

# BANCO DE GUATEMALA



**RESUMEN CIRCUNSTANCIADO DE LO ACTUADO POR LA JUNTA  
MONETARIA CON MOTIVO DE LA EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA  
MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2015 Y  
PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2016**

Guatemala, enero de 2016

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 el resumen de lo actuado por la Junta Monetaria, con motivo de la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2015, y Perspectivas Económicas para 2016, contenida en resoluciones JM-119-2015 y JM-120-2015 del 16 de diciembre de 2015.

## **I. EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2015**

A. En oficio del 14 de diciembre de 2015, el Presidente en funciones del Banco de Guatemala sometió a consideración de los señores miembros de la Junta Monetaria el documento “Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2015, y Perspectivas Económicas para 2016”, elaborado por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, con el propósito que, conforme se establece en los artículos 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala y 26 inciso a) de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, se procediera a evaluar la referida política.

B. En sesión número 48-2015, celebrada por la Junta Monetaria el 16 de diciembre de 2015, la autoridad monetaria conoció el referido documento. En la misma, el Gerente Económico del Banco de Guatemala presentó los principales aspectos analíticos y evaluativos de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2015 y Perspectivas Económicas para 2016.

C. Derivado de la exposición del Gerente Económico, los miembros de la Junta Monetaria consideraron pertinente analizar y discutir ampliamente lo relativo a los fundamentos, las tendencias y los aspectos relevantes contenidos en el referido

informe, a efecto de identificar los principales eventos y resultados que incidieron en la conducción de la política monetaria, cambiaria y crediticia en 2015.

En ese contexto, un miembro de la Junta, manifestó su conformidad con la forma en que se ejecutó la política monetaria, cambiaria y crediticia en 2015, así como su satisfacción con el informe presentado por los departamentos técnicos, el que calificó como amplio y concreto. Acerca del informe, mencionó que veía con preocupación el modesto ritmo de recuperación de las economías avanzadas, el cual era menor a lo proyectado con anterioridad, asociado, en parte, a la débil demanda externa y a la desaceleración de la demanda interna en esas economías, particularmente, por el bajo crecimiento de la inversión. Asimismo, señaló que seguían privando los riesgos a la baja en el crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, las cuales han venido desacelerándose desde hace cinco años. Ante dicho escenario, sugirió evaluar la incidencia que tendría en la actividad económica del país el comportamiento de dichas economías.

Otro miembro de la Junta se refirió al proceso de normalización de la política monetaria de Estados Unidos de América, ya que dicho proceso ha generado cierto grado de volatilidad e incertidumbre en los mercados financieros internacionales.

Al respecto, los departamentos técnicos señalaron que, aun cuando existió consenso de que dicho proceso sería gradual y ordenado, la FED había venido retrasando el inicio del mismo hasta diciembre. Mencionaron que, a criterio del FMI, la FED no debería apresurarse a incrementar su tasa de política monetaria, a menos que se vislumbraran presiones inflacionarias relevantes. Dicho organismo sugirió que la FED contaba con suficiente margen de maniobra dado que, aunque el empleo se recuperó más rápido de lo esperado, aún no se visualizaban presiones inflacionarias, internas o externas, que pudieran elevar la inflación en el mediano plazo al nivel objetivo de 2.0%. Los departamentos técnicos mencionaron que el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés), anticipó que consideraba apropiado elevar el rango objetivo de la tasa de fondos federales, lo cual reforzó las expectativas de que ese proceso iniciaría en diciembre. Adicionalmente, indicaron que dicho punto de vista es coincidente con las expectativas de los miembros de la Reserva Federal acerca de que los cambios no serían de magnitud considerable, en un contexto donde dicha tasa se mantendrá relativamente baja, lo cual, resaltaron, ha permitido que el mercado haya anticipado dichos incrementos.

En relación al crecimiento económico interno, un miembro de la Junta indicó que en 2015 la economía guatemalteca evidenció un mejor desempeño, ya que el PIB real habría crecido, preliminarmente, 4.1%, nivel que era mayor al PIB potencial (3.5%), lo que incidió en que las expectativas sobre el desempeño de la actividad económica se mantuvieran favorables, a pesar de la crisis institucional del Gobierno Central. No obstante, indicó que a su criterio las proyecciones de crecimiento del PIB para 2016 de entre 3.1% y 3.9% eran muy conservadoras, tomando en cuenta que en 2016 se continuaría observando un menor nivel en los precios internacionales de las materias primas, especialmente para el petróleo, lo que incidiría en una reducción en el precio de los combustibles y de la energía eléctrica. Dicha situación, generaría una mayor disponibilidad de recursos para el consumo interno, debido, en parte, al crecimiento de las remesas familiares (aunque en menor medida que en 2015) y al impulso de la demanda externa, especialmente de las exportaciones, reflejo del dinamismo en el crecimiento económico de Estados Unidos de América.

En relación al cuestionamiento del crecimiento económico de Guatemala proyectado para 2016, los departamentos técnicos aludieron, por una parte, que el dinamismo de la actividad económica se refleja en el comportamiento de los diferentes indicadores de corto plazo como el IMAE, el PIB trimestral, las remesas familiares, los salarios y el crédito bancario al sector privado, especialmente el destinado al consumo; por lo que las proyecciones de crecimiento anticipan que el PIB se ubicaría en un rango de entre 3.1% y 3.9%, proyección que también es congruente con la de otros entes internacionales. Indicaron que se prevé que la demanda interna estaría siendo impulsada, por una parte, por la evolución positiva del consumo privado, asociado al crecimiento en las remesas familiares, a las remuneraciones de los hogares y a la estabilidad esperada en el nivel general de precios y, por la otra, debido a la recuperación esperada en el gasto de consumo del gobierno general. En cuanto a la demanda externa, mencionaron que las exportaciones de bienes y servicios registrarían un crecimiento asociado al incremento esperado en la demanda de productos nacionales por parte de los principales socios comerciales del país, así como a la exploración y la apertura de nuevos mercados para los productos agropecuarios e industriales.

En cuanto al análisis de la inflación, un miembro de la Junta se refirió a que el ritmo inflacionario en 2015 continuó reflejando la desaceleración iniciada desde

noviembre de 2014, ubicándola la mayor parte del año por debajo del límite inferior del margen de tolerancia de la meta de inflación (4.0% +/- 1 punto porcentual), resultado que obedecía en buena parte al efecto positivo del choque de oferta externo asociado a los bajos precios internacionales del petróleo y sus derivados. Por otra parte, resaltó que en la medida que se desvanezca el referido choque de oferta, podría hacerse evidente el incremento en la inflación de alimentos, el cual se mantuvo, en promedio, en alrededor de 9.0% en 2015. Por lo anterior, concluyó que las presiones desinflacionarias de origen externo se comenzarán a moderar gradualmente en 2016, por lo que, en un escenario en el que los precios de las materias primas ejercen cada vez menos influencia, resulta lógico asumir que la inflación total se estaría ubicando en niveles cercanos al valor puntual de la meta de inflación para el próximo año.

Otro miembro de la Junta expresó su satisfacción por los resultados económicos que se han alcanzado y reconoció el trabajo realizado por los cuerpos técnicos y Autoridades del Banco Central por el análisis vertido en la presentación de conclusiones y recomendaciones. Señaló que la inflación y el crecimiento económico son contrastantes, porque cuando un país comienza a crecer sobre su potencial inmediatamente hay que contenerlo para que no se sobrecaliente la economía y surja la inflación. No obstante, indicó que en Guatemala se observó un crecimiento económico robusto para 2015, el cual se ubicará en 4.1%, y por otra parte, un nivel inflación dentro de la meta de inflación propuesta. Por lo tanto, consideraba que se había logrado un anclaje adecuado de las expectativas de inflación, reflejando la credibilidad y efectividad de las decisiones de la Junta Monetaria y de la política monetaria en general.

Un miembro de la Junta enfatizó que las decisiones de política monetaria adoptadas en 2015 por dicho cuerpo colegiado fueron coherentes y consistentes, y estuvieron basadas en el comportamiento de la inflación y en sus expectativas, así como en las perspectivas económicas del entorno externo e interno. Señaló que la Junta Monetaria debe de continuar siendo prudente en sus actuaciones y reaccionar anticipadamente cuando haya evidencia de claras presiones que comprometan el cumplimiento del objetivo fundamental del Banco Central.

Luego de haberse expuesto y discutido los argumentos y observaciones respecto del contenido de la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia

a Noviembre de 2015, la Junta Monetaria dio por evaluado el contenido de la misma y emitió la resolución JM-119-2015 del 16 de diciembre de 2015.

## **II. REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA**

A. Derivado de la exposición del Gerente Económico y de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, los miembros de la Junta Monetaria consideraron pertinente analizar y discutir la revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a efecto de generar los elementos de juicio que permitieran la elaboración de la resolución que daría lugar a las modificaciones que se realizarían a dicha política, que por mandato constitucional y legal corresponde a la autoridad monetaria.

Un miembro de la Junta, mencionó que la evolución del tipo de cambio nominal de Guatemala en 2015, congruente con el esquema de metas explícitas de inflación, respondió fundamentalmente a la interacción entre la oferta y demanda de divisas en el mercado cambiario. En ese sentido, inquirió acerca de las razones por las que se consideraba que existía espacio para ampliar el margen de fluctuación establecido en la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario de 0.70% a 0.75%.

Al respecto, otro miembro de la Junta indicó que desde 2005 se adoptó un mecanismo de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario que se ha venido flexibilizando de manera gradual, incorporando una regla objetiva con parámetros de participación claros y precisos que permitan moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia. Mencionó que el uso de la regla cambiaria en el mediano plazo podría irse eliminando en la medida en que la conducción de política minimice la necesidad de participaciones del banco central en el mercado cambiario y que los agentes económicos comprendan los beneficios de una inflación baja y estable en un entorno de credibilidad del banco central. Por tanto, argumentó que compartía la propuesta de ampliar la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario de 0.70% a 0.75%, dejando sin cambios el resto de las condiciones y características de dicha regla.

Un miembro de la Junta comentó acerca del comportamiento a la apreciación que ha registrado la moneda nacional con respecto al dólar estadounidense durante 2015, tendencia que no se había pretendido cambiar, toda vez que no es ese el

propósito de la autoridad monetaria al participar en el mercado cambiario. Sin embargo, mostró su preocupación por el efecto que el tipo de cambio nominal podría tener en la competitividad de algunos productos de exportación. De esa cuenta, sugirió que se evaluara la incidencia que podría tener la tendencia a la apreciación en el tipo de cambio.

La discusión sobre el tema concluyó con la reflexión de los departamentos técnicos acerca de la importancia de la flexibilidad cambiaria, ya que es considerada un elemento necesario para el logro del objetivo fundamental de los bancos centrales de mantener una inflación moderada. En ese sentido, indicaron que un tipo de cambio nominal flexible se constituye en una variable de ajuste frente a los diferentes choques que enfrenta la economía, lo que permite moderar la volatilidad en otras variables como el producto, el empleo y la inflación. Se refirieron a que las principales ventajas de mantener un régimen de tipo de cambio flexible estaban asociadas, entre otros factores, a facilitar el ajuste de la economía ante choques reales, a prevenir desalineamientos pronunciados en el tipo de cambio nominal (alzas o caídas desmedidas), a evitar un ajuste más costoso en términos de variabilidad del producto y a desincentivar movimientos de capitales especulativos. Los departamentos técnicos afirmaron que dicha flexibilidad hace que la tasa de interés de política monetaria sea un instrumento independiente para el cumplimiento de la meta de inflación. En adición, los departamentos técnicos mencionaron que un tipo de cambio nominal flexible contribuye a mantener la estabilidad financiera, mediante la disminución de los incentivos en la toma excesiva de riesgos cambiarios por parte de los agentes económicos. En lo referente a la regla cambiaria, recordaron que la misma está basada en objetivos claros y transparentes, lo cual ha permitido que proporcione una orientación clara a los agentes económicos sobre las actuaciones del Banco Central en el mercado cambiario. Enfatizaron que la participación en el mercado cambiario mediante una regla debe ser simétrica, transparente y comprensible a los mercados, características que definen a la actual regla cambiaria utilizada en el país. Asimismo, indicaron que la flexibilidad cambiaria significa que la autoridad monetaria no debe estimular tendencias del tipo de cambio nominal que favorezcan a determinado sector económico.

En cuanto al tema de la revisión de la meta de inflación, un miembro de la Junta recordó que en 2013 la Junta Monetaria determinó la meta de inflación de mediano plazo (de 4.0% +/- 1 punto porcentual), la cual perseguía la materialización del proceso

de convergencia de la inflación a dicha meta, mediante un anclaje efectivo de las expectativas de inflación de los agentes económicos. No obstante, indicó que derivado de la drástica reducción en 2015 de los precios internacionales del petróleo y sus derivados respecto del año anterior, y el impacto que ha tenido en la inflación del país, se debió plantear la reducción de la meta de inflación de mediano plazo determinada por la Junta Monetaria, ya que en su oportunidad el consultor Sebastián Edwards habrían indicado que la meta de inflación de largo plazo para Guatemala debería ser de 3.0%.

De conformidad con lo expuesto, los departamentos técnicos consideraron algunos elementos relevantes, previo a evaluar la posibilidad de modificar la meta de inflación de mediano plazo. En tal sentido, mencionaron que desde 2005 a la fecha, la incidencia promedio de la inflación interna sobre la inflación total se ubicó en alrededor de 4 puntos porcentuales, mientras que la incidencia promedio de la inflación importada ha sido de aproximadamente 1.5 puntos porcentuales (derivada de choques externos), por lo cual la meta de inflación establecida es congruente con el comportamiento histórico de la misma. Mencionaron que el valor central de la meta de inflación en Guatemala toma en cuenta las características de una economía pequeña y abierta como la nuestra, por tanto, es usual que dicho valor sea mayor a las metas establecidas por los bancos centrales de economías avanzadas y emergentes, cuyas metas se encuentran entre 2.0% a 3.0%. No obstante, señalaron que el Banco de Guatemala eligió el citado valor central para la meta, porque una tasa de inflación superior difícilmente sería considerada como un nivel consistente con la premisa de estabilidad en el nivel general de precios, incluso, podría dañar las condiciones de crecimiento económico de mediano y largo plazos. Por otra parte, los departamentos técnicos indicaron que una tasa de inflación de mediano plazo por debajo de 4.0% también conllevaría costos; al menos por tres razones: la primera, se podría inducir una pérdida de producto y empleo ante choques negativos, debido a la rigidez a la baja que suelen mostrar los precios, influidos por las prácticas de reajuste con base en la inflación pasada. La segunda, porque en la mayoría de países, la variación del IPC podría estar sobrestimando la inflación que realmente afecta al consumidor, dado que el cálculo de este índice no registra plenamente cambios en la calidad de los productos, así como tampoco captura la sustitución entre bienes o el cambio de los puntos de compra, por parte de los consumidores, los cuales efectivamente suceden cuando se modifican los



precios relativos; y la tercera, se asociaba a que uno de los costos temporales relevantes es lo que se denominada razón de sacrificio; es decir, la reducción temporal en el nivel de producción que una economía debe aceptar mientras aplica una política monetaria restrictiva, orientada a reducir permanentemente la tasa de inflación. Además, una tasa de inflación demasiado baja puede impedir la reducción de ciertos precios y salarios reales, si existe rigidez de precios y salarios nominales, y tal reducción de precios y salarios reales, puede ser requerida en determinadas condiciones.

Respecto a la revisión de la meta de inflación, otro miembro de la Junta señaló que, a su criterio, los principales aspectos del análisis elaborado por los departamentos técnicos destaca el hecho de que se requieren cambios estructurales para considerar una meta de inflación menor, resaltando un mayor apoyo de la política fiscal, mejora en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, mayor desarrollo del mercado secundario, mejor anclaje de las expectativas de inflación y evidencia más concreta de que la persistencia inflacionaria se ha reducido, lo que se reflejaría en condiciones inflacionarias más moderadas respecto de niveles históricos. En ese sentido, manifestó estar de acuerdo con la propuesta de no modificar la meta de inflación establecida.

Con respecto a la revisión de la ponderación del Índice Sintético de Variables Indicativas un miembro de la Junta señaló tener algunas dudas en cuanto a los cambios propuestos a la política monetaria, cambiaria y crediticia para 2016, particularmente en lo relativo al cambio en la ponderación del Índice Sintético de Variables Indicativas. En ese sentido, solicitó a los departamentos técnicos una explicación más amplia de las perspectivas que se tienen a futuro sobre la tendencia del índice, con relación a los sesgos, hacia arriba o hacia abajo, que pudieran ocasionarse con dichos cambios de ponderación.

Un miembro de la Junta manifestó, que a su criterio, la revisión del índice sintético de las variables indicativas que se propuso es resultado del esfuerzo que han venido realizando los departamentos técnicos del Banco Central por contar con más herramientas analíticas que aporten y complementen el análisis de las otras variables a las cuales se les da seguimiento, dicha revisión consiste en una actualización del peso relativo de cada variable indicativa en dicho índice con base en un análisis de correlación de cada variable con la inflación observada. Por esa razón, apoyaba la recomendación de los departamentos técnicos acerca de la actualización en los pesos relativos de las variables indicativas de dicho índice.

Por su parte, los departamentos técnicos, complementando lo enunciado por el miembro de la Junta Monetaria, recordaron que el índice sintético es un indicador que evalúa de manera integrada, la orientación de política monetaria sugerida por un conjunto de variables indicativas, tomando en consideración la importancia relativa de cada variable en el proceso de toma de decisiones. En ese sentido, dado que el coeficiente de correlación entre el ritmo inflacionario observado y las variables indicativas puede cambiar en el tiempo, se incorporó la última información disponible a efecto de evaluar si los pesos relativos de las referidas variables debieran ser ajustadas para 2016. Para el efecto, se evaluaron los coeficientes de correlación, los cuales sugerían que los pesos relativos de las variables indicativas se ajustaran, aunque de manera moderada, a fin de que el índice sintético mejorara su poder informativo. Además, recordaron que el propósito de presentar dicha revisión era por razones de transparencia, dado que se desea perfeccionar dicho índice a efecto de que mejore su poder informativo en beneficio del Balance de Riesgos de Inflación que elabora el Banco Central.

Varios miembros de la Junta Monetaria estuvieron de acuerdo con la calendarización para 2016 de las sesiones para la revisión de la tasa de interés líder de política monetaria. Consideraron que el calendario propuesto responde a las buenas prácticas internacionales de la mayoría de bancos centrales, es decir, realizar revisiones por lo menos ocho veces en el año. Asimismo, resaltaron que es necesario tener un plazo adecuado para disponer de información relevante, por lo que el calendario de sesiones para la revisión de la tasa de interés líder se ajustaba para los efectos del análisis de las variables, tanto internas como externas.

Luego de haberse expuesto los argumentos y observaciones respecto del contenido de la revisión de política, monetaria, cambiaria y crediticia, los directores de la Junta Monetaria estuvieron de acuerdo en atender las recomendaciones de los cuerpos técnicos en cuanto al calendario de reuniones para la toma de decisión de la tasa de interés líder de la política monetaria, cambiaria y crediticia; la actualización de las ponderaciones del conjunto de variables indicativas del índice sintético de variables indicativas; la ampliación en el margen de fluctuación de la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario; y la revisión de la meta de inflación. Los miembros de la Junta Monetaria, también concluyeron que la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente con las modificaciones aprobadas, contenía los

instrumentos y las medidas que la hacían coherente con un esquema de metas explícitas de inflación, el cual consiste en fundamentar la política monetaria en la elección de la meta de inflación como ancla nominal de dicha política, basada en un régimen de tipo cambio flexible, en la realización de las operaciones de estabilización monetaria privilegiando las decisiones del mercado, así como en el perfeccionamiento de la transparencia de las actuaciones del Banco Central, todo lo cual permite seguir consolidando la estabilidad y la confianza en las principales variables macroeconómicas y financieras. En ese sentido, la Junta Monetaria procedió a aprobar las modificaciones de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, para cuyo efecto emitió la resolución JM-120-2015 del 16 de diciembre de 2015, la cual entró en vigencia a partir del 1 de enero de 2016.