

BANCO DE GUATEMALA



**RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA
MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 35-2008,
CELEBRADA EL 20 DE AGOSTO DE 2008, PARA
DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER
DE LA POLÍTICA MONETARIA**

Guatemala, 11 septiembre de 2008

RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 35-2008, CELEBRADA EL 20 DE AGOSTO DE 2008, PARA DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA.

La Junta Monetaria en resolución JM-211-2007, del 27 de diciembre de 2007, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008, la cual, entre otros aspectos, incluye medidas para fortalecer la transparencia y la rendición de cuentas del Banco de Guatemala. En ese sentido, en lo relativo a la rendición de cuentas, en la referida resolución se establece que el Banco Central, además de cumplir con la elaboración de los diferentes informes y publicaciones que de conformidad con lo dispuesto en su ley orgánica debe realizar, dé a conocer al público, por una parte, el diseño y orientación de la política monetaria y, por la otra, las acciones tomadas para la ejecución de dicha política para el logro del objetivo fundamental del Banco Central, cual es la estabilidad en el nivel general de precios. Asimismo, a efecto de generar certeza en los agentes económicos en la toma de sus decisiones, en el anexo 2 de la citada resolución se presenta el calendario para 2008 de las sesiones en las que la Junta Monetaria tomará decisión respecto de la tasa de interés líder de política monetaria. En ese contexto, a continuación se presenta un resumen de los argumentos que la Junta Monetaria tomó en cuenta, el 20 de agosto de 2008, para fijar su posición respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria.

1. En sesión 35-2008 celebrada por la Junta Monetaria el 20 de agosto de 2008, la Presidenta del Banco de Guatemala y de la Junta Monetaria presentó el análisis efectuado por el Comité de Ejecución en su sesión 41-2008 del 14 de agosto de 2008¹, 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 elementos que componen el balance de

¹ Un detalle más amplio del análisis efectuado por el Comité de Ejecución puede consultarse en el Acta No.41-2008 correspondiente a la sesión del 14 de agosto de 2008, publicada en el sitio Web del Banco de Guatemala (www.banguat.gob.gt).

riesgos de inflación, el tercer corrimiento en 2008 del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, así como el comportamiento de las variables indicativas de la política monetaria, concluyeron que el balance de riesgos de inflación en esta ocasión continúa siendo complejo, prevaleciendo los factores que sugieren restringir las condiciones monetarias (aceleración de la inflación observada, aumento de la inflación subyacente dinámica, incremento de los pronósticos de inflación, así como de las expectativas). No obstante, indicaron que recientemente se han reducido los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, por lo que se esperaba que comenzaran a moderarse las expectativas de inflación y los efectos provenientes de los choques externos. Derivado de lo anterior, consideraron prudente, en esta oportunidad, sugerir al Comité una pausa en las medidas de política monetaria. Sobre esa base, el Comité deliberó acerca del contenido de las mismas, con el objeto de presentar a Junta Monetaria los elementos de análisis, así como las reflexiones y conclusiones que pudieran ser útiles en la decisión respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, programada para el 20 de agosto del presente año. La Presidenta indicó que el Comité manifestó preocupación por el resultado de la inflación a julio de 2008, debido a la tendencia al alza que se ha venido registrando. Se destacó que la inflación de julio de 2008 fue superior al promedio de las inflaciones de julio de los últimos ocho años. No obstante, el Comité consideró positivo el hecho de que dicha inflación intermensual se desacelerara en julio respecto de los tres meses previos. Tal situación, aunada a la desaceleración reciente de los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, podría propiciar una moderación en las expectativas de inflación de los agentes económicos y una desaceleración del ritmo inflacionario en agosto. Asimismo, se destacó que el ritmo inflacionario total a julio (14.16%), aunque registró un aumento de 0.60 puntos porcentuales respecto del mes anterior, éste fue menor que los incrementos de los tres meses previos que fueron mayores a un punto porcentual. Por su parte, el ritmo de la inflación subyacente dinámica se situó en julio de 2008 en 9.43%, nivel que, dado el comportamiento reciente en los principales agregados monetarios, estaría evidenciando, fundamentalmente, un aumento en las expectativas de inflación de

los agentes económicos. Sobre el particular, el Comité manifestó que la política monetaria tiene un papel importante para moderar dichas expectativas por medio de medidas adicionales, pero también es importante determinar si habrían efectos favorables en las referidas expectativas que se derivarían de la reciente contención de choques externos. Indicó que en el Comité se destacó que las expectativas de inflación del panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en julio, indican que el ritmo inflacionario total para finales de 2008 y de 2009 estaría situándose en 12.42% y 9.29%, respectivamente. Se destacó que aun cuando ambas proyecciones se encuentran por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada para cada uno de los referidos años, la proyección para finales de 2008 aumentó menos que los meses previos, mientras que para 2009 disminuyó respecto del mes anterior. Tal situación podría ser indicativa de que las expectativas de inflación empiezan a moderarse. Al respecto, al efectuarse un análisis prospectivo del comportamiento de la inflación, se indicó que las proyecciones del ritmo inflacionario total para finales de 2008 provenientes del promedio aritmético de los dos modelos econométricos que se vienen utilizando, apuntan a un ritmo inflacionario de 11.66%, por arriba de la meta de inflación determinada por la autoridad monetaria para el presente año (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales). Para finales de 2009 se proyecta un ritmo inflacionario total de 8.54%, porcentaje que se sitúa también por arriba de la meta de inflación determinada para dicho año. Asimismo, conforme el tercer corrimiento en 2008 del Modelo Macroeconómico Semiestructural, se pronostica un ritmo inflacionario para finales de 2008 de 11.90%, mientras que para finales de 2009 el pronóstico es de 7.59%, ambos por arriba del límite superior de las metas de inflación determinadas para cada uno de esos años y que supone, además, una política monetaria activa en el resto de 2008. Por último, aunque la variación interanual tanto de los medios de pago, como del crédito bancario al sector privado continúa reflejando una tendencia decreciente, la liquidez primaria se encuentra por arriba del límite superior del corredor programado y pasó de sugerir una política monetaria relajada a aconsejar que la misma fuera restrictiva. En el Comité se hizo énfasis en que al comparar el segundo corrimiento con el tercer corrimiento del Modelo

Macroeconómico Semiestructural, se evidenciaba un incremento en el pronóstico de inflación para 2009, por lo que dicha variable pasó de sugerir una política monetaria moderadamente restrictiva a aconsejar que la misma sea restrictiva. Por otra parte, la Presidenta informó que el Comité también analizó los riesgos del entorno en que actualmente se ejecuta la política monetaria. En cuanto a los riesgos asociados al entorno externo, se destacó que, a nivel mundial, aunque se mantiene la preocupación por la desaceleración económica y su duración, así como por el deterioro de los mercados financieros internacionales, la inflación, a juicio de varios expertos, ha surgido como una importante amenaza, dado su comportamiento creciente en el presente año. En efecto, según una entrevista realizada a cinco premios Nobel de Economía, éstos advierten sobre el peligro que representa la inflación. En ese sentido, el panorama mundial continúa complejo y con un alto grado de incertidumbre, por lo que las recomendaciones de esos expertos para las economías en desarrollo, en general, se centran en los aspectos siguientes: a) restringir la política monetaria; b) elevar la productividad; c) aumentar la eficiencia energética; y, d) diversificar las exportaciones. En el contexto descrito, en el ámbito de la política monetaria, los bancos centrales, en general, han mantenido una política monetaria activa con el propósito de moderar las expectativas de inflación y contrarrestar los efectos de segunda vuelta. En efecto, en las últimas semanas, Chile, México y Costa Rica han ajustado sus tasas de interés de política monetaria. En el caso de Chile, el incremento acumulado entre diciembre y agosto es de 150 puntos básicos, mientras que México exhibe un aumento de 75 puntos básicos, en cambio Costa Rica entre junio y agosto ajustó 200 puntos básicos lo que da como resultado un incremento acumulado de 400 puntos básicos.

En cuanto a las condiciones internas, la Presidenta informó que en el Comité se indicó que la ejecución de las finanzas públicas, de acuerdo con cifras preliminares a julio de 2008, registró un superávit de Q1,364.2 millones, equivalente a 0.5% del PIB (déficit de Q973.0 millones a julio de 2007, equivalente a 0.4% del PIB). Sobre el particular, se hizo énfasis en los aspectos siguientes: a)

que el superávit registrado a julio, obedeció tanto a un menor gasto público en relación a igual período de 2007 como a mayores niveles de recaudación tributaria; b) que los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala, netos de desembolsos de deuda externa se situaron, en promedio, en el primer trimestre de 2008, en alrededor de Q385.0 millones por debajo de lo programado, mientras que entre el 1 de abril y el 13 de agosto, se ubicaron en promedio en Q34.4 millones por arriba de lo programado; y, c) que en julio de 2008, los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala se redujeron en alrededor de Q1,300.0 millones, como resultado del pago, tanto del Bono 14 como de vencimientos de Bonos del Tesoro por un monto de alrededor de Q650.0 millones. Por otra parte, en el Comité se mencionó que el tipo de cambio nominal, aunque ha registrado algunos episodios de volatilidad, en lo que ha transcurrido del presente año ha sido congruente con su estacionalidad. Se resaltó que el comportamiento del tipo de cambio nominal hacia la apreciación hasta el 13 de agosto de 2008, se explica por su estacionalidad, así como por un incremento en el ingreso de divisas por exportaciones, por remesas familiares y por flujos de capital privado de largo plazo. En el Comité se subrayó que en el esquema de metas explícitas de inflación, el solo hecho de que las proyecciones de inflación se ubiquen consistentemente por arriba de las metas, es motivo para sugerir un incremento en la tasa de interés de política monetaria. Sin embargo, se resaltó que en el entorno complejo en el que actualmente se desempeña la política monetaria, dicha decisión suele ser resultado de un análisis integral. En ese contexto, en el Comité se manifestó que un análisis integral de variables e indicadores macroeconómicos indicaba que era importante tomar en cuenta tanto los elementos que aconsejaban restringir las condiciones monetarias como aquellos elementos que recomendaban mantenerlas invariables. En lo que corresponde a los factores que aconsejaban restringir, se citaron los siguientes: a) Que los pronósticos de inflación tanto de los métodos econométricos como los provenientes del tercer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), se ubican por arriba de la meta para 2008 y para 2009; b) Que las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados se ubican por arriba de la meta de inflación tanto para 2008 como para 2009; y c) Que la liquidez

primaria se encuentra por arriba del límite superior del corredor programado, situación que refleja la tendencia al alza en los recursos líquidos disponibles de las entidades bancarias. En lo que concierne a los factores que recomendaban mantener invariables las condiciones monetarias, se mencionaron los siguientes: a) Que aun cuando la orientación de las variables indicativas sigue inclinándose hacia la conveniencia de restringir la política monetaria, la variación interanual del crédito bancario al sector privado y de los medios de pago ha venido desacelerándose y se ubica por debajo del límite inferior de los respectivos corredores; b) Que a julio de 2008, las finanzas públicas registraron un superávit de Q1,364.2 millones, equivalente a 0.5% del PIB; y, c) Que los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo se han reducido recientemente, aunque aún permanecen en valores por arriba de los registrados el año anterior, lo que, por una parte, podría contribuir a moderar el ritmo inflacionario total en agosto y, por la otra, inducir a una moderación en las expectativas de inflación.

La Presidenta indicó que como resultado de la discusión y análisis, en el seno del Comité hubo consenso en recomendar a la Junta Monetaria, en esta oportunidad, hacer una pausa en la medidas de política monetaria, manteniendo invariable el nivel de la tasa de interés líder en 7.25%. Asimismo, el Comité destacó la importancia de observar la evolución del balance de riesgos de inflación a efecto de establecer sus cambios y orientación en el próximo mes, por lo que resultaba importante darle un seguimiento estrecho a las principales variables e indicadores macroeconómicos, tanto internos como externos, siendo particularmente relevante monitorear las expectativas de inflación, los pronósticos de inflación y la inflación observada, ya que de mantenerse en niveles elevados, en opinión del Comité, podría requerirse de ajustes graduales y sucesivos en los próximos meses en la tasa de interés líder.

2. Con base en la exposición del análisis del Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, basado en los elementos que componen el balance de riesgos de inflación, el tercer corrimiento en 2008 del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), así como el comportamiento de las variables indicativas de

la política monetaria, 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.

Al respecto, un miembro de la Junta indicó que la tasa activa promedio ponderado de la última semana registró un incremento de 0.09 puntos porcentuales respecto de la semana anterior, resaltando que este es el aumento semanal más elevado observado en dicha tasa durante el transcurso del año; asimismo, manifestó que la tasa pasiva promedio ponderado no presentó mayor variación en la semana, por lo que el margen de intermediación financiera se incrementó a 0.34 puntos porcentuales respecto del nivel observado al 27 de diciembre de 2007. En ese sentido, considera que se debe profundizar en el análisis sobre la efectividad de la medida de incrementar la tasa de interés líder de la política monetaria.

Otro miembro de la Junta manifestó que ante una coyuntura internacional compleja con alto grado de incertidumbre, consideraba prudente y adecuada la recomendación de mantener invariable la tasa de interés líder de la política monetaria.

Un miembro de la Junta señaló que también comparte la recomendación del Comité, en el sentido que se haga una pausa en las medidas de política monetaria, sobre todo porque los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo podrían continuar hacia la baja.

Otro miembro de la Junta indicó que del informe del Comité era necesario resaltar dos aspectos. En principio, que la tasa de interés líder es negativa en términos reales y que su valor se encuentra por debajo de la mitad de la tasa de inflación; manifestó que este aspecto reduce la efectividad de las acciones de política monetaria. Como segundo aspecto, mencionó que la tasa de inflación persiste en dos dígitos, valor que considera elevado con respecto de su trayectoria histórica reciente. Sin embargo, felicitó al Comité de Ejecución por la recomendación de hacer una pausa en las medidas de política monetaria, pues es una especie de espera sujeta a lo que podría pasar en el futuro. No obstante, esta recomendación debería de revisarse a la luz del próximo dato de inflación, de la

evolución de los precios de los combustibles y de los alimentos y de las expectativas de crecimiento de la economía.

Un miembro de la Junta expresó estar de acuerdo con la recomendación del Comité. Sin embargo, indicó que previamente en la sesión de la Junta se mencionó que, como parte de la solución para afrontar tanto la desaceleración económica en los países en desarrollo, así como los riesgos inflacionarios, un grupo de economistas galardonados con el premio Nobel recomendaban: i) restringir la política monetaria; ii) elevar la productividad; iii) aumentar la eficiencia energética; y, iv) diversificar las exportaciones. Sin embargo, considera que una contracción monetaria conduce a una apreciación del tipo de cambio, por lo que considera difícil aumentar la productividad y diversificar las exportaciones en un escenario donde prevalecen elevadas tasas de interés, inflación de dos dígitos y altos costos de las materias primas; manifestó que estas medidas solo conducen al cierre de empresas y a generar desempleo. Por otra parte, señaló que difiere con la recomendación de utilizar la expresión “una pausa”, debido a que la misma sugiere que se continuará restringiendo la política monetaria. Por lo tanto, si se registra una desaceleración de la inflación importada y una disminución de la tasa de inflación interna, la Junta debería de considerar una disminución de la tasa de interés líder. Además, señaló que en varias ocasiones un miembro de Junta ha solicitado una revisión de la ponderación otorgada a las diferentes variables indicativas que integran el índice sintético, porque desde que él está en Junta, el porcentaje de las variables que sugieren una restricción de la política monetaria siempre ha superado al porcentaje de variables que sugieren relajar la referida política. Manifestó como ejemplo la toma de decisión en discusión, en donde, por una parte, se está sugiriendo mantener invariable la tasa de interés líder mientras que, por otra parte, el porcentaje de variables indicativas que sugieren restringir la política monetaria es mayor al registrado el mes anterior, cuando dicha tasa se elevó en 50 puntos básicos, lo cual denotaba una inconsistencia.

Otro miembro de la Junta señaló que está de acuerdo con mantener la tasa de interés líder invariable. Por otra parte, agregó que en un esquema de metas explícitas de inflación, la tasa de interés líder es el principal instrumento de política

monetaria. Asimismo, indicó que de conformidad al postulado conocido como la “Trinidad Imposible de la Macroeconomía Abierta”, una economía pequeña y abierta con libre movilidad de capitales no puede tener dos anclas nominales, por lo que no pueden coexistir metas de tipo de cambio con metas de inflación.

Otro miembro de la Junta señaló que, en efecto, a nivel agregado prevalece un exceso de liquidez en la economía. Sin embargo, indicó que dicho exceso se encuentra concentrado en los bancos grandes, mientras que los bancos más pequeños están afrontando problemas de iliquidez. Por otra parte, mencionó que estaba de acuerdo con la recomendación de mantener invariable la tasa de interés líder.

Por su parte, un miembro de la Junta señaló que en un esquema de metas explícitas de inflación, el propósito de la autoridad monetaria era anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos y que el comportamiento de los agregados monetarios era menos relevante en la determinación de la inflación. Expresó que de conformidad con los pronósticos de inflación y las expectativas de inflación, la economía requería de un ajuste en la tasa de interés líder. Sin embargo, en Junta Monetaria y en el Comité de Ejecución se hace un análisis integral del balance de riesgos de inflación, del entorno interno y externo, del corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural y del comportamiento de las variables indicativas, previo a tomar la decisión de política. Por lo tanto, el análisis integral sugiere prudencia. Por otra parte, señaló que si se moderan las expectativas inflacionarias y se desacelera la inflación, se debe considerar que el efecto de transmisión de los precios internacionales a los precios internos no es igual de inmediato como cuando los precios se incrementan; esto se puede ilustrar por el comportamiento de los combustibles, en donde la respuesta de los precios es más inelástica cuando los mismos van hacia la baja; por lo tanto, es necesario también esperar a que dicha disminución se traslade a los precios, previo a reducir la tasa líder. Indicó que en el caso del precio internacional del trigo, se ha observado que el mismo comenzó a disminuir desde marzo, pero que dicha tendencia todavía no se ha observado en los precios internos, aunque sí hubo alguna moderación en el precio del pan durante el último mes. En cuanto al tema

del tipo de cambio, señaló que el modelo macroeconómico incorpora tres canales de transmisión: el de demanda agregada, el de tipo de cambio y el de expectativas; sin embargo, cuando se analiza el comportamiento reciente del tipo de cambio y se analiza la balanza cambiaria y otras variables macroeconómicas, no puede concluirse que el comportamiento a la apreciación es atribuible a la política monetaria, porque no están ingresando al país flujos de capital de corto plazo, que es el efecto que se supone que debería de producirse cuando se incrementan los diferenciales entre las tasas de interés internas y externas.

3. Luego de haberse expuesto los argumentos y observaciones para determinar el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, la Junta Monetaria por unanimidad decidió mantener el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 7.25%. 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 MANTIENE INVARIABLE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA EN 7.25%

La Junta Monetaria, en su sesión celebrada el 20 de agosto de 2008, luego de conocer el Balance de Riesgos de Inflación, la orientación de las variables indicativas y los resultados del tercer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural para 2008, decidió mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria.

La Junta Monetaria, en su análisis, consideró que el balance de riesgos de inflación continúa complejo y que tanto la inflación observada como los pronósticos de inflación son elevados; no obstante, la Junta Monetaria destacó los siguientes elementos que mejoraron dicho balance con relación al mes anterior: a) Que los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo se han reducido recientemente, situación que podría implicar que iniciara una desaceleración del ritmo inflacionario total, induciendo además una moderación en las expectativas de inflación de mediano y largo plazos; b) Que la variación mensual del Índice de Precios al Consumidor en julio al situarse en 1.25%, fue inferior a la de los tres meses previos; c) Que a julio de 2008, las finanzas públicas continuaron registrando un superávit, ubicándose en Q1,364.2 millones, equivalente a 0.5% del PIB; y, d) Que la variación interanual del crédito bancario al sector privado y de los medios de pago ha venido desacelerándose y se ubica por debajo del límite inferior de los respectivos corredores.

Como resultado de la discusión y análisis, en el seno de la Junta Monetaria hubo consenso en hacer una pausa en las medidas de política monetaria, manteniendo invariable el nivel de la tasa de interés líder. Asimismo, la Junta Monetaria destacó la importancia de observar la evolución del balance de riesgos de inflación a efecto de establecer sus cambios y orientación en el próximo mes, siendo particularmente relevante monitorear las expectativas de inflación, los pronósticos de inflación y la inflación observada, a efecto de adoptar oportunamente los ajustes requeridos en la tasa de interés líder de la política monetaria.

Guatemala, 20 de agosto de 2008

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