



**RESUMEN CIRCUNSTANCIADO DE LO ACTUADO POR
LA JUNTA MONETARIA CON MOTIVO DE LA EMISIÓN
DE LA RESOLUCIÓN JM-160-2004, POR LA QUE
DETERMINÓ LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y
CREDITICIA PARA 2005**

Guatemala, 2005



RESUMEN CIRCUNSTANCIADO DE LO ACTUADO POR LA JUNTA MONETARIA CON MOTIVO DE LA EMISIÓN DE LA RESOLUCIÓN JM-160-2004, POR LA QUE DETERMINÓ LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2005

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

En cumplimiento de lo dispuesto en el artículo citado, a continuación se presenta un resumen circunstanciado de lo actuado por la Junta Monetaria en el proceso de aprobación de su resolución JM-160-2004, por virtud de la cual dicha Junta determinó la política monetaria, cambiaria y crediticia para 2005.

1. En oficio del 20 de diciembre de 2004, el presidente del Banco de Guatemala sometió a consideración de los señores miembros de la Junta Monetaria el Dictamen CT-4/2004, aprobado por el Consejo Técnico del Banco Central en esa misma fecha, que contiene la evaluación a noviembre de 2004 de la política monetaria, cambiaria y crediticia determinada oportunamente por la Junta Monetaria, así como la propuesta de política para 2005, con el propósito de que, conforme lo prescrito en los artículos 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala y 26 (a) de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, se procediera a determinar la política monetaria, cambiaria y crediticia para 2005.

2. En sesiones números 52-2004, 53-2004, 55-2004 y 56-2004, celebradas por la Junta Monetaria el 20, 21, 23 y 26 de diciembre de 2004, respectivamente, la autoridad monetaria conoció el referido dictamen. En la primera de las sesiones indicadas, el Gerente Económico del Banco de Guatemala hizo la presentación de los principales aspectos del mismo, los cuales se circunscriben, por una parte, a la evaluación de la política monetaria, cambiaria y crediticia a noviembre de 2004 y, por la otra, a la propuesta de política monetaria, cambiaria y crediticia para 2005.



3. Derivado de la exposición de la propuesta de política monetaria, cambiaria y crediticia para 2005 realizada por el Gerente Económico del Banco de Guatemala, los miembros de la Junta Monetaria consideraron pertinente analizar y discutir lo relativo a las razones, los fundamentos y los supuestos sobre los que descansa la indicada propuesta, a efecto de generar los elementos de juicio que permitieran la adopción de la resolución a que daría lugar la determinación de dicha política, que por mandato constitucional y legal corresponde a la autoridad monetaria.

En primer término, los miembros de la Junta Monetaria discutieron sobre el estado actual de la política monetaria y el futuro de la misma. En este sentido, algunos indicaron que desde 2000 en la determinación de la política monetaria se han venido haciendo algunos cambios orientados a privilegiar la estabilidad en el nivel general de precios como objetivo fundamental de dicha política pero que, en la práctica, los cambios introducidos en la operatividad de la misma se han dado con mucha gradualidad. En relación a esto, se indicó que los cambios graduales son evidencia de la prudencia con que se ha ejecutado la política y que ello ha sido necesario después de los eventos de inestabilidad macroeconómica registrados a finales de los años noventa. Sin embargo, consideraron que el momento actual ya es propicio para introducir modificaciones más profundas a la forma en que se conduce la política monetaria y que, en ese sentido, era necesario avanzar más rápidamente en la adopción de un esquema monetario completo de metas explícitas de inflación (*inflation targeting*). Todos los miembros de la Junta Monetaria coincidieron en lo indicado y precisaron que los cambios en la política deberían darse en la forma de seguimiento de la misma y en los parámetros y condiciones de participación del Banco de Guatemala en los mercados monetario y cambiario.

Una vez establecidos los aspectos filosóficos generales de la orientación de la política monetaria para 2005, los miembros de la Junta Monetaria indicaron que era importante discutir sobre la tasa de inflación observada durante 2004 y sus implicaciones para la fijación de la meta a adoptarse para 2005. En este sentido, algunos miembros de la Junta Monetaria manifestaron que era preciso enfatizar en que el comportamiento de la inflación en 2004 había sido influenciado de manera fundamental por el comportamiento de la inflación importada, el cual, a su vez, se explicó por el alza en el precio internacional del petróleo. Indicaron, por un lado, que la inflación importada había ejercido sus mayores efectos en los meses de mayo,



septiembre, octubre y noviembre, meses en los que, después de enero, se registraron las tasas inflacionarias más altas del año y, por otro lado, que los precios del gas propano, las gasolinas y la energía eléctrica fueron los que principalmente evidenciaron el alza de los precios del petróleo.

En el escenario descrito, los miembros de la Junta Monetaria coincidieron en que para fijar la meta de inflación para 2005 era preciso tener como referencia el comportamiento de los mercados de futuros del petróleo, a fin de poder hacer una proyección del ritmo inflacionario para diciembre de ese año. En este sentido, se tomó nota de que, con la última información disponible sobre el comportamiento a futuro de los precios del petróleo, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala estimaban que para diciembre de 2005 el ritmo inflacionario en Guatemala se ubicaría en 5.95%. Con este escenario, algunos miembros de la Junta Monetaria estimaron que la meta de inflación podría mantenerse entre 4% y 6%. Sin embargo, otros miembros de esa Junta consideraron que dicha percepción podría ser muy optimista, dado que está demostrado que los eventos que subyacen en el comportamiento del precio internacional del petróleo son muy volátiles, sobre todo aquellos asociados a la oferta del crudo, especialmente la inestabilidad geopolítica que prevalece en las áreas productoras más importantes. Agregaron que, por tanto, sí podría preverse un ritmo inflacionario por debajo de 6% para 2005, pero que, ante posibles volatilidades que se pudieran observar en el precio internacional del petróleo, era necesario que el Banco Central divulgara muy puntualmente los supuestos sobre los que se estaría determinando la meta inflacionaria y que, además, debería mantener una política constante de comunicación en relación a la evolución mensual de la inflación, a fin de que los agentes económicos entendieran a cabalidad la misma y no se formaran expectativas de aceleración del ritmo inflacionario por falta de información. En este sentido, se enfatizó en que tal estrategia era fundamental para cimentar la credibilidad del Banco Central en cuanto a su compromiso con la estabilidad en el nivel general de precios. Además, se indicó que la comunicación oportuna y clara a los agentes económicos es uno de los pilares fundamentales sobre los cuales descansa un esquema monetario de metas explícitas de inflación (*inflation targeting*), por lo que en este contexto era más urgente la necesidad de implementar la referida estrategia de comunicación.

Otros miembros de la Junta Monetaria consideraron que lograr alcanzar una inflación por debajo del 6% era posible pues, si bien la proyección consistente con el



comportamiento esperado del precio internacional del petróleo indicaba un ritmo inflacionario de 5.95% para fin de año, la misma no estaba considerando los esfuerzos de estabilidad que se pudieran hacer al aplicar y conducir la política monetaria. En particular, se indicó que más bien la referida proyección sería menor al ejecutarse la política monetaria en la forma que se determine, particularmente mediante la utilización del instrumento privilegiado de la misma, es decir, las operaciones de mercado abierto. Otro miembro de la Junta Monetaria indicó que, dadas las estimaciones presentadas, podría proponerse un rango meta de inflación de entre 5% y 6%, pues había mucha probabilidad de que el ritmo inflacionario a fin de año se ubicara dentro del mismo; sin embargo, otros miembros de la Junta Monetaria indicaron que eso podría ser contraproducente en términos de la credibilidad del Banco Central, pues podría interpretarse como que el mismo estuviera abandonando los esfuerzos por alcanzar un ritmo inflacionario de 4% y que, en todo caso, si eso no fuera posible para 2005, tal vez sí podría serlo para 2006, al continuar los esfuerzos de estabilidad de precios. Adicionalmente, algunos miembros de la Junta Monetaria indicaron que una idea fundamental de los esquemas de metas explícitas de inflación es que los mismos buscan evitar inflaciones, pero también evitar deflaciones, de tal manera que si se establece un rango meta de inflación con un límite inferior de 5% la política debe de velar porque las condiciones del mercado monetario sean tales que se logre estar en ese piso, pero si por alguna razón exógena o por razones internas (por ejemplo, por alguna caída sorpresiva de los precios internacionales de las principales importaciones o por alguna caída sorpresiva del gasto público) se espera una inflación menor a ese piso de 5%, entonces la política monetaria tendría que volverse expansiva y más laxa; por lo tanto, se señaló que en estos esquemas se tiende a mantener las metas durante el mayor tiempo posible, a menos de que se tenga certeza de que sin ahogar demasiado la economía se puede reducir la meta en años subsiguientes. En este contexto, los miembros de la autoridad monetaria acordaron en establecer un rango meta de inflación de entre 4% y 6% para diciembre de 2005.

Seguidamente, uno de los miembros de la Junta Monetaria subrayó que otro de los elementos principales de un esquema monetario de metas explícitas de inflación es el relativo a pronosticar el ritmo inflacionario con un horizonte mayor a 12 meses, generalmente a 24 meses. Otro de los miembros de la Junta Monetaria indicó que en los bancos centrales en donde se siguen metas explícitas de inflación se tiene una meta para



los próximos 12 meses y otra para los próximos 24 y que cada vez que hay un dato mensual de inflación, se proyecta el ritmo inflacionario para los meses en los que se fijaron metas (en este caso diciembre de 2005 y diciembre de 2006) y seguidamente se compara la inflación obtenida vía el modelo econométrico con la fijada como meta y esa comparación es la que da la principal indicación de hacia dónde tiene que ir la política monetaria; si la inflación esperada vía el modelo es mayor a la meta eso quiere decir que hay que tomar medidas restrictivas, mientras que si resulta menor, eso quiere decir que hay que tomar medidas expansivas. En este sentido, indicó que una de las limitaciones actuales es que todavía no se cuenta con un modelo estructural de pronóstico de inflación a mediano plazo; sin embargo, otros miembros de la Junta Monetaria recordaron que el Banco Central sí cuenta con algunos modelos de pronóstico de inflación que, en tanto no se cuente con el modelo estructural, sí pueden utilizarse provisionalmente para proyectar a 24 meses y que, entonces, lo que habría que hacer únicamente era correr dichos modelos a fin de establecer cuáles son los que mejores pronósticos hacen, en el sentido de significancia econométrica.

En el contexto descrito, se indicó que también habría que establecer un rango meta de inflación para 2006. En particular, al recibir la información de que el modelo econométrico del Banco Central estimaba un ritmo inflacionario de 5.47% a diciembre de 2006, y que el mismo, al igual que la proyección para diciembre de 2005, no tomaba en cuenta los esfuerzos que se pudieran hacer vía la implementación de la política monetaria, los miembros de la Junta Monetaria coincidieron en que para finales de ese año también se determinara un rango meta de entre 4% y 6%. Por último, otro de los miembros de Junta Monetaria indicó que el esfuerzo de seguimiento de una meta inflacionaria en un horizonte más amplio también era consistente con los esfuerzos que el Ministerio de Finanzas Públicas se encuentra realizando para cambiar el enfoque de preparación del Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado, para lo cual se necesitaba hacer una proyección macroeconómica multianual. En este contexto, los miembros de la autoridad monetaria acordaron en establecer un rango meta de inflación de entre 4% y 6% para diciembre de 2006.

Por último, se acordó que se comunicara al público que la consecución de la meta para ambos años sería el resultado de un proceso gradual de desaceleración del ritmo inflacionario y que esto era importante para que los agentes económicos no tuvieran la sensación de que se aplicará una política muy restrictiva que lleve el ritmo



inflacionario de manera inmediata a los rangos establecidos como meta. Se indicó que esto era importante para mantener informados a los mercados y, de esa manera, mantener la estabilidad macroeconómica durante el año. Se reiteró, en este sentido, que también se debía trasladar al público que las metas de inflación fijadas serían alcanzadas en ausencia de *shocks* externos que, como el que en este año se registró con el abrupto aumento del precio internacional del petróleo, podrían poner en riesgo su consecución, pues de ser así, la política monetaria tendría que aplicarse con mucha prudencia, como se hizo en 2004, a fin de no generar distorsiones innecesarias en las principales variables macroeconómicas.

Una vez finalizada la discusión sobre la meta de inflación, la Junta Monetaria procedió a deliberar sobre cuál sería la participación del Banco de Guatemala en el mercado monetario y cambiario.

En relación al mercado monetario, se indicó que un esquema monetario de metas explícitas de inflación requiere de un marco operacional que incluya un mecanismo de realización de operaciones de estabilización monetaria que sea de mercado y que, por lo tanto, motive la eficiencia del mercado primario de títulos públicos y, a la vez, promueva el desarrollo y profundización de un mercado secundario para tales títulos. Se subrayó que en un contexto de metas explícitas de inflación, una de las ventajas más importantes de ejecutar la política monetaria por medio de operaciones de mercado abierto, mediante un esquema que privilegie las decisiones de mercado, es que el Banco Central no sólo puede enviar una señal clara y explícita al mercado monetario sobre la orientación de su política, sino que también recibe información del mismo, lo cual le permite disponer de elementos adicionales que contribuyan en la ejecución y seguimiento de las acciones de política monetaria. En este contexto, los miembros de la Junta Monetaria coincidieron en que se debía instruir al Banco de Guatemala para que durante 2005, y de manera gradual, se convergiera hacia el uso de una sola tasa de interés líder para las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo, de manera que la que se elija sea la tasa que dé la señal a los mercados sobre la orientación de la política monetaria en cualquier momento; asimismo, se acordó que se adecúe el mecanismo de licitaciones de Certificados de Depósito a Plazo -CDPs- para las operaciones de estabilización de liquidez de origen estructural; que, sin menoscabo del logro del objetivo inflacionario, se vele por la estabilidad de las tasas de interés de corto



plazo; y, que se mejore la efectividad en la comunicación de las acciones de estabilización monetaria a los agentes económicos.

En relación al mercado cambiario, la Junta Monetaria tomó nota de la propuesta del Consejo Técnico del Banco de Guatemala, contenida en el Anexo A del Dictamen CT-4/2004, relacionada con el uso de opciones de compra y de venta de divisas para moderar la volatilidad del tipo de cambio, mecanismo semejante al que ha aplicado el banco central de Colombia durante los últimos cinco años. Se tomó nota de que la propuesta se realizó con los objetivos de moderar la volatilidad del tipo de cambio, sin alterar su tendencia de mercado y de proporcionar al mercado reglas claras, que sean de conocimiento público, para canalizar la participación del banco central en el mercado cambiario con fines de moderar la volatilidad del tipo de cambio. Asimismo, se tomó nota de que la propuesta considera la posible emisión por parte del Banco Central de opciones de compra (*call options*) y de venta (*put options*) de dólares de los Estados Unidos de América, mediante el mecanismo de “subasta holandesa”, en el que los participantes serían las entidades que constituyen el “Mercado Institucional de Divisas”; que la frecuencia de las subastas sería semanal; que se trataría de opciones de tipo “americano”, que pueden ser ejercidas durante un mes, contado a partir del día de la realización de la subasta; que los montos de las opciones en cada subasta serían de US\$62.5 millones en opciones de compra y US\$62.5 millones en opciones de venta; que el monto de cada opción se establecería en múltiplos de US\$10,000 y no sería menor de US\$100,000; y, que el precio de ejercicio para las opciones de compra (*call options*) sería el promedio móvil del tipo de cambio de referencia de los últimos 5 días **más** el 0.5% de dicho promedio móvil, mientras que para las opciones de venta (*put options*) sería el promedio móvil del tipo de cambio de referencia de los últimos 5 días **menos** el 0.5% de dicho promedio móvil.

Derivado de la exposición de la propuesta en cuestión, y luego de formular múltiples preguntas aclaratorias, los miembros de la Junta Monetaria procedieron a discutir y analizar las razones, los fundamentos y los supuestos sobre los que descansa la referida propuesta, a efectos de evaluar la conveniencia de adoptarla, en forma total, parcial o modificada, como parte de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005.

En primer término, varios miembros de la Junta Monetaria manifestaron su preocupación porque la propuesta de convocar semanalmente a subastas de opciones no



tenía antecedentes en Colombia o en otro país y consideraron que sería muy apresurado aprobar un mecanismo que, en algunas de sus características, no hubiese sido probado antes en la experiencia internacional. En este sentido, todos los miembros de la Junta Monetaria coincidieron en que convendría tener la opinión de algún experto internacional en la materia, antes de aplicar mecanismos que no han sido aplicados en otro país.

Por otro lado, un miembro de la Junta Monetaria indicó que el parámetro de fluctuación alrededor de la media móvil del tipo de cambio de referencia (0.5%) era, a su juicio, demasiado pequeño, pues su determinación se había fundamentado en simulaciones que tomaron como base el comportamiento histórico del tipo de cambio, el cual necesariamente incorpora el efecto de las intervenciones cambiarias del Banco de Guatemala en el mercado *spot* durante ese período. Añadió que, en ausencia de tales intervenciones, la fluctuación cambiaria habría sido mayor y que, por tanto, el parámetro de 0.5% implicaría demasiada participación del Banco Central mediante el mecanismo de opciones.

Para concluir, un miembro de la Junta Monetaria propuso que la decisión en cuanto a la forma concreta de participación del Banco Central en el mercado cambiario con el propósito de reducir la volatilidad del tipo de cambio (sin afectar su tendencia) se pospusiera para el siguiente año y que, para efectos de la Resolución de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005, sólo dejaran enunciados los principios generales que regirían la participación cambiaria del Banco de Guatemala. Esta moción fue aceptada por los demás miembros de la Junta Monetaria y acordaron que los citados principios serían aquellos que permitan que el sistema cambiario flexible sea consistente con un esquema monetario de metas explícitas de inflación; que se base en reglas explícitas, transparentes y comprensibles para los mercados; que elimine la discrecionalidad de las participaciones del Banco de Guatemala; y, que evite la volatilidad del tipo de cambio, sin afectar su tendencia. Para el efecto, se convino en que el Banco de Guatemala presentara, para aprobación de la Junta Monetaria, una propuesta de reglamento que contenga las normas que regirán su participación en el mercado cambiario, evaluando la conveniencia de utilizar opciones de compra y de venta de dólares de los Estados Unidos de América.

Por otra parte, en cuanto a las variables indicativas de la política monetaria y los principales cambios realizados a las que en 2004 estuvieron vigentes, los miembros de



la Junta Monetaria coincidieron en que, en consistencia con el esquema monetario de objetivos explícitos de inflación (*inflation targeting*) se diera seguimiento a la inflación total y subyacente esperadas, a 12 y 24 meses; asimismo, acordaron que también se daría seguimiento a una tasa parámetro (tasa Taylor ajustada), comparándola con la tasa de interés relevante de las operaciones de estabilización monetaria; decidieron que la tasa pasiva de paridad se construyera utilizando como referencia las tasas del sistema bancario de los Estados Unidos de América, dado que en la coyuntura actual su comparación con la tasa doméstica sería un mejor referente para evaluar los posibles flujos de capital que se dieran como consecuencia de cambios en la política monetaria del referido país; y, por último, instruyeron al Banco Central para que construyera un indicador que incluya explícitamente la actividad económica como parámetro para monitorear el desempeño de la política monetaria.

Luego de haberse expuesto los argumentos y observaciones respecto del contenido de la propuesta de política, contenida en el Dictamen CT-4/2004, del Consejo Técnico del Banco de Guatemala, la Junta Monetaria procedió a determinar la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005, a cuyo efecto emitió la resolución número JM-160-2004 del 29 de diciembre de 2004, la cual entró en vigencia el 1 de enero de 2005.