo que, tomando en consideración la información sobre la evolución de la economía mundial y de algunos factores de orden interno, luego de la amplia discusión, análisis y reflexiones, en consenso dispuso recomendar a la Junta Monetaria que hiciera una pausa en esta oportunidad, manteniendo invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 4.75%.

2. Con base en la exposición del análisis del Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, los resultados del corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) correspondiente a abril de 2011 y 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 le llamó la atención que el Banco Central de Chile incrementó su tasa de interés de política monetaria a 4.5% y, anteriormente, la había reducido hasta 1.0%; en ese sentido, dijo; fue sabia la decisión de la Junta de no bajar tanto la tasa de interés líder para no tenerla que incrementarla

drásticamente en el futuro. Además, expresó que era contraproducente que la referida tasa de interés tuviera variaciones significativas, por lo que era conveniente buscar que variara poco en el largo plazo. Indicó que el Banco Central Europeo subió su tasa de interés objetivo en 25 puntos básicos, como lo hicieron otras economías que estaban preocupadas por la inflación. Señaló que tenía la expectativa de que la recomendación del Comité de Ejecución sería de un incremento de 25 puntos básicos; sin embargo, ante la explicación de que se monitorearía la evolución de respectivas variables para actuar oportunamente, apoyaba la propuesta del referido Comité.

Otro miembro de Junta señaló que estaba de acuerdo con la recomendación del Comité de Ejecución; expresó que la decisión de emitir CDPs en dólares de 3 a 6 meses era importante en un momento correcto, porque ayudaría a recoger liquidez en dólares sin tener que monetizar la economía. También señaló que los incrementos de la tasa de interés de política monetaria que hicieran el Banco Central Europeo, el Banco Central de Chile y otros bancos centrales de la región se debían a que tales bancos centrales anticipaban riesgos de inflación que, aunque eran causados por choques de oferta, estaban motivando medidas antiinflacionarias preventivas. Indicó que el BID hizo un estudio reciente que profundizaba sobre las diferencias entre los crecimientos económicos de los países de América: los del cono sur, con aumentos de entre 5% y 6%; mientras que los del norte, de 3%; por lo que sería importante analizarlo, para buscar la forma de que el país tuviera un crecimiento más robusto, lo cual ayudaría al Estado a incrementar sus ingresos. Además indicó que, si bien era cierto que la estructura de las exportaciones no se podía cambiar rápidamente, sí había otras políticas que podían incrementar la inversión y llevar el crecimiento económico, al menos a 4.0%; en ese sentido, dijo, el Gabinete Económico tenía que hacer un esfuerzo para crear un ambiente de expectativas positivas para que hubiera inversión, aunque reconocía que era difícil, por ser el presente un año político. Señaló que, a pesar de que el déficit fiscal de marzo era 0.1%, la expectativa era que alcanzaría 3.5% a finales de año, lo cual sería preocupante.

Otro miembro de la Junta señaló que el reto era encontrar cómo acelerar el crecimiento económico, pues 3.0% no era suficiente. Indicó que apoyaba la recomendación del Comité de Ejecución; no obstante, consideraba que había espacio para disminuir la tasa de interés líder; pero la medida recomendada era prudente, pues

tenía que ver con la credibilidad del Banco Central y con el reconocimiento de que la inflación en el mundo era de origen externo. Señaló que el Banco Central de Perú, que aumentó en 25 puntos básicos su tasa de interés líder, estaba observando un crecimiento de su economía de 8.0%; del crédito al sector privado de 21.0%; y debido a que estaban realizando grandes inversiones, el mercado de trabajo se había dinamizado. Indicó que era fundamental seguir trabajando en la senda de reactivar la economía, porque el incremento de la recaudación tributaria era positivo e impulsando el crecimiento económico se generaban más ingresos, mientras que aumentar las tasas de impuestos reducía la posibilidad de crecimiento y aumentaba la pobreza. Además, señaló que colocar certificados de depósitos en dólares había tenido su efecto.

Por su parte, un miembro de Junta se refirió al crecimiento económico registrado en los países de América del Sur, cuyas calificaciones de riesgo contribuyeron a atraer inversiones más permanentes, que cuentan con cargas tributarias iguales o superiores a 20.0% y que habían aprovechado la explotación de sus recursos naturales cuidando el medio ambiente, mientras que en Guatemala había oposición para ese tipo de actividades, lo cual ahuyentaba al inversionista. Señaló que el esfuerzo tenía que ser conjunto entre el sector público y el privado para que en los próximos años hubiera más inversión extranjera directa y así mejorar la productividad del país, lo cual permitiría tener un crecimiento más dinámico. Además, señaló que Guatemala tenía una calificación de grado de especulación y obtener grado de inversión requeriría aumentar la carga tributaria, así como mejorar los indicadores sociales.

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 4.75%. 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 MANTIENE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA EN 4.75%

En su sesión celebrada el 27 de abril de 2011, la Junta Monetaria decidió por unanimidad mantener invariable la tasa de interés líder de la política monetaria en 4.75%, con base en un análisis integral de la coyuntura interna y externa, luego de haber conocido el Balance de Riesgos de Inflación, así como los resultados del corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural y la orientación de las variables indicativas de política monetaria.

En su análisis, la Junta Monetaria tomó en consideración que la actividad económica mundial continúa evolucionando según lo previsto; que las economías emergentes continúan en el proceso de expansión, mientras que en las economías avanzadas el crecimiento continúa bajo y el desempleo elevado. Asimismo, tomó en cuenta que los incrementos en los precios internacionales de las materias primas, aunque sujetos a eventos de corto plazo, continúan evidenciando riesgos inflacionarios, con diferencias entre países y regiones.

En adición, la Junta consideró que el IMAE a febrero continuó con crecimiento positivo, que los pronósticos de inflación, en general, aumentaron menos en abril respecto del mes anterior; que la trayectoria de la inflación subyacente continúa positiva; y que las finanzas públicas también mejoraron respecto del mes previo, aunque habrá que monitorear su evolución en los meses subsiguientes.

La Junta Monetaria manifestó que continuará dando un seguimiento estrecho al comportamiento de los pronósticos y de las expectativas de inflación, así como a la evolución de otras 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, 27 de abril 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.banguat.gob.gt