

# 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 2014 Y  
PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA 2015**

Guatemala, enero de 2015

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 2014 y Perspectivas Económicas para 2015, contenida en resoluciones JM-132-2014 y JM-133-2014 del 17 de diciembre de 2014.

## **I. EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2014**

A. En oficio del 15 de diciembre de 2014, el Presidente 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 2014, y Perspectivas Económicas para 2015”, 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 51-2014, celebrada por la Junta Monetaria el 17 de diciembre de 2014, 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 2014 y Perspectivas Económicas para 2015.

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 2014.

En ese contexto, un miembro de la Junta, manifestó su conformidad con la forma en que ha venido ejecutándose la política monetaria y sus resultados; así como su satisfacción con el informe presentado, el cual calificó como amplio. No obstante, hizo referencia a que le llamaba la atención el importante aumento que han tenido los activos de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América (FED), cuyo balance con datos al mes de octubre alcanzaba los US\$4.5 trillones; sobre el particular, hizo notar que le parecía extraño que un aumento de esa magnitud todavía no hubiera afectado la inflación de ese país y que, en su opinión, podría existir el riesgo de que al momento que se registre una recuperación más sólida de la economía estadounidense, dicha variable pudiera salirse de control. De igual manera, señaló que el referido crecimiento en la hoja de balance de la FED puede incidir en la magnitud y velocidad de la normalización de la política monetaria de los Estados Unidos de América, por lo que el ajuste en la tasa de fondos federales podría no ser tan moderado, como la mayoría de analistas económicos internacionales considera.

En lo que se refiere a la inquietud relativa a la magnitud y velocidad de la normalización de la política monetaria de los Estados Unidos de América, los departamentos técnicos señalaron que efectivamente el pronunciado crecimiento de los activos de la FED tiene que normalizarse; en efecto, utilizando el análisis de la agencia proveedora de información financiera multinacional S&P Capital IQ, este señala tres posibles escenarios para que se de el proceso de disminución hasta lograr que la hoja de balance de la FED alcance un tamaño “normal”; un primer escenario pasivo, que implicaría que la FED mantenga los títulos que ha comprado hasta su vencimiento; un segundo intermedio en el cual la FED empezaría a vender antes del vencimiento parte de sus tenencias, en cuyo caso la reducción ocurriría en 2018; y un tercero más agresivo, que significaría reducir la tenencia en 2016. Sobre el particular, mencionaron, que las proyecciones del Banco de Guatemala contemplan el escenario intermedio, dado que las expectativas de ocurrencia mayormente recaen en ese escenario, con el cual coincidían otros importantes bancos de inversión. En lo que respecta a al normalización de la política monetaria estadounidense, indicaron que coinciden con las expectativas de los miembros de la Reserva Federal de que la tasa de interés

objetivo podría ir cambiando a partir del segundo semestre de 2015 y que dichos cambios no serían de magnitud considerable, por lo que dicha tasa se mantendrá relativamente baja.

En cuanto al tema del crecimiento económico de Guatemala, otro de los miembros de la Junta indicó que 2014 ha sido un buen año para la economía guatemalteca. No obstante, a su parecer las proyecciones de crecimiento del PIB para 2015 eran bastante conservadoras (entre 3.5% y 4.1%), tomando en cuenta que en 2015, entre otros factores, la disminución en los precios internacionales de las materias primas, especialmente del petróleo, reducirían el costo de los combustibles y de la energía eléctrica, por lo que habría una mayor disponibilidad de recursos para el consumo interno y un impulso adicional a la demanda de otros productos; así como un crecimiento más sólido de los Estados Unidos de América y, por ende, mejora de la demanda por exportaciones y mantenimiento del dinamismo de las remesas familiares.

Con respecto al cuestionamiento del crecimiento económico de Guatemala proyectado para 2015, los departamentos técnicos aludieron, en primera instancia, que si bien el crecimiento de Estados Unidos de América se estaría acelerando de 2.2% a 3.1%, hay que considerar que las industrias extractivas registraron un importante incremento en 2014, por lo que en 2015, a pesar de mantener su dinamismo, el crecimiento no sería tan acelerado; en segundo lugar, el desempleo en los Estados Unidos de América y su evolución, tiene una estrecha relación con las remesas familiares en Guatemala, las cuales se prevé un crecimiento de 8.5% para 2014; no obstante, para 2015 se tiene estimado un crecimiento menor de 7.5%, dado que el desempleo en ese país, aunque seguiría disminuyendo, no lo haría a la velocidad de los últimos dieciocho meses, lo cual se evidencia en la revisión que hizo el Comité de Operaciones de Mercado Abierto, que para 2015 estima una tasa de desempleo de entre 5.2% y 5.3%, por lo que no podría estimarse que las remesas familiares que recibe Guatemala puedan crecer a una tasa de dos dígitos. Adicionalmente, los departamentos técnicos indicaron que las estimaciones de crecimiento económico del Banco de Guatemala están en línea con la previsión del comercio mundial para el año entrante, que el FMI estima que crecería 5% en 2015; así como que no se prevén incrementos significativos en los precios de los principales productos de exportación. Finalmente, señalaron que la tasa de crecimiento estimada es comparable a las estimaciones de algunos de los principales organismos

internacionales, como la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), que prevé que la economía guatemalteca en 2015 crecerá 4.0%.

Otro miembro de la Junta requirió mayor información con respecto a la estimación de las importaciones para 2015, las cual registrarían un incremento superior a los US\$1,000.0 millones. De forma específica, requirió más información en lo relativo al peso de los combustibles y si en dicha estimación se tiene prevista alguna baja en los valores de los combustibles a importarse durante 2015.

Otro miembro de la Junta se sumó a los comentarios sobre el tema de la importación de combustibles, señalando que algunos importadores de combustible están vendiendo diésel en el sur de México, por lo que ya no estaría registrándose contrabando de diésel de México a Guatemala, lo cual incrementará el volumen de la demanda de combustibles en el país.

En lo referente a la solicitud de ampliar la información relativa a las proyecciones de crecimiento de las importaciones para 2015, los departamentos técnicos informaron que en términos de valor se ha estimado un crecimiento de bienes de consumo por aproximadamente US\$300.0 millones, combustibles y lubricantes por US\$206.8 millones, materias primas y productos intermedios por US\$350.0 millones, maquinaria y equipo por US\$218.6 millones y materiales de construcción por US\$27.6 millones. En cuanto al volumen importado de combustibles señalaron que se había tomado en cuenta que en 2014 se ha observado un crecimiento considerable de un 15.7%, al comparar el período de enero a octubre de este año con similar período de 2013. En ese sentido, hicieron hincapié en que, a pesar de la baja en los precios internacionales de los combustibles, no se proyecta una disminución importante en términos de valor, dado que se espera un aumento en términos de volumen, en lo cual tiene una incidencia significativa, por ejemplo, el incremento del parque vehicular en Guatemala en los últimos años. Adicionalmente, resaltaron que en el escenario incluido de la balanza de pagos el comportamiento de las importaciones ya está descontada la prevalencia de precios más bajos, asumiendo que el precio promedio del barril de petróleo se situará en alrededor de los US\$70.00. Asimismo, hicieron referencia a que en el informe de política se presenta el valor central de crecimiento de dicho rubro, al cual se le aplica un margen de 2.6 puntos porcentuales (+/-1.3 puntos porcentuales); con ello, el límite inferior considera los riesgos a la baja en el precio, mientras que el límite superior considera los riesgos al alza.

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 2014, la Junta Monetaria dio por evaluado el contenido de la misma y emitió la resolución JM-132-2014 del 17 de diciembre de 2014.

## **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 Monetaria, en cuanto a la propuesta de acumulación adicional de reservas monetarias internacionales, solicitó mayor información respecto de costos de la referida acumulación; así como, que se explicara cómo esas reservas monetarias internacionales adicionales podrían afectar el tipo de cambio.

Con relación a la propuesta de acumulación de reservas monetarias internacionales adicionales prevista para 2015, un miembro de la Junta comentó que el quetzal ha venido apreciándose con respecto al dólar estadounidense, tendencia que no se ha pretendido cambiar, toda vez que no es ese el propósito de la Autoridad Monetaria al participar en el mercado cambiario; no obstante, señaló que el referido comportamiento a la apreciación otorga espacio para acumular algún nivel adicional de reservas monetarias internacionales, lo que con sus respectivos costos, como lo tiene cualquier proceso de monetización, debe ser tomado en cuenta, tanto en el análisis del comportamiento del mercado cambiario como en la programación monetaria misma, es decir, vigilar que no hayan presiones inflacionarias que demanden la esterilización de los recursos que se estarían inyectando a la economía, derivado de las posibles participaciones que pudiera tener el Banco Central para acumular dichas reservas. Esta medida de política cambiaria, indicó, es una facultad que tiene la Autoridad Monetaria y es una práctica generalizada de los bancos centrales, a manera de referencia mencionó varios casos, como el de Chile, que en su oportunidad lanzó un programa de acumulación de reservas; el de Colombia que cuenta con un sistema de opciones; y el de

México, que también tiene un mecanismo de opciones de participación muy similar al de Colombia. Asimismo, hizo referencia a que la acumulación adicional de US\$400.0 millones de reservas ha sido estimada tomando en cuenta las operaciones de deuda programadas por el Gobierno Central para 2015; sin embargo, señaló que en la formulación de un programa de acumulación de reservas se considerarían las condiciones cambiarias y monetarias, con el propósito de aprovechar el momento en que el mercado este presentando una tendencia a la apreciación, para que el efecto en la economía sea positivo. Adicionalmente, indicó que hay consenso que podría darse un alza en las tasas de interés objetivo de los Estados Unidos de América en el segundo semestre de 2015, por lo tanto, sería ese el momento en que el Banco Central debe estar más blindado ante la posibilidad de una fuga de capitales.

De conformidad con lo expuesto, un miembro de la Junta solicitó ahondar en cómo ha evolucionado la regla para la participación del Banco Central en el mercado cambiario, tomando en cuenta que en diciembre de 2013, con efectos a partir del presente año, la regla cambiaria fue ampliada en 0.05%; que en dicha oportunidad se discutió la posibilidad de que la ampliación fuese mayor, y que, sin embargo, la recomendación de los departamentos técnicos para 2015 es no modificarla, es decir mantenerla en 0.70%.

Otro miembro de la Junta, con relación a la inquietud manifestada por conocer más acerca de la evolución de la regla de participación del Banco Central en el mercado cambiario, recordó que, de acuerdo con lo expuesto, en esta oportunidad no se estaba proponiendo modificar el margen de participación (establecido en 0.70%), toda vez que ahora, como en 2008 cuando no se conocía cuál sería la profundidad de la crisis económica y financiera mundial, tampoco se podía precisar la intensidad y magnitud de la normalización de la política monetaria de las economías avanzadas, en particular de los Estados Unidos de América; sin embargo, indicó, que en la propuesta si se está anticipando que podría haber un cambio en la política monetaria de los Estados Unidos de América, lo cual, de hecho, ya está teniendo algunas implicaciones en varias de las economías con mercados financieros más integrados al mercado internacional. Ante dichas circunstancias, y tomando en cuenta las recomendaciones de la teoría económica, principalmente para países que tienen esquemas de metas explícitas de inflación, como lo es el caso de Guatemala, dentro del planteamiento de la política monetaria del país para 2015 se mantiene una postura conservadora, sin llegar a niveles de flexibilidad mayores, para no poner en riesgo la estabilidad cambiaria. En ese

sentido, argumentó, algunos podrían considerar la conveniencia de ampliar el margen de participación a un 0.75% o incluso a un 0.80%; no obstante, en esta ocasión se ha considerado que lo más prudente es mantener el margen actual, dado que, ante el grado de incertidumbre prevaleciente, no se tiene certeza sobre la magnitud del flujo de salida de capitales que podría originarse ante el cambio previsto en la política monetaria de los Estados Unidos de América, y que, en determinado momento, podría afectar el comportamiento del tipo de cambio.

En cuanto al tema de la regla de participación del Banco Central en el mercado de divisas, otro miembro de la Junta, expresó su satisfacción en cuanto al manejo y resultados que ha tenido dicha participación; reafirmando que, efectivamente en ningún momento se debe pretender variar la tendencia del tipo de cambio, ya que este debe ser fijado por el propio mercado, con base en la oferta y la demanda; sin embargo, indicó que considera que hay momentos en que pudiera ser necesaria una mayor participación del Banco Central.

En lo referente a la pregunta relacionada con la regla cambiaria, los departamentos técnicos 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. Dicha regla es totalmente simétrica, lo cual brinda un mensaje a los agentes económicos con respecto a la neutralidad de la participación del Banco Central, ello se ha traducido en un incremento de la oferta de divisas en los episodios en que el tipo de cambio nominal ha experimentado tendencia hacia la depreciación y también un aumento en la demanda de divisas en aquellos en los que el tipo de cambio muestra una tendencia a la apreciación, sin que ello implique, como ya se ha argumentado, que se pretenda cambiar la tendencia del tipo de cambio, sino únicamente moderar su volatilidad. En ese sentido, en congruencia con el esquema de metas explícitas de inflación, indicaron que la regla ha venido evolucionando con tendencia a una mayor flexibilidad. En 2008, los márgenes de la regla cambiaria eran de 0.50%; en 2009 se aumentaron a 0.75%, pero dados los efectos de la crisis financiera internacional que creó un ambiente de alta incertidumbre, ese margen estuvo vigente entre enero y agosto de 2009; de septiembre a finales de 2009 se redujo nuevamente a 0.50%, nivel que estuvo vigente hasta finales de 2010; en 2011 y 2012 funcionó con un margen de 0.60%; mientras que en 2013 se elevó a 0.65%; hasta llegar en 2014 a 0.70%, nivel en el que se encuentra actualmente.

Otro de los miembros de la Junta, señaló tener algunas dudas en cuanto a los cambios propuestos a la política monetaria, cambiaria y crediticia para 2015, particularmente en lo relativo al cambio en la ponderación del Índice Sintético de Variables Indicativas y a la adición de variables informativas (tasa de interés neutral e índice de condiciones monetarias). 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.

Con respecto a la adición al monitoreo de la tasa de interés neutral y del índice de condiciones monetarias un miembro de la Junta consideró conveniente recordar que se debía tener presente que esas son variables informativas, a las cuales se les da seguimiento para hacer el planteamiento del balance de riesgos, por lo que son enfoques adicionales que complementan la información del mismo, dado que permiten incorporar elementos adicionales de análisis que mejoran la comprensión de los principales mecanismos de transmisión de la política monetaria y de la postura de la referida postura.

Por su parte, los departamentos técnicos, complementando lo enunciado por el miembro de la Junta Monetaria, recordaron que hay dos tipos de variables que se utilizan para el análisis de la política monetaria; las variables indicativas, son aquellas que se incluyen en el balance de riesgos de inflación y que están directamente involucradas en la toma de decisiones de política monetaria, como lo son las proyecciones del ritmo inflacionario subyacente, el ritmo inflacionario total, las expectativas de inflación, la tasa que recomiendan los modelos macroeconómicos y la tasa de interés parámetro; por su parte, las variables informativas son aquellas que brindan orientación respecto de cuál es la postura de política monetaria. En ese sentido, mencionaron, que para la propuesta de política monetaria de 2015 se han revisado las ponderaciones que dentro de la construcción del índice sintético tienen el conjunto de variables indicativas, con el propósito fundamental de que cumplan adecuadamente con su objetivo de orientar las decisiones de tasa de interés de política; en otras palabras, afirmaron, lo que se pretende es mejorar el poder explicativo que cada una de las variables tiene en la inflación. De acuerdo con esta visión integral, aunque el cambio es imperceptible, se está proponiendo hacer los ajustes necesarios por motivos de transparencia. En lo que corresponde a la adición de variables informativas, señalaron que la tasa de interés neutral brinda información acerca de la postura que debe mantener la política monetaria y

sirve para comparar el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria vigente con una tasa de interés neutral, como su propio nombre lo indica; es decir, aquella tasa de interés que está básicamente en equilibrio, en donde no hay presiones inflacionarias o desinflacionarias; por lo tanto, la tasa de interés líder debería ser muy parecida a la tasa de interés neutral. Indicaron también que como el cálculo de dicha tasa está basado en variables no observables, se utilizan varios métodos y que el promedio de los mismos determina el valor de la misma y que, tomando en cuenta un margen de tolerancia o margen de error, orienta sobre cuál es la postura de la política monetaria; por ejemplo, explicaron, si la tasa de interés líder fuese mayor que la neutral, como es el caso actual, se estaría en presencia de una política acomodaticia, ello en un sentido estricto, sin considerar el margen de tolerancia; sin embargo, con dicho margen, que en un primer umbral se ha fijado en 0.5% y en un segundo umbral adicional de 0.5%, la política monetaria se encuentra en la parte neutral, dentro del primer umbral, con alguna tendencia hacia una política monetaria acomodaticia, y mientras no rebase el segundo umbral no es totalmente acomodaticia; Por su parte, recalcaron que en el índice de condiciones monetarias se utiliza la combinación del tipo de cambio, tanto real como nominal, con la tasa de interés de política, que brinda información sobre la forma como están operando los canales de transmisión de la política monetaria, dado que la tasa de interés y el tipo de cambio tiene incidencia en la demanda agregada.

Un miembro de la Junta se refirió al calendario propuesto para las revisiones de la tasa de interés líder de política monetaria. Sobre el particular, indicó que en su opinión era un poco amplio el espacio de tiempo que había entre la última revisión de noviembre de 2014 y la primera de febrero de 2015, por lo que solicitó una explicación al respecto.

Un miembro de la Junta, en cuanto a la inquietud manifestada con respecto a la calendarización para 2015 de las sesiones para hacer revisión de la tasa de interés líder de política monetaria, consideró conveniente comentar que la mayoría de bancos centrales hacen sus revisiones por lo menos ocho veces en el año, al igual que lo hace la Junta Monetaria; asimismo, señaló que en los últimos tres años se ha efectuado la última revisión del año el 28, el 27 y el 26 de noviembre, respectivamente, tomando en cuenta que hasta esa fecha se tiene la información que permite proyectar el dato observado de inflación y un pronóstico de cierre de fin de año. Seguidamente, mencionó que luego de dicha revisión la Junta Monetaria discute la evaluación del año de la política monetaria, cambiaria y crediticia en general y, por

lo tanto, de la estimación de cierre de diciembre con un mayor nivel de certeza. Adicionalmente, recordó que el dato observado final de la inflación es revelado por el Instituto Nacional de Estadística en la primera semana de enero, mientras que el primer dato del año, o sea el de enero, es dado a conocer en la primera semana de febrero, con dicha información ya se tienen datos significativos para incorporarlos al balance de riesgos, así como la información de otras variables relevantes.

A la pregunta relacionada con la calendarización de las sesiones de revisión de tasa de interés líder de política monetaria se agregaron los comentarios de los departamentos técnicos, que indicaron que en adición a los elementos enunciados, se tiene el reporte de Consensus Forecast, la única fuente que efectúa una actualización mensual de los pronósticos y que contiene información clave que se incorporan en el balance de riesgos, pero dicho reporte se empieza a suministrar alrededor del 15 de cada mes, por lo que realizar las reuniones de decisión de tasa sin esa información sería una limitante importante, dado que contiene los pronósticos de los 50 expertos más famosos a nivel mundial de la economía norteamericana, de las economías emergentes, de la Eurozona y de los precios del petróleo. Asimismo, resaltaron que es necesario contar con un plazo adecuado para hacer el corrimiento de los Modelos Estructural y Semiestructural, por lo que los calendarios de sesiones para la revisión de la tasa de interés líder han sido ajustados en los últimos años de manera que permitan encajar las fechas de los reportes nacionales con los reportes internacionales base.

Luego de amplias deliberaciones, los directores de la Junta Monetaria estuvieron de acuerdo en atender las recomendaciones de los cuerpos técnicos en cuanto al calendario de para la discusión de la tasa de interés líder de la política monetaria, cambiaria y crediticia, a la actualización de las ponderaciones del conjunto de variables indicativas del Índice Sintético de Variables Indicativas, a la adición como variables informativas de los indicadores de tasa de interés neutral y de índice de condiciones monetarias, así como a lo relacionado con la facultad al Banco de Guatemala para que mediante participaciones en el mercado cambiario pueda acumular reservas monetarias internacionales.

Luego de haberse expuesto los argumentos y observaciones respecto del contenido de la revisión de política, monetaria, cambiaria y crediticia, se arribó a la conclusión de 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-133-2014 del 17 de diciembre de 2014, la cual entró en vigencia el 1 de enero de 2015.