

# BANCO DE GUATEMALA



**RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA  
MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 41-2013,  
CELEBRADA EL 30 DE OCTUBRE DE 2013, PARA  
DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER  
DE LA POLÍTICA MONETARIA**

Guatemala, 29 de noviembre de 2013



**RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 41-2013, CELEBRADA EL 30 DE OCTUBRE DE 2013, PARA DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA.**

1. En sesión 41-2013 celebrada por la Junta Monetaria el 30 de octubre de 2013, el Presidente en funciones del Banco de Guatemala y de la Junta Monetaria presentó el análisis efectuado por el Comité de Ejecución en su sesión 49-2013 del 25 de octubre de 2013, 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 con base en el análisis realizado por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, luego de haber presentado los pronósticos de inflación generados por el corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) correspondiente a octubre de 2013 y el Balance de Riesgos de Inflación, se destacó en el ámbito externo que el promedio de las proyecciones de crecimiento económico mundial realizadas por varios entes internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), Consensus Forecasts y The Economist Intelligence Unit, revelaron que la actividad económica global continuaba recuperándose a un ritmo moderado, aunque persistían algunos riesgos a la baja, siendo éstos más balanceados respecto de análisis previos. En las economías avanzadas las perspectivas de crecimiento económico seguían consolidándose, mientras que en las economías emergentes y en desarrollo empezaba a evidenciarse cierta ralentización; no obstante, su crecimiento continuaba siendo superior al de las avanzadas. En el caso de los Estados Unidos de América, la recuperación económica continuaba mostrando solidez, anticipándose para 2013 y para 2014 un crecimiento económico de 1.6% y 2.6%, respectivamente. No obstante, indicó que según los departamentos técnicos privaba la incertidumbre fiscal ante la falta de acuerdos políticos para solucionar en definitiva el tema del techo de la deuda pública, lo cual se evidenció con el cierre temporal del gobierno federal de los Estados Unidos de América ocurrido en octubre y que duró 16 días. Por otra parte, los mercados parecían más convencidos de que la política monetaria se encontraba en un punto de inflexión, lo que sugería la reducción gradual de los estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal (FED), en un contexto en que el conjunto de indicadores económicos de corto plazo evidenciaron cierto dinamismo, debido al mejor desempeño

de los mercados laboral e inmobiliario, lo cual incidía positivamente en el nivel de gasto de los consumidores.

En la Zona del Euro, el crecimiento económico trimestral, especialmente el del segundo trimestre, fundamentó una visión positiva del comportamiento económico en la Zona, esperándose una recuperación moderada, impulsada principalmente por los países del centro (Alemania, Francia, Finlandia, Austria, los Países Bajos y Luxemburgo); y en menor medida por la mejora de los países de la periferia, aunque en estos últimos muy heterogénea. Los departamentos técnicos destacaron que para 2013 se moderó la caída en la actividad económica a 0.4%, en tanto que para 2014 las expectativas mejoran al ubicar el crecimiento económico en 0.9%. El comportamiento de algunos indicadores de corto plazo, como los índices de sentimiento económico y de confianza económica y del consumidor mostraron un comportamiento alcista; sin embargo, la perspectiva de un mayor crecimiento económico se ha visto limitada por los altos niveles de desempleo, principalmente en los países de la periferia, y por la fragmentación de los sistemas financieros, en un ambiente en el que sigue siendo necesario un ajuste fiscal y efectuar algunas reformas estructurales.

En Japón, las políticas de estímulo fiscal y monetario (denominadas “Abenómicas”) parecen estar teniendo un efecto positivo, dado que en los primeros dos trimestres se registró un crecimiento económico favorable y la mayoría de análisis anticipaban que en el segundo semestre éste se incrementaría a un ritmo un poco más acelerado, asociado, principalmente, a los efectos provenientes del consumo y de la inversión gubernamental; no obstante, persisten las dudas respecto de la sostenibilidad de las referidas políticas, tomando en consideración que se prevé una contención del gasto de los consumidores a inicios de 2014, como resultado del aumento previsto al impuesto sobre ventas. Además, existe algún consenso en que la elevada flexibilización monetaria podría llevar la inflación por arriba del objetivo de 2.0%. Por su parte, para las economías emergentes y en desarrollo continuaba previéndose un dinamismo superior al de las economías avanzadas, pero se anticipaba una ralentización de su crecimiento explicado por niveles más consistentes con la evolución de su producto potencial. Sin embargo, dichos países continuarían siendo el principal motor del crecimiento económico global. Para la República Popular China se prevé un crecimiento para 2013 y para 2014 de 7.6% y 7.3%,

respectivamente, asociados a la estabilidad del consumo privado y a una recuperación prevista de la demanda externa en los próximos trimestres, lo cual se evidenciaba en la recuperación reciente en los indicadores de producción industria. En ese sentido, la estimación preliminar de crecimiento del tercer trimestre (7.8%) fue superior a lo esperado por el mercado. Comentó que en opinión del FMI, la República Popular China debe adoptar medidas permanentes que estimulen el consumo interno y reduzcan la dependencia del impulso proveniente de la inversión pública y de las exportaciones, para que su crecimiento sea congruente con su PIB potencial, que sería un poco más bajo pero más sostenible.

Dentro del grupo de economías emergentes y en desarrollo, las proyecciones para América Latina para 2013 permanecieron sin cambios respecto del balance de riesgos anterior (2.6%), en tanto que para 2014 pasaron de 3.3% a 3.2%, en respuesta, principalmente, a la moderación de la demanda interna y al menor precio de algunas de las principales materias primas que exportan (diferentes al petróleo). En cuanto a los principales índices accionarios, éstos mostraron resultados positivos aunque con períodos de volatilidad, asociados a la incertidumbre fiscal originada por el cierre parcial del gobierno en los Estados Unidos de América y a las expectativas sobre el retiro del estímulo monetario por parte de la FED, aspecto que ocasionó la reducción reciente de las tasas de interés de largo plazo. En las economías emergentes también se registró una recuperación de los índices accionarios y se inició un proceso de apreciación en algunas de sus monedas, especialmente, en aquellas que habían registrado depreciaciones recientes.

El Presidente en funciones mencionó que los departamentos técnicos destacaron que los precios internacionales de las principales materias primas que afectan la inflación en Guatemala mostraron un comportamiento mixto. Para el precio internacional del petróleo se prevén aumentos moderados para el resto de 2013 y para 2014, respecto de los observados en 2012, asociados, entre otros factores, a la combinación entre la desaceleración en la producción y un sostenido incremento en la demanda, lo que ha provocado un frágil balance entre oferta y demanda en el mercado y a la persistencia, aunque más moderada, de los conflictos geopolíticos en Oriente Medio. Por su parte, los precios internacionales del maíz y del trigo mostraban una tendencia a la baja.

El ritmo inflacionario de las economías avanzadas, con excepción de Japón, reflejó un comportamiento estable, aunque con cierta tendencia a la desaceleración. Las economías con metas explícitas de inflación de América Latina, en general se mantuvieron dentro de sus respectivas metas. Centroamérica y República Dominicana, por su parte, experimentaron una moderación en su ritmo inflacionario, reflejo de la disminución en el precio de los alimentos en los últimos meses, aunque en niveles por encima del de los socios comerciales. En cuanto a las tasas de interés de política monetaria se observó que, la mayoría de los bancos centrales (de la muestra de países a los que se les da seguimiento) no la modificaron respecto del balance de riesgos de inflación previo. Dentro de los que la modificaron, se encuentran el Banco Central de Chile y el Banco de México que redujeron sus tasas en 25 puntos básicos, en parte porque su inflación y sus pronósticos se encontraban por debajo del valor puntual de su meta; mientras que Brasil la aumentó en 50 puntos básicos para contener las presiones inflacionarias, acumulando con ello un alza de 225 puntos básicos en el año, con lo que es evidente que privilegia la estabilidad en el nivel general de precios; a pesar de una marcada desaceleración de su demanda agregada observada recientemente.

En el entorno interno, el Presidente en funciones destacó que se mantenía la estimación de crecimiento económico para 2013 de entre 3.2% y 3.6%, la cual es superior a la del año previo (3.0%); asimismo, el PIB trimestral al segundo trimestre registró un crecimiento interanual de 4.3%, el más alto de los últimos siete trimestres. El IMAE a agosto registró una variación interanual de 3.2%, anticipando que en el tercer trimestre la actividad económica crecería por arriba de 3.0%, lo cual es consistente con la evolución de las remesas familiares, del comercio exterior, del empleo formal y del crédito bancario al sector privado. El índice de confianza de la actividad económica a octubre evidenció una recuperación, por segundo mes consecutivo. En cuanto al sector externo, el comercio exterior continuó mostrando un comportamiento moderado respecto del año previo en términos de valor, pero bastante dinámico en términos de volumen, evidenciando el importante efecto de la caída de los precios medios de exportación. A agosto, el valor de las exportaciones creció 1.3%, derivado de un aumento en el volumen de 22% y una reducción en el precio medio de 17%, en tanto que las importaciones crecieron 2.8% y las remesas familiares

aumentaron 5.9%, con datos acumulados a septiembre. Las finanzas públicas a septiembre registraron un déficit de 1.0% del PIB, previéndose que para el cierre del año los ingresos tributarios aumenten 10.0% y los gastos totales entre 4.8% y 7.8%, en función de la aprobación por parte del Congreso de la República de dos préstamos externos que están incluidos en el Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado vigente para 2013, lo que daría como resultado que el déficit fiscal podría ubicarse entre 1.8% y 2.2% del PIB, en ambos casos por debajo del déficit observado en 2012 (2.4% del PIB).

El Presidente en funciones señaló que los departamentos técnicos indicaron que el ritmo inflacionario se situó a septiembre en 4.21%, dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación, pero por arriba del valor puntual, registrándose los mayores incrementos, en términos interanuales, en las divisiones de gasto de alimentos y bebidas no alcohólicas y de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles. La inflación acumulada a septiembre (3.63%) representó alrededor del 91% del valor puntual de la meta de inflación; mientras que la inflación subyacente se situó en 2.88%, explicada principalmente, por el comportamiento de la división de alimentos. La proyección econométrica del ritmo inflacionario total, con datos observados a septiembre, se situó entre 3.75% y 5.75% para diciembre de 2013 y entre 3.90% y 5.90% para diciembre de 2014; ambos rangos por encima de los límites inferior y superior de la meta de inflación (3.0% y 5.0%, respectivamente). Desde un punto de vista prospectivo, ello sugería que las medidas de política monetaria debían continuar siendo congruentes con el cumplimiento de la referida meta, para fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación. Indicó que los departamentos técnicos señalaron que el panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en octubre, proyectó un ritmo inflacionario entre 3.99% y 5.99% para diciembre de 2013 y entre 3.81% y 5.81% para diciembre de 2014, en ambos casos, los límites inferior y superior se ubicaban por arriba de los límites equivalentes de la meta de inflación. Destacó que, a pesar que las expectativas de inflación se han mantenido dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación de mediano plazo, éstas se encontraban, prácticamente, en el límite superior de la misma, lo que podría considerarse aún insuficiente para evitar que dichas expectativas se desanclen ante un cambio de coyuntura. Con relación al corrimiento mecánico del MMS (efectuado en

octubre), para diciembre de 2013 y de 2014, se pronosticaban inflaciones de 4.75% y 4.72%, respectivamente, condicionadas a que se mantenga la trayectoria de la tasa de interés líder de la política monetaria prevista en el corrimiento, con el propósito que la inflación converja al valor puntual de la meta de inflación de mediano plazo y que las expectativas de inflación se anclen alrededor del mismo. Mencionó que el crédito bancario al sector privado continuaba creciendo de manera dinámica, por arriba de su tendencia de largo plazo y con sesgo hacia el consumo, lo que requeriría de un seguimiento cercano para evitar la gestación de riesgos microeconómicos y macroeconómicos que pudieran afectar la estabilidad financiera, dada su estrecha relación con la estabilidad de precios. Indicó que el ciclo crediticio actual seguía en expansión y aún no mostraba señales, por el lado de la oferta de crédito, que sugirieran que se encontrara cerca de una fase de contracción. Enfatizó que medidas de política monetaria que promuevan un mantenimiento de condiciones crediticias muy flexibles, podría incentivar un mayor aumento del crédito al consumo, con efectos no deseables en la calidad de la cartera crediticia.

En resumen, el Presidente en funciones indicó que los departamentos técnicos señalaron que la recuperación de la actividad económica a nivel mundial continuaba consolidándose en las economías avanzadas, mientras se observaba una ralentización en las economías emergentes y en desarrollo, en un escenario en donde permanecían riesgos a la baja, aunque más equilibrados. Por su parte, continuaban privando presiones moderadas en el precio internacional del petróleo, mientras que habían disminuido las asociadas a los precios de otras materias primas. En el orden interno, la actividad económica mostró que, en el segundo trimestre, el PIB trimestral fue el más alto en los últimos siete trimestres, observando un crecimiento positivo en todas las ramas, en línea con el crecimiento estimado del PIB anual (entre 3.2% y 3.6%). El impulso de la demanda interna continuaba reflejándose en indicadores de corto plazo como el IMAE, el crédito bancario al sector privado y las remesas familiares. La inflación observada se ubicó por arriba del valor puntual de la meta de mediano plazo y los pronósticos (econométricos y del MMS) y las expectativas de inflación, continuaban anticipando que dicha situación permanecería al finalizar ambos años. Desde un punto de vista prospectivo, el Presidente en funciones manifestó que los departamentos técnicos señalaron que, dado que los pronósticos y las expectativas de inflación

continuaban por arriba del valor puntual de la meta (cerca del límite superior) y que aunque prevalece cierto nivel de incertidumbre respecto del desempeño de la actividad económica mundial, a nivel interno el crecimiento económico se encontraba dentro de las estimaciones previstas, por lo que se requeriría mantener acciones orientadas a evitar un deterioro en las expectativas inflacionarias, lo que demandaba continuar fortaleciendo la credibilidad de los agentes económicos acerca de las acciones de la autoridad monetaria para contribuir a un anclaje efectivo de dichas expectativas. Con esa base, los departamentos técnicos sugirieron al Comité de Ejecución recomendar a la Junta Monetaria que, en un marco de prudencia, continuara manteniendo el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 5.25%.

El Presidente en funciones indicó que el Comité deliberó acerca del contenido de las presentaciones de los departamentos técnicos con el objeto de presentar a la Junta Monetaria un análisis detallado que pueda ser útil en la decisión relativa al nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria. Además, señaló que los miembros del Comité discutieron amplia y detenidamente la recomendación de dichos departamentos, 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 ese sentido, un miembro del Comité indicó que, en el escenario internacional, la actividad económica continuaba recuperándose, particularmente en las economías avanzadas como Estados Unidos de América, Japón y la Zona del Euro, confirmando las mejores perspectivas de crecimiento económico para 2014 respecto del presente año. Los mercados financieros continuaban recuperándose, aunque con ciertos niveles de volatilidad. El crecimiento de las economías emergentes se mantendría relativamente dinámico, principalmente en el caso de la República Popular China, que durante el tercer trimestre del año registró un crecimiento de 7.8%, lo cual evidenciaba el mantenimiento de las expectativas de crecimiento para 2013 y para 2014. Destacó que algunos análisis internacionales sugieren la conveniencia de que las economías emergentes converjan a tasas de crecimiento económico más sostenibles en el mediano plazo, congruente con su PIB potencial. En el caso de los precios de las materias primas, indicó que el precio internacional del petróleo disminuyó en el último mes, principalmente por la menor tensión de los conflictos geopolíticos y que los precios del maíz y del trigo continuaban mostrando una

tendencia a la baja, lo cual debería compensar los aumentos en otros rubros; sin embargo, ello aún no se había reflejado en la inflación en el rubro de alimentos. En el ámbito interno, destacó que la economía continuaba creciendo conforme lo previsto, mostrando que el crecimiento del PIB trimestral fue bastante dinámico en el segundo trimestre. Por su parte, la política fiscal había generado cierto nivel de incertidumbre, principalmente en lo relativo a la evolución de las fuentes de financiamiento del presupuesto en 2013 (recaudación tributaria y financiamiento externo); ello a pesar de que las estimaciones preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas apuntaban a que el déficit fiscal cerraría el año dentro de un rango consistente con las necesidades de consolidación fiscal del país, lo cual demandaría prudencia en las decisiones de política monetaria para no acrecentar dicho nivel de incertidumbre. En cuanto al comercio exterior, resaltó que éste reflejaba un crecimiento moderado, aunque en términos del volumen de exportaciones era muy dinámico, lo que reflejaba mayores niveles de actividad económica. Destacó el comportamiento positivo del empleo formal, el cual contribuiría a impulsar la demanda interna. Con relación al ritmo inflacionario, éste se mantenía dentro del margen de tolerancia de la meta, aunque aún no convergía al valor puntual de la misma y los pronósticos continuaban por encima de dicho valor. El anclaje efectivo de las expectativas de inflación seguía siendo un reto importante, dado que si bien la inflación se había moderado, éste sería el primer año con la meta de mediano plazo (4.0%) y que el dato observado de inflación comenzaba a dejar de ser la variable relevante, por lo que debería vérsese de manera prospectiva. En lo que respecta al crédito al sector privado, éste seguía siendo dinámico y por arriba de su nivel histórico, por lo que, coincidió en que no sería prudente generar condiciones monetarias que fomentaran asumir riesgos (tanto microeconómicos, como macroeconómicos). En ese sentido, en un marco de prudencia, apoyó la recomendación de los departamentos técnicos de mantener la tasa de interés líder de política en el nivel actual, lo cual contribuiría a fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación.

Otro miembro del Comité mencionó que, en el orden externo, la recuperación de la actividad económica mundial parecía consolidarse y aunque prevalecían los riesgos a la baja, éstos eran menores a los del balance previo. En los Estados Unidos de América, el mejor desempeño de los indicadores de la actividad económica,

especialmente el fortalecimiento gradual de las condiciones en los mercados inmobiliario y laboral y de los índices de producción manufacturera y de servicios, estaba teniendo un impacto positivo en el crecimiento económico global; mientras que en la Zona del Euro, la actividad económica empezaba a retornar a una senda de crecimiento más sólida. Con relación a los precios de las materias primas destacó la tendencia a la baja en los precios internacionales del maíz y del trigo que han contribuido a moderar el comportamiento de la inflación interna. En los mercados financieros persistía la incertidumbre; sin embargo, recientemente se había registrado una mejora en los rendimientos bursátiles y una reducción en la volatilidad de los mercados. En el orden interno, la economía mostraba un mayor dinamismo respecto de 2012 lo cual se evidenciaba en la evolución de algunos indicadores de corto plazo, como el crédito al sector privado, el empleo y las remesas familiares. No obstante, el comercio exterior seguía siendo afectado por la baja en los precios internacionales, contrario al volumen de las exportaciones que mostraba el crecimiento más dinámico en los últimos cinco años. Hizo énfasis en la evolución de la inflación, que a pesar de la reducción en los precios internacionales de algunas materias primas, aún se encontraba por encima del rango meta, ello explicado en parte por la evolución de la división de gasto de Alimentos y Bebidas no Alcohólicas, lo cual seguía incidiendo en la percepción de los agentes económicos respecto de la estabilidad de precios. Tomando en cuenta esos elementos resaltó la importancia de continuar esforzándose en asegurar un anclaje de las expectativas de inflación y que los pronósticos de inflación continuaran mejorando en el mediano plazo, lo cual podría lograrse mediante una postura de política monetaria que, aunque acomodaticia, continuara reflejando el compromiso de la autoridad monetaria con su meta de mediano plazo, por lo que apoyaba en esa oportunidad la recomendación de mantener la tasa de interés líder de política monetaria en 5.25%.

Un miembro del Comité resaltó que en el escenario internacional, la probabilidad de crecimientos muy bajos o de recesión se había reducido notablemente. El crecimiento de los principales socios comerciales de Guatemala fue más favorable que el observado en el Balance de Riesgos anterior y en los Estados Unidos de América continuaba la recuperación gradual, aunque no exenta de riesgos, en particular, por el carácter temporal de la solución del techo de la deuda pública. En el

caso de la República Popular China, el crecimiento del tercer trimestre fue superior al esperado por el mercado y continuaría su dinamismo en 2014. Las previsiones de crecimiento para las economías emergentes y en desarrollo eran de un mejor desempeño en 2014 respecto de 2013 y el riesgo potencial de una inflación mayor podría compensarse con la evolución que mostraban los precios internacionales de las materias primas. Destacó que, si bien dos bancos centrales habían reducido sus tasas de interés de política monetaria, existían diferencias importantes respecto de Guatemala, como el hecho de que, en ambos casos, los bancos centrales consideraron que las expectativas inflacionarias estaban ancladas en niveles por debajo de su meta de política monetaria y que los pronósticos no anticipaban un aumento relevante para 2014, ante la evolución esperada de sus demandas interna y externa. En cuanto a las condiciones económicas internas, subrayó que el crecimiento económico en Guatemala podría ubicarse cerca del valor superior del rango previsto, impulsado por el crecimiento de la demanda interna y, en particular, por el consumo privado. Se refirió a que las expectativas de inflación se encontraban dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación, aunque muy cerca del límite superior de la misma. En cuanto al crédito al sector privado y de los medios de pago su crecimiento superaba los dos dígitos, en tanto que las remesas familiares continuaban creciendo en un contexto en que si bien la tasa de desempleo en los Estados Unidos de América se mantenía alta, ésta venía reduciéndose. Dada la coyuntura y los elementos citados, consideró razonable la recomendación de los departamentos técnicos de que se mantuviera el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria.

Otro miembro del Comité resaltó que los riesgos para el crecimiento económico mundial seguían a la baja; en particular, indicó que en el caso de los Estados Unidos de América el crecimiento económico continuaría moderado. Asimismo, se refirió a que un riesgo relevante en los mercados financieros internacionales era el convencimiento de que la política de estímulo monetario en el referido país se aproximaba a un punto de inflexión; por ello, la principal preocupación de los mercados financieros internacionales se centraba en la estrategia que seguirían los principales bancos centrales de las economías avanzadas para el retiro de las políticas de estímulo vigentes. En ese sentido, dependiendo de la velocidad en que dicho retiro ocurriera

podría haber efectos de transmisión en las economías emergentes, lo cual anticipaba la conveniencia de mantener una política monetaria que provea los espacios necesarios para la adopción de medidas que contrarresten los efectos en los flujos de capital. Por otra parte, persistía la fragmentación financiera en la Zona del Euro, influenciada por los altos niveles de endeudamiento corporativo, así como por la relación entre los riesgos bancario y soberano. Otro tema relevante en dicha Zona, era el hecho de que el Banco Central Europeo manifestaba que seguiría con su política monetaria acomodaticia, independientemente de lo que suceda en los Estados Unidos de América. En cuanto al ámbito interno, el crédito bancario al sector privado registró un crecimiento interanual importante, tanto en 2012 como en 2013, lo cual se había reflejado en el dinamismo observado en el consumo y en la tasa de crecimiento económico, particularmente la observada en el segundo trimestre de 2013. Dicho dinamismo anticipa la conveniencia de monitorear el ciclo crediticio para adoptar medidas, en caso fuese necesario, que pudieran mitigar los riesgos que pudieran aparecer en un futuro. Indicó que en un contexto en el que la inflación observada, los pronósticos de inflación y las expectativas de inflación se encontraban por arriba del valor puntual de la meta, mantener la tasa líder de la política monetaria en su nivel actual contribuiría a mandar las señales correctas sobre el compromiso del banco central respecto de la estabilidad macroeconómica de mediano plazo; en ese sentido, apoyó la propuesta de recomendar que se mantuviera en 5.25% el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria.

El Presidente en funciones indicó que el Comité de Ejecución al realizar un análisis completo y prospectivo de la inflación y luego de la amplia discusión, análisis y reflexiones, por unanimidad dispuso recomendar a la Junta Monetaria que se mantuviera el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 5.25%.

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 (MMS) correspondiente a octubre de 2013 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 manifestó su preocupación sobre la precisión de los pronósticos y las recomendaciones sobre la tasa de interés líder generadas por el Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), dado que en dos años dicho modelo había estado recomendando una política moderadamente restrictiva, y que de seguir dicha recomendación el año pasado, la tasa de interés líder hubiera podido alcanzar un nivel de 6.50%, mientras que la inflación de 3.45% se ubicó por debajo de la meta. Señaló la confusión que le generaba el criterio de los cuerpos técnicos, tomando en cuenta que el año pasado la inflación subyacente era fuente de preocupación, pudiendo estar impulsada por presiones inflacionarias derivadas de demanda agregada; sin embargo, consideró que este año dicha variable podría terminar en un valor por debajo de 3.0%. Manifestó que de acuerdo al precio actual y proyectado del precio del trigo y maíz se observaba que éstos habían bajado y dadas las expectativas de mejores cosechas los precios podrían bajar aún más. En cuanto al petróleo, indicó que los Estados Unidos de América, en el corto plazo, sería autosuficiente, por lo que visualizaba una moderación en su precio en el mediano plazo. Mencionó que en Guatemala el precio de las gasolinas había bajado 10.0%, lo cual afectaría la inflación de noviembre; además, según información del Ministerio de Agricultura habían cosechas récord en varios productos agrícolas que incidirían en menores precios y posiblemente no se daría el efecto fiambre; asimismo, expresó su preocupación sobre el hecho que tanto las exportaciones como las importaciones registraran crecimientos a los niveles más bajos de los últimos diez años. Manifestó su desacuerdo con algunos miembros del Comité de Ejecución quienes manifestaban que ven un mejor desempeño de los principales socios comerciales del país, dado que si se sumara el comercio exterior con Estados Unidos de América, El Salvador, México y la Unión Europea representaría el 70.0%, y la proyección del crecimiento económico de los Estados Unidos de América es de 1.6% y de El Salvador menor a 1.0%. En cuanto a las tasas de política, indicó que México redujo su tasa de política monetaria dada la revisión a la baja en su pronóstico de crecimiento y, en Europa, dicho pronóstico de tasa de política es de un valor negativo, por lo que no visualizaba ni crecimiento ni aumento de la demanda agregada, ni mucho menos presiones inflacionarias vía demanda externa e interna. Manifestando que, no obstante el buen desempeño de la actividad económica mensual que crecía 4.3% en el segundo trimestre del año, a su

criterio, parecía que el crecimiento sería de 3.0% al finalizar el año, y en su opinión, el país necesita un crecimiento económico más alto. En ese sentido, mencionó, tomar una decisión de bajar en 25 puntos básicos la tasa de interés líder consideraba que no pondría en riesgo el pronóstico de inflación ni en el corto ni en el mediano plazo; asimismo, se refirió a que las expectativas de los analistas privados para el siguiente año eran más bajas que las del año actual y que los precios de la división de gasto de alimentos y bebidas no alcohólicas se había venido desacelerando y que esperaba aún menores incidencias en el precio de la carne de pollo, huevos y carne de cerdo, aunado a las expectativas de buenas cosechas, especialmente en el maíz. Reiteró que tanto México como Chile decidieron bajar su tasa de interés de política monetaria, a diferencia de Brasil que ha sido el único país en subirla. Finalmente, agregó que dada la ausencia de presiones inflacionarias y en línea con la recomendación del Fondo Monetario Internacional de reducir la tasa de política monetaria únicamente si hay espacio, consideraba que dicho espacio existía dado que no habían expectativas de aumentos de demanda externa e interna y que el déficit fiscal podría ubicarse cerca de 2.0% del PIB; por tanto, su recomendación era reducir el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria.

Otro miembro de la Junta manifestó que la inflación observada y proyectada se encontraban por encima de la meta de inflación, por lo que, aunque su sugerencia debería ser un incremento en el nivel de la tasa de interés líder, no la recomendaría, ya que a su criterio lo ideal era mantenerla lo más estable posible, evitando variaciones que suelen generar distorsiones. Indicó que la tasa parámetro para 2014 sugeriría realizar incrementos al nivel de la tasa de interés líder, por lo que no sería viable reducir el nivel de la tasa de política en ese momento, ya que posteriormente habría necesidad de incrementar su nivel en 50 o 75 puntos básicos. Hizo énfasis en que el crecimiento económico de Guatemala entre 3.2% y 3.6% era viable, considerando el desempeño económico del principal socio comercial del país, por lo que resaltó que si los principales socios comerciales del país crecieran más, el país podría acelerar su crecimiento. Indicó que si el próximo año mejorara la situación de la economía estadounidense y el país mantuviera su estabilidad económica, podría registrarse un crecimiento más cercano a 4.0%. Agregó que no necesariamente una reducción en la tasa de interés líder sería el determinante para dicho crecimiento; por el contrario, una

aceleración de la inflación el año siguiente podría afectar las expectativas y requeriría incrementos en el nivel de la tasa de política, por lo que reiteró su apoyo a la recomendación del Comité de Ejecución de mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria.

Un miembro de la Junta indicó que el índice sintético de las variables indicativas registraba una caída importante y que pasó de sugerir una política moderadamente restrictiva a una política invariable. Con relación a las cifras de empleo formal, mencionó que se le daba mucha importancia al incremento en el número de cotizantes al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (IGSS), ya que a su criterio, dicho incremento no era una generación real de nuevo empleo sino que obedecía a que los empleadores fueron incentivados a cotizar al IGSS por razones tributarias. Indicó que el precio internacional del petróleo era estable y que los precios internacionales de maíz y trigo consistentemente habían presentado un comportamiento a la baja. En cuanto al efecto fiambre, manifestó que no habría impacto dado que las cosechas de algunos productos han sido buenas y, consecuentemente, no esperaba presiones inflacionarias por el lado de la demanda; por ello, consideraba que era el momento oportuno para reducir el nivel de la tasa de interés líder en 25 puntos básicos.

Otro miembro de la Junta mencionó que en discusiones anteriores sobre un incremento en el nivel de la tasa de interés líder de 25 puntos básicos, se buscó privilegiar los intereses del país, adoptando las medidas apropiadas con base en la coyuntura de ese momento, por lo que en aquella ocasión se indicó que cuando existiera un espacio para reducir el nivel de la tasa de interés líder se haría y sería una medida responsable. Con esa base, resaltó el comportamiento descendente del ritmo inflacionario total y subyacente, por lo que estimaba que había espacio para reducir dicha tasa en 25 puntos básicos, lo cual estaría dentro del marco de la prudencia.

Un miembro de la Junta indicó que en la reunión previa sobre la determinación del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria se discutió la posibilidad de un incremento en la siguiente reunión; sin embargo, dicha discusión se estaba ignorando y dada la sugerencia de algunos directores de reducir el nivel de dicha tasa, expresó su preocupación por el mensaje que se podría enviar, tomando en cuenta que el ritmo inflacionario se encontrara muy cerca del límite superior de la meta de inflación y que en diciembre se tendría el efecto aguinaldo, lo cual podría generar alguna

presión inflacionaria. Señaló que se debía tomar en cuenta que la inflación en Guatemala era más alta que la de sus socios comerciales y que si bien México y Chile habían reducido su tasa de interés de política, dicha reducción obedeció a que se observó una inflación más baja.

Otro miembro de la Junta manifestó que compartía la recomendación del Comité de Ejecución, aduciendo que algunos indicadores sugerían que habría que incrementar el nivel de dicha tasa de interés el próximo año, por lo que, reducirla en esa ocasión, podría interrumpir la tendencia a la baja de la inflación, lo cual discreparía con las recomendaciones de algunos organismos internacionales.

Por su parte, un miembro de la Junta manifestó que, a su criterio, una reducción en el nivel de la tasa de interés líder lograría el objetivo de anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos, dado que en la última encuesta disponible los analistas privados opinaban que el año siguiente la inflación sería más baja que la del año corriente. Indicó que subir o bajar el nivel de la tasa de interés líder en 25 puntos básicos no tendría un efecto real en la economía debido a la débil tracción de la política monetaria y, si lo tuviera, sería con un rezago de entre 6 y 8 meses, según lo indicaban los cuerpos técnicos. Por tanto, en el presente año el efecto no sería significativo pero se estaría enviando el mensaje de que la Junta Monetaria no prevé presiones inflacionarias en el mediano plazo.

Otro miembro de la Junta mencionó que el ritmo inflacionario fue 4.21%, valor que se encontraba por encima de la meta establecida y que el pronóstico para fin de año de 4.95% estaba muy cerca del límite de la referida meta, por lo que no tenía sentido reducir la tasa de interés líder. Señaló que en varias ocasiones se discutió acerca de la competitividad del país, pero reducir la tasa de interés líder podría llevar la inflación por arriba de 5.0% cuando en los Estados Unidos de América la inflación era de 1.5%, lo cual causaría una pérdida de competitividad, sobre todo cuando se ha manifestado que para que el país sea competitivo debería buscarse que el nivel de inflación se ubicara en 3.0%, como lo indicaba el estudio del doctor Edwards. Por ello, dijo que no consideraba que bajar 25 puntos básicos tuviera un gran impacto en la actividad económica, por lo que compartía la recomendación del Comité de Ejecución.

Un miembro de la Junta manifestó que aún faltaba una sesión para finalizar el año en la cual se revisaría la tasa de interés líder, por lo que consideraba que lo más

prudente en ese momento era mantener el nivel de la tasa líder y, de continuar la tendencia de la inflación y de los pronósticos para 2014 hacia la baja, entonces habría espacio para reducir en 25 puntos básicos la tasa de interés líder en la última sesión.

Otro miembro de la Junta manifestó que el Banco Central estaba tratando de mantener consistencia entre los objetivos y los instrumentos de la política monetaria; en ese sentido, desde hacía mucho tiempo se había estado explicando que el MMS era un indicador más dentro de todos los indicadores que formaban parte del balance de riesgos de inflación, por lo que no sería el único al que se le debería poner atención; de hecho, el propósito del MMS es pronosticar una tasa de interés consistente con la inflación de mediano plazo y no con la inflación actual, por lo que el dato observado de 4.21% ya no era el relevante para propósitos de política monetaria. Con relación a la existencia de algún espacio monetario, indicó que ese espacio no se podía medir con los elementos señalados, porque la teoría define que para determinar los espacios monetarios se debía considerar la dominancia fiscal, la dominancia financiera, la dominancia externa y el tamaño del sector financiero, por lo que el espacio monetario no se definía exclusivamente por un indicador sino habría que evaluar el conjunto de indicadores. Señaló que el anclaje de las expectativas estaba relacionado con la credibilidad que los agentes económicos tengan del Banco Central y que se debía hacer un esfuerzo continuo para incrementar dicha credibilidad. Mencionó que los niveles de liquidez continuaban siendo abundantes, lo que tendría la potencialidad de convertirse en una presión inflacionaria y de cambiar algunas condiciones dentro de los elementos señalados para medir la disponibilidad de espacios presupuestarios. Asimismo, indicó que si bien para algunas personas las percepciones respecto al desempeño económico mundial eran negativas, lo que presentaba el Balance de Riesgos era muy evidente en cuanto a que los Estados Unidos de América crecería 1.6% en 2013 y 2.6% en 2014, y la Zona del Euro pasaría de un crecimiento negativo de 0.4% en 2013 a uno positivo de 0.9% para 2014; es decir, las estimaciones de crecimiento económico por parte de los organismos internacionales para el próximo año son mejores que las del presente año y, con esa base, se estimaba que también habría una mejora en el crecimiento económico de Guatemala, el cual si bien era deseable un mayor crecimiento, era evidente que el crecimiento deseable no es aquel que proviene exclusivamente de la mejora en el

sector externo sino aquel que pueda sustentarse en factores internos los cuales aún son insuficientes en diferentes áreas. Manifestó que sería deseable que la inflación se ubicara en 4.0% al finalizar el año y que continuara con esa tendencia, no asociado a factores exógenos estrictamente sino a mejoras en la estructura económica del país. Señaló que el tema de la política fiscal, desde la perspectiva de los técnicos, pese a que el déficit fiscal pareciera estar en niveles razonables y consistentes macroeconómicamente generaba incertidumbre en los agentes económicos, lo cual podría afectar las expectativas de inflación del próximo año. Dicha incertidumbre se asociaba a temas como el presupuesto para 2014 que puede tener repercusiones sobre la credibilidad del sector público para atender sus compromisos para el funcionamiento del Estado o para el pago de su deuda, en adición a otros temas como la no aprobación de las fuentes de financiamiento prevista para este año. Se refirió a que la expansión que venía registrando el crédito bancario al sector privado requería prestarle atención, ya que registraba un crecimiento de 16.0% y podría generar distorsiones no sólo en el ámbito financiero, sino también en las expectativas de los agentes económicos, los cuales podrían tomar riesgos que posteriormente podrían resultar en proyectos insostenibles con diferentes niveles de tasas de interés; no obstante ello, reconoció que la inflación podría cerrar el año dentro del rango meta fijado por la Junta Monetaria, y por tanto, su recomendación era de continuar con el nivel actual de la tasa de interés líder, para no hacer movimientos que pudieran afectar no sólo las condiciones del sistema financiero sino también las expectativas de los agentes económicos.

Un miembro de la Junta manifestó que debe haber consistencia en las decisiones de la autoridad monetaria, considerando que la inflación es un fenómeno monetario en el largo plazo, que no existe un *trade off* entre inflación y empleo, dado que el empleo puede alcanzar su tasa natural sin importar el nivel de inflación que exista y la regla de Taylor establece que la tasa de interés parámetro debiera estar siempre levemente por arriba de la tasa de inflación. Indicó que el crecimiento económico en el país estaba por encima del registrado el año previo aunado con tasas de interés con tendencia a la baja, lo cual podría inducir a un mayor consumo que generaría presiones inflacionarias. En adición, los pronósticos y las expectativas de inflación aún se encontraban cerca del límite superior del rango meta, por lo que una

decisión implicaba tomar en cuenta todos esos elementos. Con relación al tema cambiario, indicó que de momento no se anticipaba cambios significativos en el comportamiento del tipo de cambio nominal, por lo que se esperaba que continuara reflejando su comportamiento estacional, dado el anuncio de que no se retirarían aun los estímulos monetarios por parte del gobierno de los Estados Unidos de América, por lo que los flujos de capital no deberían ser alterados.

Otro miembro de la Junta manifestó que, la última vez que se había incrementado el nivel de la tasa de interés líder, uno de los elementos discutidos fue la incertidumbre sobre la política fiscal; en ese sentido, señaló que ahora se tenía mucha más certeza sobre el cierre de las finanzas públicas en 2013, dado que independientemente de que el Congreso de la República aprobara los préstamos, la política fiscal ya había realizado el ajuste, observándose tres meses consecutivos de fuerte contracción en el nivel de gasto debido a la caída en la recaudación de los impuestos al comercio exterior y a la ausencia de la fuente de financiamiento prevista a partir de agosto para cubrir pagos de deuda externa e interna. Reiteró que la política fiscal estaba siendo sumamente contractiva y que un déficit fiscal de 1.8% del PIB no lo consideraba como un logro de política, sino como un estrangulamiento de la economía real, debido a que se estaba castigando la inversión pública. En ese sentido, con una política fiscal que estaba siendo contractiva no habría ninguna presión de oferta ni mucho menos de demanda, por lo que estimaba que había un espacio para reducir la tasa de interés líder.

Otro miembro de la Junta insistió en que reducir el nivel de la tasa de interés líder representaría un alto riesgo, tomando en cuenta que en abril, cuando la tasa líder fue incrementada en 25 puntos básicos, el ritmo inflacionario era de 4.13%, por lo que no sería congruente pretender reducir el nivel de dicha tasa si el ritmo inflacionario estaba en 4.21%, por lo que lo más conveniente era mantenerla en su nivel actual.

Un miembro de la Junta manifestó que tenía claridad en el objetivo fundamental del Banco Central, aunque resaltó que el país debería tener una política fiscal que junto con la política monetaria lograra una política económica que permitiera coadyuvar al crecimiento económico y generar un mayor nivel de empleo. En ese sentido, consideraba que existía espacio para reducir el nivel de la tasa de interés líder en 25

puntos básicos. Señaló que le preocupaba que México hubiera reducido su tasa de interés de política monetaria, aun cuando dicho país estuviera enfrentando una contracción en su crecimiento económico debido a su alta dependencia con la economía estadounidense, lo cual también en determinado momento podría afectar a Guatemala, aunque con la diferencia de que el país tiene más diversificación en el destino de sus exportaciones.

Otro miembro de la Junta manifestó que, a su criterio, la política monetaria es más un arte que una ciencia, el arte implicaría intuición y percepción; en ese sentido, consideraba que la sugerencia de bajar la tasa de interés líder en 25 puntos básicos era apropiada y acertada, ya que no contradecía el compromiso firme de la Junta Monetaria de anclar las expectativas de inflación y de mantener una inflación baja y estable en el mediano y largo plazos; es decir, reducir el nivel de la tasa de interés líder no eliminaba el esfuerzo realizado a través de los años, sino más bien se enviaba una señal a los agentes económicos que no se prevén presiones inflacionarias en el corto y mediano plazos que pudieran desestabilizar el crecimiento ordenado de la economía; por ello, apoyaba la propuesta de reducir la tasa de interés líder en 25 puntos básicos.

3. Luego de exponerse los argumentos para determinar el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, la Junta Monetaria decidió, por mayoría, reducir el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria en 25 puntos básicos, de 5.25% a 5.00%. 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 REDUCE EN 25 PUNTOS BÁSICOS LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA

La Junta Monetaria, en su sesión celebrada hoy, decidió reducir el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 25 puntos básicos de 5.25% a 5.00%, con base en el análisis integral de la coyuntura externa e interna, luego de haber conocido el Balance de Riesgos de Inflación.

La Junta Monetaria, en el ámbito externo, consideró que el desempeño de la economía mundial sigue evidenciando que el proceso de recuperación económica continúa, aunque a un ritmo moderado y con riesgos a la baja. Asimismo, tomó en cuenta que el precio internacional del petróleo se ha venido estabilizando y que los precios internacionales del maíz y del trigo muestran una tendencia a la baja.

La Junta Monetaria, en el ámbito interno, destacó que la actividad económica evoluciona conforme a lo estimado, lo cual se refleja en el comportamiento de los indicadores de corto plazo como el PIB trimestral, el IMAE, las remesas familiares y el crédito bancario al sector privado, lo cual ocurre en un contexto en el que no vislumbra presiones inflacionarias significativas. En efecto, el ritmo inflacionario siguió mostrando una tendencia a la baja debido, principalmente, a la moderación del precio de los alimentos y se ubicó a septiembre en 4.21%, dentro de la meta de inflación de mediano plazo de 4.0% +/- 1 punto porcentual y anticipó que dicha situación podría mantenerse en el horizonte de política monetaria relevante.

La 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, a efecto de adoptar las acciones oportunas que eviten que la trayectoria de la inflación se aleje de la meta de mediano plazo, con el propósito de fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación de los agentes económicos.

Guatemala, 30 de octubre de 2013

*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](http://www.banguat.gob.gt)).*