

BANCO DE GUATEMALA



**RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE LA JUNTA
MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 38-2011,
CELEBRADA EL 28 DE SEPTIEMBRE 2011, PARA
DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER
DE LA POLÍTICA MONETARIA**

Guatemala, 5 de octubre de 2011

RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 38-2011, CELEBRADA EL 28 DE SEPTIEMBRE DE 2011, PARA DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA.

1. En sesión 38-2011 celebrada por la Junta Monetaria el 28 de septiembre 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 43-2011 del 23 de septiembre de 2011¹, relativo a la conveniencia de ajustar o mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria. Al respecto, informó que los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, luego de haber presentado los pronósticos de inflación generados por el corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural correspondiente a septiembre de 2011 y el Balance de Riesgos de Inflación, destacaron acerca del ámbito externo que, según información de *Bloomberg*, el crecimiento económico del segundo trimestre de 2011 en las principales economías avanzadas fue revisado a la baja, principalmente por una ralentización en el consumo de los hogares; en tanto que en las principales economías emergentes de América Latina y de Asia el crecimiento económico continuó por encima de los promedios históricos, aunque registraba una tendencia a la desaceleración. La intensificación en los problemas de deuda en la Zona del Euro y la reducción de la calificación crediticia de los Estados Unidos de América afectaron la confianza del consumidor ante la expectativa de que no se recuperara el mercado laboral. De acuerdo con las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI a septiembre, la moderación en la actividad económica en los Estados Unidos de América y la intensificación de los problemas de deuda en la Zona del Euro habían incidido en revisiones a la baja de las estimaciones de crecimiento económico a nivel mundial, tanto para 2011 como para 2012; no obstante, la economía mundial estaría registrando una tasa de crecimiento en torno al 4.0%, tanto para 2011 como para 2012 (5.1% en 2010). Señalaron que en los mercados financieros, la profundización de la crisis en Europa, particularmente en los países de la periferia de la Zona del Euro, y el menor crecimiento de la economía estadounidense, así como su efecto en el crecimiento económico mundial, habían provocado incertidumbre y temor en los

¹ Un detalle más amplio del análisis efectuado por el Comité de Ejecución puede consultarse en el Acta No. 43-2011, correspondiente a la sesión del 23 de septiembre de 2011, publicada en el sitio web del Banco de Guatemala (www.banguat.gob.gt).

inversionistas, lo cual se había reflejado en un marcado descenso en los índices bursátiles, en una mayor demanda de instrumentos de renta fija, como los bonos del tesoro norteamericanos, y en un aumento en el costo de asegurar la deuda de los países de la periferia de la Zona del Euro, principalmente de Grecia, ante los temores de que no pudiera acceder al paquete de ayuda financiera; en tanto que, se incrementaron las preocupaciones de que Italia y España sufrieran contagio financiero. Con relación a los precios internacionales de materias primas señalaron que, en el caso de los del petróleo y de sus derivados, si bien habían mostrado en las últimas semanas una tendencia a la baja, ésta no se había reflejado de forma significativa en las proyecciones para finales de 2011 y 2012. Los precios internacionales del trigo y del maíz también habían registrado reducciones en las últimas semanas y, si bien se esperaba una reducción adicional para 2012, en ambos casos serían significativamente superiores a los observados en 2010. Con relación a la inflación, se refirieron a que un estudio del FMI evidenciaba que el efecto traspaso de los precios de los alimentos a la inflación total era mayor en las economías en desarrollo que en las economías avanzadas debido, en primer lugar, a que la ponderación del rubro de alimentos en la canasta de consumo era mayor para aquéllas y, en segundo lugar, a que las expectativas de inflación de los agentes económicos no se encontraban ancladas como en las economías avanzadas (excepto en algunos países emergentes con metas de inflación), lo cual podría explicar una mayor persistencia de la inflación en los países en desarrollo. Por otra parte indicaron que, según las estimaciones del FMI, el nivel de inflación mundial estaría ubicándose en 4.6% en 2011 y en 3.4% en 2012, ambas estimaciones revisadas al alza respecto de las realizadas en junio, evidenciando que, aun cuando se esperaba una desaceleración en el ritmo inflacionario mundial, persistían las presiones inflacionarias en las economías en desarrollo.

En cuanto al ámbito interno, se señaló que el IMAE continuaba mostrando crecimiento a tasas interanuales que se ubicaban alrededor de 3.5% y que el panel de analistas privados, en la encuesta realizada en agosto, preveía un crecimiento del PIB real de 3.0% para 2011 y de 3.1% para 2012. El comercio exterior a julio continuaba mostrando un ritmo de crecimiento dinámico tanto en volumen como en valor; el valor de las importaciones registró un aumento acumulado interanual de 23.5% (19.7% en

igual período de 2010), mientras que el del valor de las exportaciones fue de 24.4% (17.0% en igual período de 2010). Las remesas familiares mostraron un crecimiento de 5.6% y se esperaba que para fin de año crecieran 8.3%. El tipo de cambio nominal continuaba evolucionando de acuerdo a su patrón estacional, en un marco de flexibilidad cambiaria. Con relación a las finanzas públicas se indicó que, con base en información preliminar a agosto, el crecimiento acumulado interanual de los ingresos tributarios fue de 17.7%, el cual incorporaba el efecto de las medidas administrativas implementadas por la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT), mientras que el de los gastos totales fue de 10.9%, lo que daba como resultado un déficit fiscal equivalente a 1.3% del PIB (Q4,669.8 millones), menor al observado en igual período de 2010 (Q5,399.5 millones, equivalente a 1.6% del PIB). De acuerdo a estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas, dicho déficit podría cerrar el año en alrededor de 2.9% del PIB, tomando en consideración la reciente aprobación de los préstamos externos destinados a financiar el presupuesto del ejercicio corriente. El crédito bancario al sector privado registró al 15 de septiembre una variación interanual de 11.9% (7.0% en moneda nacional y 25.9% en moneda extranjera). En lo que corresponde al crédito al consumo, éste registró una variación interanual de 15.0%, por encima del crecimiento del crédito total, lo que continuaba reflejando el proceso de recuperación de la actividad económica. Se indicó que el ritmo inflacionario en agosto (7.63%) fue superior al del mes anterior (7.04%), derivado de que la variación mensual (0.60%) fue significativamente superior a la esperada (0.39%). Por su parte, el ritmo inflacionario subyacente se situó en 5.40%, manteniendo la tendencia creciente que había registrado desde finales de 2010. De los 279 gastos básicos que integraban el IPC, 191 gastos básicos (68.0%) evidenciaron incrementos, lo cual estaría sugiriendo la existencia de ciertas presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada y de efectos de segunda vuelta derivados de los choques de oferta, que estaban provocando que la inflación tendiera a generalizarse. Señalaron que la proyección de inflación total (con base en métodos econométricos) para finales de 2011 aumentó con relación a la estimada el mes previo y que la proyección para finales de 2012 disminuyó, pero que en ambos casos se ubicaban por arriba de los límites superiores de los márgenes de tolerancia de las metas de inflación correspondientes a dichos años; similar comportamiento registraron las proyecciones de inflación subyacente,

que si bien se situaron dentro de los respectivos márgenes de tolerancia, se encontraban por encima del valor puntual de la meta y muy cercanas a los límites superiores de sus respectivos márgenes. Las expectativas de inflación, según la encuesta realizada en agosto, continuaban deteriorándose respecto de las del mes anterior, tanto para 2011 como para 2012, y para ambos años se ubicaban por encima de los márgenes de tolerancia de las respectivas metas. Los pronósticos de inflación del corrimiento del MMS realizado en septiembre mostraron una aceleración para 2011, ubicando la respectiva tasa inflacionaria proyectada por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación; en tanto que para 2012 se registraría una moderación (que la situaría dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación), pero condicionada a que la tasa de interés líder de política monetaria registrara una trayectoria ascendente hasta el primer trimestre de 2012. En cuanto a la tasa de interés líder de política monetaria en términos reales, se evidenciaba que la misma presenta 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. Señalaron que, tomando en consideración lo apuntado, y que era necesario avanzar a la convergencia de la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual), procedía que la política monetaria realizara un esfuerzo que contribuyera a fortalecer la credibilidad de la Autoridad Monetaria respecto de su compromiso por mantener una inflación baja, ya que al ubicarse los pronósticos de inflación para 2013 (agosto) en más de 2 puntos porcentuales por arriba de la meta de inflación correspondiente, se evidenciaba un deterioro en el anclaje de las expectativas de inflación, lo que, aunado a que los precios de las principales materias primas a nivel internacional permanecerían elevados (a pesar de que se esperaba una desaceleración en el crecimiento económico mundial), complicaría la posibilidad de alcanzar dichas metas.

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), cuatro variables sugerían una política monetaria moderadamente restrictiva (las proyecciones de inflación subyacente para 2011 y para 2012, el pronóstico de inflación

derivado del MMS para 2012 y la tasa de interés del MMS) y solamente una variable sugería una política monetaria invariable (la tasa de interés parámetro). En ese sentido, el índice sintético de las variables indicativas, por tercera vez (desde julio), sugería una orientación de política monetaria restrictiva, lo que era congruente y consistente con la perspectiva del Balance de Riesgos de Inflación. En resumen, los departamentos técnicos manifestaron que, aun cuando existía incertidumbre respecto a la sostenibilidad de la recuperación de la economía mundial por la moderación en la actividad económica en los Estados Unidos de América y por la crisis de deuda en la Zona del Euro, las recientes estimaciones de crecimiento económico del FMI reflejaban que la desaceleración en el crecimiento económico mundial podría ser moderada tanto para 2011 como para 2012. Señalaron que, si bien los precios internacionales de las materias primas (petróleo, maíz y trigo) habían mostrado una tendencia a la baja, los pronósticos para 2011 y para 2012 aun se ubicaban por encima de los niveles registrados el año anterior; por lo que continuarían siendo una fuente de presiones inflacionarias, principalmente en las economías emergentes, en donde el efecto traspaso de los precios internacionales de las materias primas a los precios internos era mayor, el peso relativo del renglón alimentos también era mayor y las expectativas de inflación no se encontraban ancladas. A nivel interno, el IMAE, el comercio internacional y el crédito bancario al sector privado continuaban registrando crecimientos dinámicos; y las finanzas públicas, si bien registraban una mejoría en el déficit fiscal previsto para 2011, dicho déficit continuaba siendo superior a los registrados antes de la crisis mundial de 2008. En adición dijeron que el comportamiento en los indicadores de la actividad económica y la evolución de la inflación total y subyacente sugerían que existían ciertas presiones inflacionarias de demanda agregada, además de los efectos de segunda vuelta derivados de los choques de oferta, que estaban provocando que la inflación tendiera a generalizarse, porque, como se indicó, de los 279 gastos básicos que integraban el IPC, 191 gastos básicos (68.46%) habían registrado incrementos. En el contexto descrito, los departamentos técnicos manifestaron que en un esquema de metas de inflación era muy importante el análisis prospectivo del comportamiento esperado de las principales variables de la economía nacional y, en particular, de la inflación en el mediano y largo plazos, lo cual reflejaba que existían riesgos de que la inflación no convergiera a su

objetivo de mediano plazo, ya que los pronósticos de inflación tanto para 2012 como para 2013 se ubicaban por encima de dichas metas, y señalaron que, aun cuando existía incertidumbre en el entorno económico mundial, los precios de las principales materias primas a nivel internacional permanecerían altos, lo cual se traduciría en efectos de segunda vuelta y dificultaría la convergencia a las metas inflacionarias de mediano plazo, mermando la credibilidad del Banco Central respecto a su compromiso de velar por una inflación baja. En ese sentido, recomendaron al Comité de Ejecución que planteara a la Junta Monetaria la conveniencia de incrementar el nivel de la tasa de interés líder en 50 puntos básicos, de 5.00% a 5.50%, en la sesión programada para el miércoles 28 de septiembre de 2011.

El Presidente señaló que 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 28 de septiembre. Los miembros del Comité discutieron amplia y detenidamente la recomendación, relativa a incrementar en 50 puntos básicos 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. Un miembro del Comité destacó que los valores observados de inflación total y subyacente habían estado por encima de los niveles proyectados, que la inflación subyacente en sus distintas mediciones había sido creciente y que los indicadores de corto plazo (recaudación tributaria, exportaciones, importaciones, crédito bancario al sector privado) evolucionaron a un ritmo dinámico, tanto en términos nominales como en términos reales; por lo que todos estos factores podrían estar sugiriendo la presencia de ciertas presiones de demanda agregada. De hecho, de los 279 gastos básicos que integraban el IPC, 191 gastos básicos evidenciaron incrementos en el mes de agosto, lo que denotaba la existencia de efectos de segunda vuelta. En el caso particular del crédito bancario, indicó que el cómputo que se realizaba con base en la información que provee la Superintendencia de Bancos no incluía el crédito otorgado a empresas guatemaltecas por bancos comerciales internacionales que cuentan con oficinas de representación en el país y se tenía conocimiento que éstos habían estado otorgando créditos importantes a nivel local, por lo que el crecimiento del crédito al

sector privado sería mayor y estaría también sugiriendo la existencia de ciertas presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada. En adición, las expectativas de inflación se encontraban desancladas, dado que los valores esperados de inflación para 2011, para 2012, a 12 meses y a 24 meses se ubicaban por encima de la meta de inflación y, aun cuando el contexto internacional era incierto, a nivel interno la inflación total continuaba alta y sin señales de ralentizarse, aspecto que deterioraba el ingreso disponible de las familias y de las empresas. Por lo anterior, indicó que en esa oportunidad se hacía necesaria la adopción de acciones de política monetaria que tendieran a evitar que la trayectoria de la inflación continuara alejándose de la meta de mediano plazo y compartía la recomendación de incrementar la tasa de interés líder de política monetaria en 50 puntos básicos, en beneficio del mandato que tenía el banco central de mantener la estabilidad en el nivel general de precios. Otro miembro del Comité también expresó su preocupación por la velocidad a la cual estaba creciendo el crédito bancario, particularmente el otorgado en moneda extranjera, dado que su comportamiento evidenciaba tasas de variación interanuales cercanas al 30.0% y que el crédito al consumo también había evolucionado a tasas de dos dígitos. Señaló que esos dos elementos permitían inferir que había una presión en la demanda interna y, por lo tanto, subían las presiones inflacionarias. Asimismo, indicó que la tasa de interés de política monetaria era negativa en términos reales y que las expectativas de inflación no se encontraban ancladas. En ese contexto, consideró que en esa oportunidad era prudente realizar un incremento en la tasa de interés de política monetaria a efecto de reafirmar la postura del Banco Central de converger a la meta de inflación en el mediano plazo. Otro miembro del Comité señaló que las expectativas de inflación actualmente se encontraban por encima de la meta de inflación, lo que estaría evidenciando el desanclaje de las mismas, por lo que se hacía imperativo que la política monetaria encaminara sus esfuerzos en anclar las referidas expectativas de inflación a las metas de mediano plazo, dado que de ello dependería la evolución futura del consumo, del ahorro, de la inversión, del empleo y de la producción. Asimismo, los denominados efectos de segunda vuelta se estaban manifestando y, si bien inicialmente se generaron de un choque de oferta, ahora existía cierta presión de demanda que estaba validando la generalización del incremento de los precios en la economía. Indicó además que era evidente que había

un problema de inflación respecto de la meta propuesta, por lo que había suficientes argumentos en favor de que el Banco Central actuara anticipadamente para prevenir un riesgo inflacionario de mediano plazo; en ese sentido, se debía considerar que la tasa de interés de política en términos reales se encontraba en terreno negativo, los pronósticos y expectativas de inflación se mantenían elevados y, aun cuando se preveía que se desaceleraran levemente en los próximos años, se estarían ubicando por arriba de la metas de inflación previstas en el horizonte de mediano plazo. En adición, el Modelo Macroeconómico Semiestructural, en los últimos corrimientos, había venido sugiriendo elevar la tasa de interés líder de la política monetaria en todo el horizonte de pronóstico. Adicionalmente, si se tomaba en consideración que las expectativas de inflación de los agentes económicos se encontraban desancladas, era necesario que Junta Monetaria reiterara el compromiso que tiene con la estabilidad del nivel general de precios y que para el efecto tomara las decisiones de política monetaria que hicieran converger los niveles de inflación a su meta de mediano plazo. En síntesis, indicó que en esa ocasión lo más recomendable y congruente con el compromiso del Banco Central era aumentar la tasa de interés líder de política monetaria y continuar monitoreando el entorno interno y externo. Otro miembro del comité mencionó que los pronósticos y expectativas de inflación evidenciaban una marcada tendencia al alza y se habían mantenido muy por encima del valor central de la meta establecida para 2011 (5.0%), pero particularmente se ubicaban por arriba de los valores centrales de las metas tanto para 2012 (4.5%) como para el mediano plazo, establecida a partir de 2013 (4.0%). Además, indicadores de la actividad económica interna, como el comercio exterior, la recaudación tributaria, el crédito bancario al sector privado, entre otros, evidenciaban tasas de crecimiento de dos dígitos, lo que estaría sugiriendo la presencia de ciertas presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada. Mencionó que la inflación subyacente, que excluía los artículos que mostraban una mayor volatilidad por efectos de choques de oferta, presentaba una marcada tendencia al alza, lo cual estaría sugiriendo también la existencia de ciertas presiones de demanda agregada que reforzarían los efectos de segunda vuelta en el comportamiento de la inflación. Asimismo, las expectativas de inflación se encontraban desancladas de las metas establecidas, particularmente para 2012 y 2013, por lo que compartía la necesidad de enviar un mensaje a los agentes

económicos del compromiso que tenía la autoridad monetaria con la estabilidad en el nivel general de precios, por lo que la magnitud en el ajuste podría reafirmar dicho compromiso. Por último expresó que, la mayoría de países con esquema de metas de inflación tenían una meta de horizonte de largo plazo por debajo de 3.0%, mientras que en Guatemala esa meta era del 4.0%; por lo tanto, si se deseaba hacer creíble la consecución de dicha meta, se requería de decisiones firmes en materia de política monetaria que reforzaran la confianza de los agentes económicos en el sentido de que se estaban adoptando las medidas necesarias para atacar las presiones inflacionarias.

El Presidente indicó que el Comité, al realizar un análisis integral y prospectivo de la inflación, hizo énfasis en que debía prevalecer el compromiso de la autoridad monetaria con el objetivo de inflación de mediano y largo plazos y, tomando en consideración el rezago con el que actuaba la política monetaria, se hacía necesario continuar con las acciones que hicieran converger la inflación hacia la meta de mediano plazo, mediante la adopción de medidas que tendieran a moderar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos; considerando, además, que si se postergaban las decisiones correspondientes de política monetaria, éstas tendrían que ser adoptadas con mayor intensidad en el futuro cercano, lo cual implicaría mayores costos que beneficios. En ese contexto, luego de la amplia discusión, análisis y reflexiones, el Comité dispuso en consenso recomendar a la Junta Monetaria que en esa oportunidad se elevara el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 50 puntos básicos, de 5.00% a 5.50%.

2. Con base en la exposición del análisis del Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, los pronósticos de inflación generados por el corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural correspondiente a septiembre 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.

Un miembro de la Junta indicó que le preocupaba un incremento tan drástico en la tasa de interés líder, por los efectos que tendría sobre la economía real. Indicó que el nivel de la actividad económica seguía estando por debajo del PIB potencial y que el FMI había revisado el crecimiento económico del país hacia la baja, por lo que no

debiera de haber presiones inflacionarias vía demanda agregada. Además, señaló que los precios internacionales del petróleo, del maíz, así como del tomate, habían disminuido, lo que tendría un efecto sobre la inflación total aunque no necesariamente sobre la inflación subyacente. Señaló que, si bien la variación interanual del crédito bancario al sector privado era del 12%, la variación acumulada era de sólo 7%, por lo que tampoco habría presión en la demanda agregada por esa vía. Asimismo, indicó que las expectativas de inflación para 2012 habían empezado a bajar y, por el rezago de 6 a 8 meses que tenían las medidas de política monetaria, la que se tomara en esa oportunidad se vería reflejada en 2012, por lo que no tendría efecto en 2011. Manifestó que los acontecimientos del entorno económico mundial anticipaban una reducción de las exportaciones, pues ya había una reducción en los precios internacionales del café y del azúcar; además, el FMI hablaba de una posible contaminación global por la crisis europea y, por ende, en algún momento pudiera afectar al país. Indicó que los países que estaban aumentando la tasa de interés de política eran aquéllos que seguían creciendo a tasas superiores al 7% y cuyo crédito bancario se incrementaba por encima de 25% interanualmente. Además, expresó que los bancos centrales recomendaban mucha prudencia por el entorno internacional que pudiera llevar a una desaceleración acelerada. Señaló que si los Estados Unidos de América había revisado su tasa de crecimiento a la baja, ello tendría un efecto directo en Guatemala porque un porcentaje alto de las exportaciones se destinaban hacia dicho país. Indicó que le preocupaba el comportamiento de la oferta monetaria, ya que al restringirla se enfriaría más la economía del país. Además, mencionó que el crecimiento económico era fundamental y que el empleo y la pobreza no mejorarían aumentando la tasa de interés líder en 50 puntos básicos, con el agregado de que afectaría considerablemente a la pequeña y mediana empresas.

Otro miembro de Junta manifestó que la medida escasamente tendría algún efecto en 2011, pero sí podría moderar las expectativas de inflación del próximo año con lo que evitaría una mayor inflación en 2012. Comentó que en la asamblea del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial se evidenció preocupación por lo que estaba sucediendo en Europa, aunque había una percepción clara de que el euro no desaparecería, no se desintegraría la Zona del Euro ni se podría producir contagio sustancial para los Estados Unidos de América. Indicó que el FMI calificaba como

positivas las variables económicas de Guatemala; sin embargo, a dicho organismo le preocupaba el comportamiento de las presiones inflacionarias y del déficit fiscal. Señaló que era necesario anclar las expectativas, porque la mejor contribución que el Banco Central le puede dar al país era la estabilidad de precios y ello demandaba que la Junta mandara un mensaje claro y contundente a los agentes económicos de que la autoridad monetaria estaba dispuesta a mantener una inflación baja y estable, lo cual tendría un impacto positivo para los sectores más pobres, para los trabajadores y para los mismos empresarios, porque una inflación alta no permitía atraer inversión.

Por su parte, un miembro de la Junta explicó que la brecha entre el PIB y el producto potencial se podía medir por diferentes metodologías y era uno de los diferentes indicadores para medir presiones de demanda agregada. Agregó que, según el método que utilizaba el Banco de Guatemala, dicha brecha aún era negativa; sin embargo, existían otros indicadores que sugerían que sí había presiones de demanda agregada en la actividad económica. Indicó que en el pasado se creía que el control de los agregados monetarios era fundamental para el control de la inflación porque reflejaban las presiones de demanda agregada; no obstante, dado que existía un desfase entre la demanda de dinero de los agentes económicos y la oferta monetaria, los agregados monetarios dejaron de ser lo más relevante de controlar; por esa razón se comenzó a utilizar el esquema de metas explícitas de inflación que requería de análisis integrales, no sólo de los agregados monetarios sino de otras variables como la brecha del producto, análisis prospectivos de inflación, inflación subyacente, efectos de segunda vuelta, expectativas de los agentes económicos, el comportamiento de las finanzas públicas, productividad, empleo y de otras variables adicionales que pudieran incidir en la inflación. Indicó que ese análisis integral era parte de lo que se recogía en el informe del Comité de Ejecución que enfatizaba en el comportamiento de la inflación subyacente y de otras variables como los pronósticos de inflación, los gastos básicos integrantes del IPC que evidenciaban incrementos de precios, las perspectivas de los precios de los *commodities* a nivel internacional y otros aspectos que apuntaban a la necesidad de ser más proactivos y preventivos respecto de la inflación previsible en el mediano plazo. Señaló que el crédito bancario al sector privado estaba creciendo a dos dígitos en términos interanuales y en forma acumulada a un dígito, pero se debía tomar en cuenta que el análisis debía hacerse a nivel

interanual pues éste eliminaba los efectos cíclicos de un indicador; mencionó como ejemplo el IPC, cuya variación interanual se iguala a la acumulada en el mes de diciembre. Manifestó que las preocupaciones por el crecimiento mundial estaban presentes y el análisis de los técnicos del Banco de Guatemala no difería del análisis que habían realizado otros bancos centrales y resaltó que ninguno mostraba que la actividad económica mundial entraría en recesión sino que todos indicaban que la economía mundial crecería, por lo que con la información de la que se disponía no se podía concluir que se avecinaba una situación demasiado negativa para el país. Indicó que, el 27 de septiembre, la Superintendencia de Administración Tributaria (SAT) había informado que la recaudación estaría por encima de lo proyectado utilizando las estimaciones de crecimiento del Banco Central; es decir, que podría haber un crecimiento económico más dinámico que estimado para 2011 y por ese lado se podría evidenciar una presión inflacionaria de demanda agregada. Indicó que la preocupación del Comité de Ejecución era que, si bien este año no se alcanzaría la meta de inflación, para sustentar la credibilidad de la autoridad monetaria se debía tratar de converger a la meta de mediano plazo. Señaló que Chile, Perú y Colombia tenían metas de inflación cercanas a 3.0% y las estaban alcanzando, contrario a Guatemala que tenía una meta de casi 6.0%; e indicó que esos países estaban alcanzando sus metas porque habían tomado decisiones de política monetaria anticipadamente en el transcurso del año; si bien esos países tenían un crecimiento mayor, habría que preguntarse por qué entonces su inflación estaba muy cerca de su meta; podía ser porque el banco central era más creíble o porque fueron más agresivos con los ajustes a su tasa de política monetaria.

Otro miembro de la Junta señaló que hace dos sesiones se presentó un análisis de largo plazo sobre el comportamiento del precio de algunos productos y en esa oportunidad se observaba que el alza de precios se había generalizado a un 68% de los gastos básicos, lo cual deterioraba el ingreso de los guatemaltecos, no obstante los esfuerzos que estaban haciendo distintas instituciones del Ejecutivo y del sector privado. Comentó que dicha situación desmotivaba la inversión y el empleo, lo que aunado a los efectos de los desastres naturales dificultaba mejorar la calidad de vida. Indicó que quizá la Junta había sido muy prudente y no había tomado decisiones más contundentes, pero aún se estaba a tiempo para hacerlo y mandar un mensaje a los

agentes económicos de que la autoridad monetaria estaba dispuesta a frenar la inflación en 2012.

Otro miembro de la Junta indicó que la prudencia pudo haber influido para no tomar la decisión que se debió adoptar con anterioridad, ya que ahora la inflación continuaba por encima de la meta. Sin embargo, en esta oportunidad, el análisis técnico incorporaba nuevos aspectos, lo que hacía creíble la recomendación de aumentar en 50 puntos básicos la tasa de interés líder. Además, señaló que se debía profundizar sobre las razones por las cuales un alto porcentaje de los gastos básicos evidenciaban incrementos; una de ellas eran los efectos de segunda vuelta derivados del incremento del precio internacional del petróleo; y la otra, que el incremento al salario mínimo hubiera impactado en esos productos; por lo que se debía tomar acciones para anclar las expectativas de inflación. Indicó que era primera vez que se mencionaba que, al incorporar el crédito bancario al sector privado de la banca extranjera, el crédito total estaba creciendo 15%, el cual era un porcentaje cercano a la realidad. Manifestó que estaba de acuerdo con la recomendación del Comité en el sentido de aumentar 50 puntos básicos la tasa de interés líder de la política monetaria.

Un miembro de la Junta indicó que no estaba en contra del esquema de metas explícitas de inflación porque le daba estabilidad al país; sin embargo, la Junta debía ser cuidadosa porque paralelo al control de la inflación se debían propiciar condiciones que permitieran mayor crecimiento económico. Agregó que compartía que la inflación era perjudicial para el crecimiento económico y que no se podía encarecer el crédito drásticamente si el proceso inflacionario provenía de choques de oferta. Además, le preocupaba el impacto de la decisión de aumentar la tasa de interés líder sobre el sector construcción. Indicó que el aumento de la recaudación fiscal se relacionaba con la actividad económica, pero si se encarecía el crédito también la recaudación fiscal se vería afectada, con el consiguiente problema de más endeudamiento público, por lo que no estaba de acuerdo con aumentar la tasa de interés líder.

Por su parte, un miembro de la Junta indicó que la política fiscal jugaba un papel importante para el logro de la meta de inflación; por esa razón, en el esquema de metas explícitas de inflación se recomendaba disciplina fiscal, lo cual había sido un éxito en las economías de América del Sur. En el caso de Guatemala, dijo, la política fiscal, aunque siempre generaba algún grado de incertidumbre afectando las

expectativas de inflación, no había tenido predominancia; pero los gobiernos tenían necesidad de colocar bonos para financiar sus déficits públicos y era por medio de esas colocaciones que se podían reflejar las preocupaciones de los inversionistas en cuanto a la sostenibilidad fiscal. Indicó que las decisiones de política monetaria vía la tasa de interés tenían impacto en el corto plazo y el actuar preventivamente era para asegurar que hubiera confianza en los inversionistas respecto a que la inflación se mantendría baja en el largo plazo, lo que estimulaba a comprar títulos de deuda pública de manera competitiva a determinada tasa de interés. Señaló que en algunos países las expectativas de inflación se medían a través de las colocaciones del gobierno: si los inversionistas consideraban que hubiesen riesgos inflacionarios apreciables demandarían rendimientos más altos al emisor; algo de eso se había reflejado ya porque en algún momento disminuyó la demanda de títulos al Ministerio de Finanzas Públicas, por lo que tuvo que subir las tasas de interés de largo plazo. Ese elemento indicaría que las expectativas de los agentes económicos estarían afectadas por la política fiscal. Señaló que desde la perspectiva de un hacedor de política fiscal, demandaría a la autoridad monetaria tomar acciones más firmes para reducir la inflación, a efecto de que las posibilidades de inversión de largo plazo no fueran afectadas.

Otro miembro de la Junta indicó que estaba de acuerdo con la recomendación del Comité de Ejecución de subir en 50 puntos básicos la tasa de interés líder, porque si no se actuaba en ese momento, más adelante se tendría que tomar decisiones más drásticas. Señaló que la Zona del Euro aumentó 50 puntos básicos su tasa objetivo y, de hecho, los países que actuaron antes estaban dentro de las metas de inflación que se habían trazado. En su opinión, dijo, el incremento de la tasa de interés líder no afectaría la tasa de interés activa, porque aquella se situaría en 5.50% y la tasa para créditos empresariales grandes estaba en 8.24%. Señaló que el crecimiento del crédito bancario al sector privado reflejaba lo que estaba ocurriendo en la realidad y tomando en cuenta que en los últimos tres meses del año la demanda de créditos aumentaba por la zafra y por la cosecha de café, el crecimiento podría incluso ser mayor a lo proyectado.

Otro miembro de la Junta indicó que estaba de acuerdo con la recomendación del Comité de Ejecución de aumentar la tasa de interés líder en 50 puntos básicos,

porque era una decisión que se debió haber tomado desde la vez anterior, por la tendencia que registraban las expectativas de inflación.

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 en 50 puntos básicos, de 5.00% a 5.50%. 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 ELEVA LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA DE 5.00% A 5.50%, A PARTIR DEL JUEVES 29 DE SEPTIEMBRE DE 2011

La Junta Monetaria, en su sesión celebrada el 28 de septiembre 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 del acontecer económico interno y externo, decidió por mayoría elevar el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 50 puntos básicos, de 5.00% a 5.50%.

En su análisis, la Junta Monetaria tomó en consideración que, aun cuando se espera una desaceleración en el crecimiento económico global, en un ambiente de riesgos fiscales y financieros, especialmente en la Zona del Euro, la economía mundial estaría registrando tasas de crecimiento de 4.0% en 2011 y 2012. Adicionalmente, la moderación observada en las últimas semanas en los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, no se ha reflejado de forma significativa en las proyecciones de precios de dichos productos.

Junta Monetaria tomó en cuenta el dinamismo de los principales indicadores de la actividad económica interna, como el comercio exterior, la recaudación tributaria, el crédito bancario al sector privado y el comportamiento de la inflación subyacente, los que estarían denotando presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada y una mayor volatilidad por efectos de segunda vuelta provenientes de choques de oferta que han impactado en el comportamiento de la inflación.

Adicionalmente, la Junta Monetaria enfatizó que ha habido un deterioro en las expectativas de inflación, por lo que consideró que la política monetaria debía actuar con firmeza a fin de abatir las expectativas inflacionarias y de moderar los efectos de segunda vuelta en el comportamiento de la inflación.

Junta Monetaria manifestó que continuará dando seguimiento al comportamiento de los pronósticos y expectativas de inflación y a los principales indicadores económicos, tanto internos como externos, en particular de aquéllos que aún muestran una fuerte incertidumbre, a fin de seguir adoptando acciones oportunas que propicien que la trayectoria de la inflación se acerque a su meta de mediano plazo.

Guatemala, 28 de septiembre 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).