

BANCO DE GUATEMALA



**RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA
MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 16-2012,
CELEBRADA EL 25 DE ABRIL 2012, PARA DETERMINAR
EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA
POLÍTICA MONETARIA**

Guatemala, 25 de mayo de 2012

RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 16-2012, CELEBRADA EL 25 DE ABRIL DE 2012, PARA DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA

1. En sesión 16-2012 celebrada por la Junta Monetaria el 25 de abril de 2012, el Presidente del Banco de Guatemala y de la Junta Monetaria presentó el análisis efectuado por el Comité de Ejecución en su sesión 19-2012 del 20 de abril de 2012¹, 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 abril de 2012 y el Balance de Riesgos de Inflación, se destacó que en el ámbito externo las Perspectivas de la Economía Mundial, presentadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en abril de 2012, mostraron un leve aumento en las proyecciones de crecimiento económico a nivel mundial tanto para 2012 como para 2013, respecto de las estimaciones realizadas que dicho ente efectuó en enero de 2012, lo cual era indicativo de que aunque prevalecía la incertidumbre acerca del desempeño económico mundial, ésta ha tendido a moderarse respecto de principios de año. Las citadas proyecciones reflejaron la mejora prevista para la mayoría de países y regiones, particularmente en los Estados Unidos de América, cuya actividad económica había evolucionado favorablemente en los últimos meses y se esperaba que creciera 2.1% en 2012 (1.8% previsto en enero); y en la Zona del Euro, en donde se esperaba que la contracción económica prevista para 2012 fuera de 0.3% y no de 0.5% como se estimó en enero, como resultado de la adopción de políticas más apropiadas en respuesta a la crisis de deuda soberana. Asimismo, se esperaba una leve mejoría en algunos países emergentes, como en el caso de América Latina, cuyo crecimiento económico se preveía en 3.7% (3.6% previsto en enero). Para 2013 también se observaba un incremento casi generalizado en las proyecciones de crecimiento económico para la mayor parte de países y regiones a nivel mundial, respecto de las previstas a principios de año. Los mercados financieros internacionales comenzaron a evidenciar

¹ El análisis efectuado por el Comité de Ejecución puede consultarse en el Acta No. 19-2012 correspondiente a la sesión del 20 de abril de 2012, publicada en el sitio Web del Banco de Guatemala (www.banguat.gob.gt).

nuevamente un incremento en la volatilidad de los principales índices accionarios, resultado de las preocupaciones que todavía persistían debido a la débil sostenibilidad fiscal de algunos países europeos (principalmente España e Italia) y por influencia ejercida por las expectativas menos favorables con relación al crecimiento de la República Popular China. Las referidas preocupaciones también se reflejaron en un incremento de los diferenciales del rendimiento de los bonos soberanos europeos, lo cual generó una presión adicional para la recolocación de deuda en los países de la Zona del Euro (recientemente España), dado que los inversionistas, aun cuando habían demandado ampliamente estos títulos, lo habían hecho con una percepción de mayor riesgo, reflejada en un aumento en el rendimiento solicitado. No obstante, aunque la mayor volatilidad en los mercados financieros constituyó un riesgo para el proceso de recuperación económica, particularmente en la Zona del Euro, no se evidenciaba un contagio del sector financiero al sector real, dado que algunos gobiernos de esa región habían adoptado programas integrales para mejorar la disciplina fiscal y cuyos resultados se traducirían en una salida de la recesión en 2012 hacia una modesta recuperación de la actividad económica en 2013. Los precios internacionales de las materias primas, particularmente el petróleo y el maíz, evidenciaron un aumento en las proyecciones para 2012 respecto de las previstas el mes anterior, resultado, en el caso del petróleo, de que aún se mantenían latentes las tensiones en algunos países de Oriente Medio, especialmente en Irán; y en el caso del maíz, se preveía una mayor demanda, ante mejores perspectivas económicas a nivel mundial, respecto de las existentes a inicios del año. Es importante destacar que los márgenes entre la oferta y demanda de las principales materias primas (petróleo, maíz y trigo) continuaban siendo estrechos, lo cual generaba mayor volatilidad en el precio de esas materias primas y ello a su vez condicionaba las perspectivas de precios para el mediano plazo. En el caso particular del precio de las gasolinas, aunque evidenció una leve reducción en el mes anterior, asociada a una disminución de los inventarios utilizados para suplir la demanda; continuaban latentes los riesgos por el incremento en los costos de refinamiento, debido a que el porcentaje de refinerías que continuaban inactivas era elevado (32.8% del total). El comportamiento de la inflación a nivel mundial, que venía mostrando una tendencia a la baja en la mayoría de países y regiones, parecía haberse detenido y, de acuerdo con las últimas estimaciones del

FMI, se esperaba que en 2012 la inflación fuera ligeramente superior a la proyectada anteriormente, debido principalmente al aumento en los precios de la energía y de los alimentos y, en menor medida, a un mejor desempeño de la actividad económica en algunos países con economías emergentes. Aun cuando los riesgos en el entorno internacional habían tendido a moderarse en las últimas semanas y parecía haber una leve mejoría en las perspectivas económicas, la incertidumbre se mantenía latente, situación que incidió en que muchos de los bancos centrales a nivel mundial suspendieran el relajamiento de su política monetaria e iniciaran una postura neutral, es decir, manteniendo el nivel de sus tasas de interés de política monetaria.

En el entorno interno, los departamentos técnicos señalaron que el índice mensual de la actividad económica a febrero de 2012 continuó una tendencia de crecimiento por encima de 3%, comportamiento que se consideraba congruente con la evolución que mostró la actividad económica en el cuarto trimestre de 2011 y con la estimación prevista para finales de 2012. Destacaron que el índice de confianza de la actividad económica alcanzó en marzo de 2012 un nivel de 80.77% (el nivel más alto en los últimos 5 años), situación que podría continuar favoreciendo el clima de negocios y sustentar las perspectivas positivas de crecimiento económico para el presente año. En cuanto al comercio exterior, los departamentos técnicos indicaron que las cifras observadas a febrero tanto de las exportaciones como de las importaciones se desaceleraron en términos de valor, en tanto que en términos de volumen se mantienen en línea con la proyección de cierre para 2012. Sobre las finanzas públicas manifestaron que el Ministerio de Finanzas Públicas previó que el déficit fiscal para el presente año se situaría en 2.4% del PIB, inferior al registrado en 2011 (2.8% del PIB) y al estimado en el presupuesto aprobado por el Congreso de la República (2.6% del PIB), que para finales de 2012 se esperaba un incremento en los ingresos tributarios de 6.7% y de 3.9% en los gastos totales y que cifras preliminares a marzo denotaban que los ingresos tributarios registraron una variación interanual de 6.1%, mientras que el gasto se contrajo en 5.2%, lo que dio como resultado un superávit fiscal equivalente a 0.2% del PIB. No obstante, señalaron que de conformidad con el programa monetario, la política fiscal fue expansiva al observarse una disminución en el saldo de los depósitos del gobierno en el Banco Central (ello como resultado de que en el periodo hubo amortizaciones netas de deuda pública).

Indicaron que la proyección econométrica del ritmo de inflación total para diciembre de 2012 (con datos de inflación observados a marzo) se situó en 5.23%, inferior a la prevista el mes anterior, mientras que la de 5.79% proyectada para diciembre de 2013 era superior a la proyección realizada en marzo; pero destacaron que en ambos casos dichos pronósticos estaban por encima del valor puntual de la meta de inflación establecida para dichos años (para 2012 dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación, pero para 2013 excedían el límite superior del margen de tolerancia). Asimismo, para los horizontes móviles a 12 y 24 meses (marzo de 2013 y de 2014), las proyecciones se ubicaban en 6.09% y en 5.82%, respectivamente. Sobre el particular, se subrayó que desde febrero del presente año, las proyecciones de inflación total tanto para 2013 como para 2014 habían mostrado un comportamiento creciente y aunque leve, evidenciaba que la perspectiva inflacionaria de mediano plazo había tendido a deteriorarse, lo cual desde un punto de vista prospectivo, tomando en cuenta los rezagos con los que opera la política monetaria, continuaba sugiriendo la necesidad de adoptar medidas de restricción monetaria en el corto plazo. Además, señalaron que el panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta de expectativas económicas realizada en marzo, aumentó sus proyecciones de inflación para diciembre de 2012, al ubicar el ritmo inflacionario en 6.09% (5.98%, en la encuesta de febrero), mientras que para 2013 el valor se situaba en 5.91% (5.94% en la encuesta de febrero) siempre por arriba del margen de tolerancia de la meta para dichos años, evidenciando la necesidad de continuar procurando un anclaje más sólido de las expectativas a niveles más bajos de inflación. Al respecto, resaltaron la importancia que tenían las decisiones de la autoridad monetaria para anclar las expectativas de inflación a la meta de mediano plazo mediante la adopción firme de medidas orientadas a fortalecer la credibilidad de dicha autoridad respecto de su compromiso con el objetivo de inflación de mediano plazo. En el caso de las proyecciones del ritmo inflacionario subyacente indicaron que para finales de 2012 y de 2013 se situaron en 4.56% y 5.00%, en su orden, niveles muy similares a los proyectados el mes previo (4.60% y 4.98%, respectivamente) y que continuaban por arriba del valor puntual de la meta de inflación, aunque dentro de los márgenes de tolerancia establecidos para dichos años. Para los horizontes móviles a 12 y 24 meses (marzo de 2013 y de 2014), los valores correspondientes se estimaron en 5.27% y en

5.02%, en su orden, por encima del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación. El corrimiento mecánico del MMS de abril presentó una trayectoria de inflación, hasta el primer trimestre de 2013, levemente por debajo de la observada en el corrimiento mecánico de marzo; sin embargo, a partir del segundo trimestre de 2013, dicha trayectoria de inflación era superior a la pronosticada el mes previo y estaba condicionada a que la tasa de interés líder de la política monetaria registrara un incremento de 50 puntos básicos entre el segundo y el cuarto trimestres de 2012, para contribuir a que la inflación se situara dentro de la meta de inflación de mediano plazo. Los departamentos técnicos también indicaron que el crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado total, al 12 de abril de 2012, registraba una tasa de variación interanual de 14.8% (11.5% en moneda nacional y 23.8% en moneda extranjera). Al respecto, se comentó que dicho dato estaba en línea con la proyección para finales de año y que era indicativo de que la demanda interna continuaba siendo dinámica. Adicionalmente, indicaron que el índice sintético de las variables indicativas se deterioró levemente respecto del valor registrado en marzo de 2012 pero continuaba recomendando adoptar una política monetaria moderadamente restrictiva. En resumen, los departamentos técnicos manifestaron que aún existían riesgos al alza de la inflación, que, en condiciones normales, sugerían restringir la política monetaria. Entre ellos destacan: a) los precios internacionales del petróleo y del maíz que para finales de 2012 evidenciaban un aumento respecto de las proyecciones del mes anterior; b) la mejora en las perspectivas económicas a nivel global que incidieron en un aumento de las proyecciones de inflación a nivel mundial, tanto para 2012 como para 2013; c) el aumento en el precio internacional de las gasolinas que podrían generar presiones inflacionarias adicionales, dado su impacto en el IPC de Guatemala y su potencial de generar efectos de segunda vuelta; d) las proyecciones del ritmo inflacionario total, que aunque podrían ubicarse dentro de la meta para 2012, continuaban por encima de la meta de inflación de mediano plazo; e) las expectativas de inflación que continuaban desancladas de las referidas metas de inflación de corto y de mediano plazos; f) el MMS que seguía sugiriendo un incremento en la tasa de interés líder de la política monetaria en los próximos trimestres, como una condición necesaria para alcanzar la meta de inflación de mediano plazo; y g) las variables indicativas que continuaban sugiriendo una política monetaria moderadamente

restrictiva. Indicaron también que la coyuntura internacional continuaba siendo incierta y contribuía a identificar algunos riesgos que podrían contrarrestar las presiones inflacionarias, particularmente, si se concretaba una desaceleración económica más profunda que la prevista para la economía de la República Popular China, así como la falta de una solución efectiva y definitiva a los problemas de sostenibilidad fiscal en Europa (especialmente en España e Italia); situación que, de poner en riesgo el proceso de recuperación económica mundial, reduciría las presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada. Por otra parte, destacaron que el aumento en los precios de la gasolina podría incidir negativamente en el ritmo de recuperación de la actividad económica de los Estados Unidos de América, con algunos efectos en el consumo de las familias, reduciendo la demanda de otros bienes y servicios; aunque se resaltó que lo más probable era que ese aspecto se constituyera, para el caso de las economías pequeñas y abiertas como Guatemala, en una fuente de presiones inflacionarias, dado que la evidencia histórica había demostrado que ante aumentos en los precios internacionales del petróleo y sus derivados los países avanzados eran afectados vía una reducción en el crecimiento económico, en tanto que los países emergentes y en desarrollo, en particular los importadores netos de petróleo, eran afectados vía una mayor inflación. Destacaron que en las condiciones actuales los espacios para una política monetaria acomodaticia eran muy limitados y que ello era consistente con lo que manifestó el Fondo Monetario Internacional durante su visita al país para llevar a cabo la Consulta del Artículo IV, en cuanto a que la política monetaria se había conducido adecuadamente, enfatizando que ante expectativas de inflación relativamente altas, los espacios para relajar la política monetaria eran reducidos. En el contexto descrito, los departamentos técnicos manifestaron que aun cuando existían factores que estarían sugiriendo la conveniencia de elevar la tasa de interés líder de la política monetaria en el corto plazo, consideraron que también prevalecían niveles de incertidumbre en el entorno externo, por lo que, podría continuarse con la pausa en las medidas de restricción monetaria, pero teniendo claridad de que ello implicaba aceptar el riesgo de que de continuar la recuperación económica mundial y consolidarse el sentimiento favorable de los agentes económicos respecto de la economía nacional, evidenciado en el significativo aumento en el clima de confianza que denotaba la última encuesta de expectativas económicas, el

mantener dicha pausa podría estar gestando mayores presiones inflacionarias, pues como lo evidenciaban el MMS y las proyecciones pasivas de inflación, en ausencia de los incrementos en la tasa de interés líder en los próximos trimestres, la inflación no sólo no convergería a la meta de inflación de mediano plazo, sino que además eso podría tener un costo adicional en términos de expectativas de inflación, lo cual podría generar un escenario inflacionario más adverso, que de materializarse podría requerir alzas en la tasa de interés líder de política monetaria. En ese sentido, los departamentos técnicos señalaron que era prudente mantener la pausa en las medidas de restricción monetaria dada la incertidumbre proveniente del entorno externo; por tanto, recomendaron al Comité de Ejecución que planteara a la Junta Monetaria en la sesión programada para el miércoles 25 de abril, mantener el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 5.50%.

El Presidente señaló que el Comité deliberó acerca del contenido de las presentaciones de los departamentos técnicos, con el objeto de presentar a la Junta Monetaria elementos de análisis que pudieran ser útiles para la decisión respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, programada para el miércoles 25 de abril. Los miembros del Comité discutieron amplia y detenidamente la recomendación relativa a mantener el nivel actual de la tasa de interés líder de la política monetaria, expresando su opinión con base en un análisis completo de la actual coyuntura externa e interna, con énfasis en el Balance de Riesgos de Inflación. Un miembro del Comité indicó que en el entorno externo, las proyecciones de crecimiento económico mostraban una mejoría respecto del mes anterior y aunque las proyecciones no habían cambiado considerablemente, sí habían mejorado en las últimas semanas, particularmente, en el caso de los Estados Unidos de América (nuestro principal socio comercial), lo cual era importante si se tomaba en consideración que las perspectivas para 2013 eran aún más positivas. Por otra parte, resaltó que los mercados financieros a nivel mundial aún estaban muy tensos y reaccionan fácilmente ante ruidos o eventos que no necesariamente constituían un cambio en los fundamentos económicos, lo cual generaba una significativa volatilidad y se constituía en un riesgo para una recuperación económica más sostenida. Además, indicó que los pronósticos para los precios internacionales de las materias primas mostraban un incremento respecto del mes anterior, particularmente en el caso del

petróleo y del maíz, los cuales aunque habían registrado reducciones en las últimas semanas, evidenciaban que las perspectivas de mediano plazo continuaban reflejando riesgos al alza, lo que indudablemente generaba presiones sobre los precios internos, particularmente en el caso de los derivados del petróleo (gasolinas y diésel), con los consiguientes efectos de segunda vuelta. Destacó del contexto internacional las decisiones recientes de otros bancos centrales respecto de sus tasas de interés de política monetaria, en particular resaltó que varios de ellos que habían las habían reducido en meses previos, decidieron mantenerlas sin cambios casi de forma generalizada en los últimos meses, en respuesta a que la incertidumbre a nivel internacional prevalecía y podría reducir la posibilidad de aprovechar espacios de política monetaria, en caso el entorno externo se complicara. En ese contexto, indicó que luego de analizar de forma integral el entorno externo y sus implicaciones sobre el escenario interno, consideraba que en el último mes, aunque habían algunos cambios importantes que presionaban al alza la perspectiva inflacionaria de mediano plazo, existían otros factores que podrían compensar en alguna medida esos efectos; por lo que, tomando en consideración esos elementos, en esta oportunidad coincidía con la recomendación de los departamentos técnicos de mantener en 5.50% la tasa de interés líder de la política monetaria, pero enfatizó que en las próximas semanas se debía observar muy de cerca el desempeño económico a nivel mundial, particularmente de nuestros principales socios comerciales, con el propósito de recomendar a la Junta Monetaria, de manera oportuna, la adopción de las medidas necesarias. Otro miembro del Comité hizo énfasis en el escenario interno resaltando que la evolución del IMAE, comercio exterior y recaudación tributaria, era consistente con el comportamiento previsto para la actividad económica en el presente año; sin embargo, subrayó que debía prestársele mucha atención al índice de confianza de la actividad económica, el cual en los últimos meses venía registrando un incremento sostenido, alcanzando niveles significativamente altos, lo cual era un aspecto positivo, que podría generar un mayor incremento en la actividad económica y aunque por el momento era prematuro pensar en ello para justificar una revisión de las estimaciones de crecimiento económico, sí se debía seguir de cerca la evolución de algunos indicadores de corto plazo a fin de determinar sí efectivamente tendrá incidencia, ello con el propósito de anticipar al mismo tiempo que no estuvieran generando presiones

inflacionarias por el lado de la demanda interna. Por otra parte, manifestó que le seguía preocupando que las proyecciones de inflación en el mediano plazo se continuaran ubicando fuera de la meta establecida por la autoridad monetaria, pues ello no contribuía al anclaje de las expectativas de inflación; señaló que desde octubre pasado la autoridad monetaria venía implementando una política monetaria neutral y que no obstante los departamentos técnicos habían insistido en la necesidad de adoptar una postura de política monetaria restrictiva, habían ponderado dicha recomendación con la incertidumbre global; sin embargo, subrayó que las expectativas de inflación de los agentes económicos no habían cedido y las proyecciones tampoco, lo cual evidenciaba que cada vez eran más limitados los espacios para una política monetaria más acomodaticia, por lo que consideraba que esos aspectos eran fundamentales para la recomendación que se debía hacer a la Junta Monetaria. No obstante, manifestó que también estaba consciente de que el entorno actual estaba rodeado de una alta incertidumbre, por lo que si bien podría ser necesario hacer ajustes al alza en la tasa de interés líder de la política monetaria, consideraba que esos ajustes podrían postergarse en esa ocasión, por lo que acompañaba la recomendación de los departamentos técnicos en cuanto a que en esa oportunidad se mantuviera invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 5.50%, pero indicó que compartía la opinión de los departamentos técnicos de que no debiera ignorarse que dicha postura entrañaba riesgos. Un miembro del Comité subrayó que la reciente revisión de las proyecciones de crecimiento económico a nivel mundial por parte del FMI mostraban una mejora para la mayoría de países y regiones (excepto para la República Popular China y Brasil), destacando el caso de los Estados Unidos de América, cuyo crecimiento estimado para 2012 pasó de 1.8% en enero a 2.1% en abril y el correspondiente a 2013 pasó de 2.2% a 2.4%, resultado del mejor desempeño de los indicadores de la actividad económica de ese país, lo cual tenía un impacto positivo en las perspectivas de crecimiento económico mundial; no obstante, aún con esas mejoras, el desempeño de la actividad económica a nivel mundial sería ligeramente inferior al del año previo, particularmente, porque la República Popular China estaría registrando una desaceleración y Europa una recesión. En ese contexto, destacó que aunque consideraba que existían factores externos (particularmente el alza en el precio del petróleo) que podrían presionar al alza la inflación, el dato de

inflación a marzo mostraba una tendencia favorable, situación que podría confundir a muchos analistas que suelen observar únicamente el dato y le ponen poca atención a los pronósticos y expectativas de inflación, indicadores relevantes dentro del esquema de metas de inflación. En adición, señaló que al analizar la inflación por sus diferentes componentes como el número de gastos básicos que subieron en marzo, el índice de precios de alimentos que mostraba un crecimiento mayor que la inflación total; y la inflación subyacente que casi era igual que la inflación total, era evidente que existían presiones por el lado de la demanda interna, pero tomando en consideración que el ambiente externo continuaba siendo incierto y que las proyecciones de la actividad económica mundial, si bien eran mejores que las del Balance de Riesgos de Inflación previo, mantenían un riesgo a la baja, en esa oportunidad también consideraba recomendable mantener el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria en 5.50%, como lo sugerían los departamentos técnicos, pero que se debía continuar monitoreando el desempeño económico mundial, a fin de reaccionar oportunamente a lo que las condiciones demanden. Otro miembro destacó que en el caso de los precios de las principales materias primas, resaltaba el comportamiento del petróleo, el cual si bien se había reducido en las últimas semanas, registraba un incremento en la proyección para finales de 2012, dado que aún persistían las tensiones en algunos países de Oriente Medio (principalmente en Irán); por lo que, incrementos en los precios del petróleo, aunados a una mejora en la actividad económica a nivel mundial, habrían incidido en que las proyecciones de inflación registraran un ligero incremento respecto de las últimas estimaciones; sin embargo, aún con los cambios que se mostraban en el escenario internacional, la mayoría de bancos centrales a nivel mundial habían mantenido invariables sus tasas de interés en los últimos meses, lo cual evidenciaba la cautela con la que dichas instituciones estaban actuando (aun cuando al interior de algunos países se estaban experimentando presiones para bajar la tasa de interés de política monetaria); por lo que, su recomendación en esa ocasión era acompañar la sugerencia de los departamentos técnicos, en el sentido de mantener invariable la tasa de interés de política monetaria en 5.50%, como la medida más prudente en ese momento. Un miembro del Comité manifestó que las proyecciones de inflación de mediano plazo (en un escenario pasivo) continuaban reflejando que la inflación total se ubicaría por arriba de la meta de inflación en 2013 y

en 2014, aunado a que las expectativas de inflación también continuaban mostrando un desanclaje respecto de la meta establecida por la autoridad monetaria; sin embargo, los pronósticos del MMS (en un escenario activo) incorporaban una postura restrictiva de la política monetaria, que permitiría que la inflación se situara dentro del rango de la meta de inflación de mediano plazo, siempre que se adoptaran los ajustes en la tasa de interés que sugería el modelo. No obstante lo anterior, compartía la recomendación de los departamentos técnicos, pues era del criterio de que en ese momento la política monetaria debía ser prudente, dado que la incertidumbre en el entorno externo no se había disipado, por lo que apoyaba que en esa oportunidad se mantuviera invariable la tasa de interés líder de la política monetaria en 5.50%. En adición, mencionó que el análisis para bajar la tasa de interés líder de política monetaria con la información presentada denotaba que no existían espacios para ello. Sobre el particular indicó que en su opinión, aunque seguían latentes los riesgos a la baja en el crecimiento económico mundial, nuestros principales socios no habían sido afectados y que la economía nacional venía evolucionando conforme a lo previsto en diciembre pasado; por lo que consideró prudente la actuación de otros bancos centrales que prefirieron reservarse esa opción para cuando empezaran a observarse signos claros de que los riesgos a la baja en la actividad económica se estaban materializando; en caso contrario los agentes económicos podrían interpretarlo como una señal contradictoria respecto del compromiso de la autoridad monetaria para con su objetivo de estabilidad de precios, lo cual podría deteriorar aún más las expectativas de inflación y la credibilidad de los agentes económicos respecto del Banco Central.

Los miembros del Comité coincidieron ampliamente con lo expresado y el Presidente indicó que como resultado de la amplia discusión, análisis y reflexiones, el Comité de Ejecución por unanimidad dispuso recomendar a la Junta Monetaria que, en esa oportunidad, se mantuviera el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 5.50%.

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 abril de 2012 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.

Al respecto, un miembro de la Junta expresó que su opinión era diferente a la de los departamentos técnicos y a la del Comité de Ejecución, pero no porque el análisis estuviera incorrecto, al contrario, siempre ha considerado que la capacidad de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala es muy buena; sin embargo, le confundía que se dijera que la mayoría de países habían tomado la decisión prudente de no modificar la tasa de interés líder y que otros países habían suspendido el relajamiento de su política monetaria. Comentó que durante muchos meses se observaron riesgos de desaceleración económica a nivel mundial, los cuales se estaban materializando; además, que varios analistas consideraron que Europa podría entrar en problemas más serios de los que se pensaba hacía algunos meses. Indicó que le llamaba la atención que en un escenario como el actual, el MMS no sugiriera una relajación de la política monetaria, dado que había una desaceleración en el pronóstico de la actividad económica que se confirmaba con el comportamiento del IMAE; que también había una desaceleración económica a nivel mundial, aunque el FMI en su último pronóstico preveía que no continuaría; y que los comunicados de los bancos centrales, sin excepción, expresaban que las principales economías del mundo crecerían por debajo de sus propios potenciales de crecimiento, lo que también sucedería en Guatemala. Además, destacó la información sobre la brecha del producto, que consideraba seguía negativa, por lo que a lo interno no veía ninguna presión inflacionaria vía demanda agregada; manifestó que muchos analistas dudaban de que los precios de los *commodities* continuaran al alza porque seguía la desaceleración mundial, con el agregado de que la República Popular China y Brasil también se estaban desacelerando, Europa estaba en recesión y lo estaría en los próximos dos años; también se preveía una desaceleración del comercio mundial, por lo que no visualizaba por dónde habrían presiones inflacionarias, que aunque subieran los precios del petróleo sería un aumento de precios importados y al respecto nada se podría hacer. Señaló que el informe del Comité de Ejecución expresaba que si se tomaba una decisión contraria a la recomendada, se perdería credibilidad y se desanclarían las expectativas de inflación, pero pensaba que si se bajaba la tasa de interés líder iría en línea con los analistas económicos que preveían una

desaceleración económica a nivel mundial. Señaló que en el Balance de Riesgos de Inflación se comentaba que el precio del maíz podría aumentar, pero de conformidad con la información presentada se observaba una desaceleración; también señalaba el referido balance que en agosto del presente año habría un repunte en la inflación, por lo que a su criterio no veía información suficiente para determinar de dónde provendrían esas presiones inflacionarias, porque si bien en la variación interanual habría un efecto aritmético, al final del año el efecto era cero porque la acumulada y el ritmo inflacionario se igualaban. En ese contexto, su propuesta era bajar la tasa de interés líder en 25 puntos básicos, porque observando el comportamiento de la economía interna y externa no habían presiones al alza en los precios y aunque en los Estados Unidos de América se revisó al alza su crecimiento (de 1.8% a 2.1%) estaba por debajo de su potencial; por lo tanto, tampoco debería de haber presiones inflacionarias por esa aceleración. Señaló además que una de sus preocupaciones como miembro de Junta Monetaria era el tipo de cambio y que bajar la tasa de interés líder podría depreciar dicha variable, aspecto que daría competitividad al país.

Otro miembro de la Junta indicó que uno de los ejes estratégicos en agricultura era la innovación de los diferentes procesos productivos, donde habían dos aspectos fundamentales, la asistencia técnica y capacitación; y la generación de recursos a los diferentes sectores (agrícola, pecuario, forestal e hidrobiológico) para lo cual era fundamental facilitar el acceso al crédito bancario, principalmente en el área rural, ya que ello mejoraría las condiciones de vida, por lo que apoyaba la propuesta de bajar la tasa de interés líder en 25 puntos básicos.

Un miembro de la Junta manifestó que luego de la crisis de *Lehman Brothers* en 2008, el país estuvo con una inflación arriba de dos dígitos y la tasa de interés líder se situó por arriba de 7%; indicó que el objetivo principal del MMS era analizar en forma prospectiva cuál sería la expectativa de inflación, no cuál sería el crecimiento económico, y en aquel momento, el modelo señaló que la inflación disminuiría, por lo que dentro de un esquema de metas explícitas de inflación, que fue una estrategia fundamental de beneficio para el país, la Junta tomó la decisión de bajar la tasa de interés líder, por lo que el MMS funcionó en ambas vías. Recordó que las proyecciones de inflación del MMS habían sido correctas, aunque no era el único indicador que la Junta tomaba en consideración para adoptar su decisión. Señaló que coincidía en que

la economía estadounidense estaba mejor que hacía dos meses, la situación europea continuaba con incertidumbre; sin embargo, el objetivo de la tasa de interés líder era enviar señales a los agentes económicos sobre cuáles eran las expectativas del Banco Central respecto a la inflación, no era para mandar señales sobre el crecimiento económico porque la tasa de interés líder y las tasas de interés bancarias no necesariamente iban en la misma dirección. Al respecto, ejemplificó lo ocurrido en el último año, cuando a pesar de pequeños incrementos en la tasa de interés líder, las tasas de interés activas bajaron sustancialmente, por lo que no había que confundir las señales que enviaba la referida tasa a los agentes económicos en cuanto a la inflación. Además, expresó que el acceso al crédito bancario no depende sólo de la tasa de interés que se pagaba por los préstamos, sino también de la capacidad de pago y de otros factores, como la demanda de crédito, la liquidez y la colocación de bonos del tesoro, entre otros; en ese sentido, manifestó que al Ministerio de Finanzas Públicas le debería preocupar que para bajar el costo financiero de los bonos, no dependía del comportamiento de la tasa líder sino de las expectativas de los agentes económicos y a nivel mundial se estimaba un resurgimiento de la inflación y si la Junta disminuía la tasa de interés líder mandaría señales contrarias.

Por su parte, otro miembro de la Junta señaló que las decisiones que adoptaba la Junta tenían que ver con la coordinación entre la política fiscal y la política monetaria, por lo que debía tomarse en cuenta el esfuerzo que la política fiscal estaba realizando; en ese sentido, indicó que le parecía fuera de lugar lo expresado en el informe del Comité de Ejecución, respecto de que la política fiscal fue expansiva por amortizaciones de deuda, pero se debía a que los ingresos habían crecido 5% y los gastos se habían contraído 8.5%, dando como resultado un superávit fiscal de 0.2% del PIB; indicó que dado que se tenía una brecha de cuotas asignadas de alrededor de Q1,200.0 millones, se esperaba que ese ritmo de gasto no se mantuviera durante 2012, dado que al inicio de la gestión de un nuevo gobierno el ritmo de gasto tendía a ser más lento y, además, se había dispuesto que las cuotas que no hubieran sido ejecutadas por las instituciones en el primer cuatrimestre ya no podrían ser utilizadas por éstas, con el propósito de contener el gasto y de esa forma reducir el déficit fiscal de 2.6% a 2.4% del PIB. Señaló que bajar la tasa de interés líder tenía que ver con el apoyo que la política monetaria le tendría que dar a la actividad económica; pero

expresó que no estaba diciendo que la tasa de interés líder tenía que ver con el crecimiento, sino con el apoyo que podría darle a los agentes económicos acerca de la confianza que estaba brindando al aparato productivo para que por esa vía pudiera afectar también el tipo de cambio nominal. Indicó que su opinión se fundamentaba en el esfuerzo que la política fiscal está realizando por alcanzar una consolidación fiscal, recordó que un funcionario del BID, en la reunión celebrada el 23 de abril de 2012, mencionaba que los países centroamericanos se encontraban con un menor margen de maniobra para afrontar los *shocks* externos, pero Guatemala podría estar en una mejor posición al haberse aprobado la actualización tributaria; en ese sentido, su posición era de reducir la tasa de interés líder.

Un miembro de la Junta indicó que inicialmente consideraba que por prudencia se debería mantener el nivel de la tasa de interés líder; sin embargo, estimaba que la Junta podría atreverse a hacer algo diferente y si bien la función principal de la Junta era velar que la inflación se mantuviera dentro de la meta, también era cierto que se tenía que velar porque el país entrara a una senda de crecimiento económico sostenido. Señaló que las perspectivas de crecimiento se proyectaban al alza en casi todo el mundo, mientras que en Guatemala se mantenían en alrededor de 3%, pero era un crecimiento muy modesto que no permitía lograr la prosperidad para la población. Señaló que aunque el crecimiento económico no fuera competencia de ese cuerpo colegiado, sí tenía que preocuparle, porque iba acompañado del problema del desempleo y de la pobreza. Indicó que la tasa de interés activa había mostrado una tendencia a la baja y esa era la tasa real a la que los bancos ofrecían recursos, por esa razón estimaba que bajar 25 puntos básicos a la tasa de interés líder no generaría un impacto, porque la reducción estaba siendo generada por la misma competencia y por las condiciones económicas. No obstante, agregó que la tasa de interés líder estaba vinculada con el mensaje que el Banco Central le pudiera dar a los agentes económicos, en el sentido de hacer lo posible para impulsar el crecimiento económico del país, manteniendo el monitoreo de las variables relacionadas con los riesgos de inflación. Además, expresó que el IMAE había decrecido y que el comportamiento del sector de la construcción se estaba desacelerando, por lo que era conveniente una reducción en la tasa de interés líder para enviar el mensaje a los agentes económicos que tendrían mayor acceso al crédito bancario y, por tanto, la posibilidad de adquirir

una vivienda. Indicó que si no existían presiones inflacionarias vía la demanda y tomando en cuenta que la inflación a marzo estaba en 4.55% apoyaría la propuesta de hacer una reducción en la tasa líder de 25 puntos básicos.

Otro miembro de la Junta manifestó que coincidía con la propuesta del Comité de Ejecución porque la situación macroeconómica en Guatemala era estable, a pesar de los problemas financieros que había en otros países, ya que el crédito bancario al sector privado estaba creciendo a niveles de 15%, cuando hacía un año estaba en una tercera parte, entonces, esa no debería de ser la preocupación; además, para la construcción existían tasas de interés a niveles de 7% en quetzales. Expresó que si se redujera la tasa de interés líder se tendría el riesgo de crear una burbuja inmobiliaria como la que ocurrió en los Estados Unidos de América; indicó que le preocupaba que para decidir sobre dicha tasa se relacionara con el tipo de cambio nominal, porque lo que debía de preocupar a la Junta era la inflación, pues la proyección para 2013 todavía estaba por encima de la meta y lo ideal sería que se pensara en tener inflaciones como la de los países desarrollados, porque estaba seguro que al registrarse ese nivel de inflación, el crecimiento económico vendría de manera sostenible, pero le preocupaba que bajar la tasa de interés líder sólo para motivar el crecimiento económico, ya que de materializarse algunos riesgos, posteriormente se tendría que incrementar porque la inflación habría aumentado; por lo que para continuar por el buen camino apoyaba la recomendación del Comité de Ejecución de mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder.

Un miembro de la Junta indicó que estaba de acuerdo con el esquema de metas explícitas de inflación, pero también a la Junta debía interesarle como fin último tener un crecimiento económico sostenido que mejorara los niveles de vida de la población, aunque a la Junta no le correspondía tomar decisiones específicas para ese fin, pero tenía que crear las condiciones necesarias para que ese crecimiento económico fuera sostenido. Indicó que le preocuparía entrar a niveles de inflación descontrolados porque ello no permitiría tener tasas de interés bajas, pero tenía claro que para 2012 y 2013 no se observaban presiones inflacionarias vía la demanda agregada y, además, no existían expectativas que pusieran en peligro la estabilidad de precios del país, por esa razón estaba proponiendo bajar la tasa de interés líder; pero no pretendía con eso empujar el crecimiento económico. Indicó que al bajar la tasa de

interés líder se reforzarían las expectativas de los agentes económicos; además, como la brecha del producto era negativa, el crecimiento de 2012 estaba por debajo del potencial, por lo que habían espacios para tomar esa decisión y no se mandaría un mal mensaje a los agentes económicos, porque se les explicaría que no se advierten presiones inflacionarias, pero si se subiera la tasa de interés líder el mensaje sería que se preveía que la inflación subirá porque existirían presiones inflacionarias y los agentes económicos empezarán a tomar decisiones sobre los precios. Indicó que también estuvo en la Junta cuando ocurrió la crisis de 2008, en esa oportunidad hubo un gran debate porque cuando la inflación fue de 2 dígitos su opinión era que se estaban tomando decisiones anticipadas al subir la tasa de interés líder, porque la inflación se derivaba de especulación por la crisis, luego se bajó porque la inflación fue negativa, pero no se bajó tanto como en los países que tienen esquema de metas explícitas de inflación. Señaló que estaba de acuerdo que el Banco Central le ha dado un gran legado al país porque en los últimos 25 años no se habían observado tasas de inflación tan bajas, fue sólo después de la crisis que se tuvo inflación negativa. Mencionó que no estaba proponiendo que se hiciera un cambio de política porque estaba de acuerdo con el actual esquema de política monetaria, pero consideraba que existían espacios suficientes para bajar la tasa de interés líder desde un punto de vista prospectivo; por lo que reiteró su propuesta que era congruente con la política que había mantenido el Banco Central. Reafirmó que no compartía la opinión del Comité de Ejecución, en el sentido de tener una postura de política monetaria restrictiva, pero que en ese momento se sugería mantenerla y que de tomar la decisión contraria, los agentes económicos podrían interpretarlo como una señal contradictoria respecto al compromiso de la autoridad monetaria para con su objetivo de estabilidad de precios, lo cual podría deteriorar aún más las expectativas de inflación y la credibilidad de los agentes económicos respecto a la autoridad monetaria, porque se podrían tener diferentes formas de analizarlo y no por eso se perdería credibilidad en la autoridad monetaria.

Otro miembro de la Junta indicó que no se debía olvidar que hace un mes se tuvo un problema debido al incremento registrado en el precio de la carne, por ese motivo y por otras razones la canasta básica había aumentado; indicó que en el análisis de los 100 días del nuevo gobierno, los encuestados mostraron preocupación

por el control de la inflación, entonces, dicha variable sería un asunto nacional por lo que se debía buscar la forma de controlarla; sin embargo, las señales que mandaría la Junta al aprobar la propuesta de bajar la tasa de interés líder era que no advertían riesgos de inflación y él consideraba que sí habían presiones inflacionarias.

Por su parte, un miembro de la Junta manifestó que el Comité de Ejecución al igual que los departamentos técnicos actuaban con total independencia en el momento de emitir sus opiniones; en ese sentido, los departamentos técnicos plantearon una recomendación basada en un análisis técnico integral de los diferentes elementos que tendían a afectar la inflación, mientras que el análisis del Comité de Ejecución se daba bajo el mejor entendimiento de sus miembros respecto de la economía de Guatemala y de la economía mundial. Mencionó que el análisis de la economía mundial se apoyaba en los estudios macroeconómicos que realizaban diferentes organismos internacionales (FMI, Banco Mundial, BID, *Consensus Forecast*, *Bloomberg*, entre otros) que contaban con mejor información para realizarlos y dichos organismos concluyeron que en 2012 existirá una desaceleración económica respecto a 2011. Agregó que las nuevas estimaciones del FMI (presentadas en abril) evidenciaban que dicha desaceleración sería menor a la que se esperaba, con excepción de la República Popular China y Brasil que permanecieron igual, todos los demás países mejoraron; también los análisis apuntaban a que las perspectivas de inflación eran mayores que las proyectadas en las estimaciones previas, lo cual era una presión inflacionaria aunque proviniera de otros países, vía importación de bienes y servicios. Indicó que los departamentos técnicos sustentaban su recomendación en las presiones inflacionarias asociadas al incremento de los precios internacionales del petróleo, mejoras en las perspectivas de la economía mundial, respecto a las del balance de riesgos previo, aumento del precio internacional de las gasolinas, proyecciones del ritmo inflacionario total y subyacente, entre otras, por lo que no se podría ignorar que dichos factores no fueran presión de demanda, porque cuando se observaba que el 90% de los gastos básicos subieron de precio en marzo quería decir que había más demanda de esos bienes y si se entiende que la inflación es un proceso generalizado de incrementos de precios lo que estaba reflejando era que existían elementos que estaban incidiendo en los precios que sólo podrían venir de demanda. Agregó que si el precio del cemento aumentó 7% estaría reflejando que había mayor demanda en esa actividad económica

que permitiría que hubiera ajustes en ese precio y que el incremento de otros precios como el de la carne o el azúcar si bien podrían estar asociados a factores de demanda externa, también generaban una presión sobre sus precios. También las variables indicativas y el MMS apuntaban a que las presiones inflacionarias estaban presentes, incluso sugerían aumentar la tasa de interés líder y dichos indicadores se construyeron sobre bases estadísticas. Señaló que el esquema de metas explícitas de inflación trata de dar señales correctas a los agentes económicos y era evidente que las expectativas para 2012 se habían deteriorado y para 2013 se observaban relativamente mejor que las de 2012, pero siempre fuera del rango meta (metas establecidas por la autoridad monetaria que están orientadas a ganar credibilidad y confianza por parte de los agentes económicos y que con su instrumento la tasa de interés líder de la política monetaria manda señales para anclar las expectativas de inflación a los niveles más bajos posibles) por esa razón, un miembro del Comité argumentó que se podía deteriorar la credibilidad de la autoridad monetaria, lo cual para él sería preocupante y consideraba que en ese sentido debía protegerse a la autoridad monetaria. Indicó que el FMI había coincidido con el análisis del Comité de Ejecución y de los departamentos técnicos; además, coincidía con el análisis respecto a la conformación de la Junta que realizara una calificadora, en el sentido de que las decisiones de la Junta podrían ser sesgadas por la forma en que estaba integrada. Además, comentó que le llamó la atención el comentario del FMI sobre que miraba pocos espacios para una política monetaria contracíclica; y recordó que próximamente se negociaría con inversionistas externos con el propósito de convencerlos de que Guatemala estaba haciendo políticas consistentes, tanto en lo fiscal como en lo monetario, por lo que un cambio de dirección respecto de lo que señalaban las proyecciones y expectativas de precios sería un mensaje inadecuado. Mencionó que por transparencia no se podían dejar de presentar esas proyecciones que fueron las que utilizó el Comité de Ejecución para realizar sus análisis. Respecto al comentario sobre la política fiscal, indicó que efectivamente sí sucedió lo que se mencionaba en el informe, porque el Ministerio de Finanzas Públicas tenía programado hacer colocaciones mayores en el primer trimestre, pero como no las realizó, las amortizaciones netas fueron mayores, eso significó que hubo una salida de recursos mayor a la que originalmente se tenía prevista en el programa monetario, ese retiro de recursos constituyó una reducción en

la cuenta de depósitos del gobierno en el Banco Central, entonces, el análisis debía hacerse no sólo por la situación financiera del gobierno sino también por lo que sucedía con las cuentas por debajo de la línea, pero reiteró que ello no estaba relacionado con las perspectivas de la política fiscal, en donde se reconocía que estaban realizando esfuerzos para consolidar las finanzas públicas. Aclaró que Guatemala no había tenido una política monetaria restrictiva en los últimos años, de hecho la tasa de interés disminuyó de 7.50% a 5.50%, lo que había sido resultado de que el nivel de inflación del país bajó más lentamente de como sucede en aquellas economías donde los mecanismos de transmisión son más eficientes; por tanto, se debía tener más prudencia en las economías pequeñas y abiertas pues estaban más expuestas a choques externos y a los efectos de segunda vuelta. Con relación a las proyecciones de inflación, indicó que los modelos de pronóstico se basaban en modelos estadísticos cada vez más sofisticados, dijo que para la inflación se contaba con observaciones suficientes para hacer análisis econométrico, contrario a lo que sucede con otras variables, en ese caso los pronósticos apuntaban a que la tendencia de la inflación hasta agosto sería hacia la baja y en cuanto al efecto aritmético recordó que ese se estaría reflejando en esos meses, pues en ese periodo de 2011 se observó una aceleración de la inflación. Manifestó que no se debía confundir el tipo de cambio nominal con el tipo de cambio real, porque las variaciones del tipo de cambio nominal no eran las que afectaban el crecimiento económico. Indició que Augusto de la Torre y Santiago Levy, en presentaciones recientes efectuadas en el seno de la Junta Monetaria, mencionaron que el crecimiento económico no dependía de la política monetaria, ya que los factores que contribuían a mejorar el crecimiento eran la inversión en capital humano, infraestructura, capacidad educativa y de salud, entre otros. Respecto al comentario sobre mejorar los mecanismos para acceder al crédito bancario, expresó que se debía tomar en cuenta que el crédito no dependía exclusivamente de la tasa de interés líder, porque los proveedores de crédito primero observaban cuál era la capacidad de pago del deudor, la posibilidad de retorno de la inversión, las garantías para asegurar el repago de la obligación, la capacidad de ejecución de los contratos, el funcionamiento de los mecanismos de ejecución judicial y el costo de captación de recursos, esos elementos tendían a afectar la tasa de interés bancaria, pero el Banco Central no podría cambiar esos elementos con la tasa

de interés líder, ya que dicha tasa trata de enviar señales a los agentes económicos respecto de las perspectivas de inflación. Agregó que pretender bajar la tasa de interés líder estaría implicando que a la Junta Monetaria no le preocupa la inflación, máxime cuando todos los indicadores apuntan lo contrario y desde la perspectiva de la consistencia de políticas macroeconómicas, el gobierno y el Banco Central tenían la responsabilidad de coordinar su política a efecto de mandar señales adecuadas a los agentes económicos, porque dichos agentes tendían a tomar posiciones en deuda soberana a rendimientos razonables y de mercado en la medida que hubiera confianza en las políticas fiscal y monetaria, pero si se percibía que había inconsistencia en la mezcla de políticas demandarían mayores rendimientos sobre los títulos públicos. Al respecto, puso de ejemplo lo que estaba ocurriendo en algunos países de Europa, que a pesar de que estaban implementando medidas de austeridad, les estaba costando colocar sus recursos públicos, lo que estaba teniendo repercusiones en su política fiscal y en la posibilidad de alcanzar sus objetivos de reducción del déficit fiscal. Señaló que en el Balance de Riesgos de Inflación, los departamentos técnicos hicieron la salvedad de que las posibilidades de una caída en la actividad económica, más allá de la que estaba prevista, podría tener una repercusión favorable para la inflación, porque significaría una reducción en el precio de las materias primas que implicaría una caída de la demanda, tal como sucedió en 2008 después de la crisis de *Lehman Brothers*; porque esos elementos de desconfianza también tendrían una repercusión en el sistema financiero de Europa, lo que tendría un impacto para Centroamérica que aunque podría ser menor que para América Latina, se debía tomar en cuenta que Guatemala estaba conectada con el resto del mundo y una caída al estilo de 2008 tendría una repercusión importante en los precios del petróleo. Indicó que en aquellos momentos cuando los precios iban al alza, las políticas adoptadas eran para contener las presiones inflacionarias y, por su parte, la brecha del producto era positiva, de hecho la inflación llegó a 14% y la tasa de interés líder no sobrepasó el 7%; sin embargo, en otros países con esquema de metas explícitas de inflación subieron sus tasas a niveles superiores a las de Guatemala, por ejemplo Chile, que incluso registró una inflación menor que la del país, pero en esos países cuando comenzó el realineamiento de los precios del petróleo tuvieron el espacio para ir reduciendo la tasa de interés objetivo y recordó que en Chile la credibilidad en la autoridad monetaria y la

posibilidad de ajustar la política monetaria y la política fiscal para utilizarla como una herramienta contracíclica era su mayor fortaleza, en la mezcla de políticas públicas; en ese sentido, la preocupación del Comité de Ejecución y de los departamentos técnicos era en cuanto a que la meta de inflación de mediano plazo, conforme las proyecciones efectuadas, resultaba difícil de alcanzar y si se le agregara el tema del tipo de cambio real, lo que se requería era una tasa de inflación más baja, porque la mejor contribución que puede hacer un Banco Central al crecimiento económico es una inflación moderada y la historia había demostrado que en la medida en que se pierde el objetivo de inflación, las posibilidades de reducirla suelen ser más costosas, porque el ajuste de la tasa podría ser mucho mayor que la baja que se estaba proponiendo. Aclaró que el objetivo del Comité era presentar a la Junta suficiente información sustentada en estadísticas para que pudieran tomar las mejores decisiones. Además, lo que el Comité buscaba era proteger la imagen de la Junta ante los analistas económicos que sí tomaban en cuenta el actuar de la autoridad monetaria para tomar sus decisiones.

Otro miembro de la Junta manifestó que coincidía con la visión de que la inflación mundial aumentaría en 2012; sin embargo, se desconocía cómo impactaría al país, por lo que se debía actuar con prudencia; indicó que en el informe del Comité de Ejecución se hacía referencia a la proyección de la inflación con un incremento de 50 puntos básicos en la tasa de interés líder. Señaló que le parecía incongruente disminuir la tasa de interés líder cuando los análisis técnicos proyectaban que se registraría un aumento en la inflación y que la información internacional también lo señalaba. Expresó que disminuir la referida tasa era más fácil que aumentarla, pero si más adelante se tendría que subir en forma acelerada le costaría mucho más al país, ya que por buscar un objetivo de crecimiento económico o de un nivel tasa de interés bancaria podría ser más costoso; en ese sentido, lo mejor era actuar con prudencia, por lo que apoyaba la recomendación del Comité de Ejecución.

Otro miembro de la Junta señaló que antes de la crisis económica mundial, Chile registraba una tasa de interés objetivo arriba de 5% y cuando vino la crisis la disminuyeron a 1% y en corto tiempo la volvieron a incrementar a 5%, entonces, dichas medidas podrían haber afectado la credibilidad del banco central pues se generó una distorsión y probablemente cuando la tasa de interés bancaria estaba baja

muchos agentes económicos tomaron créditos, pero posteriormente al incrementarse salieron afectados. Además, expresó que si se reducía la tasa de interés líder no apoyaría el crecimiento económico, porque ese se obtenía más con políticas de Estado y tampoco bajarían más las tasas de interés activas, por lo que consideraba que era mejor actuar en un marco de prudencia.

Por su parte, un miembro de la Junta manifestó que estaba preocupado porque a su criterio, algunas situaciones que pudieran derivarse tanto del entorno externo como interno, podrían complicar el entorno inflacionario del país. Además, se debía tomar en cuenta que la autoridad monetaria había realizado esfuerzos por mantener la estabilidad macroeconómica que tiene el país, lo que se fundamentaba en el buen desempeño de los indicadores económicos y que para capitalizar esos esfuerzos, el actual gobierno estaba implementando políticas por atraer inversión, que era uno de los principales factores para generar crecimiento económico y empleo. Adicionalmente, se requería una serie de condiciones que iban más allá de la estabilidad macroeconómica, pero tenían que ir acompañadas de la estabilidad del sistema bancario, la consolidación fiscal y otros aspectos como mejorar la infraestructura, acelerar los procesos de inscripción y liquidación de sociedades, entre otros. Mencionó que con esos factores se mejoraría la competitividad del país. Indicó que la Junta fue la que dispuso seguir el esquema de metas explícitas de inflación para lo cual fijó una meta de mediano plazo, por esa razón no se debía estar viendo solamente el corto plazo porque se tendría la tentación de bajar la tasa de interés líder y más adelante el costo sería mayor; indicó que la Junta había venido actuando consistentemente en sus decisiones para alcanzar la meta de mediano plazo, pues se contaba con una serie de indicadores que señalaban cuál era la situación respecto de la inflación. También indicó que las expectativas de los agentes económicos estaban exacerbadas, el MMS estaba generando información estadística que permitía prever un aumento de la inflación y se tenía otra serie de indicadores que estaban señalando presiones inflacionarias, por lo que en función de esa información se recomendaba una medida de política monetaria para converger a esa meta. Indicó que observaba alguna inconsistencia, ya que en la encuesta realizada por el gobierno para evaluar su gestión, en el tema de inflación fue donde obtuvo la menor puntuación, por lo que era difícil enviar un mensaje a la sociedad de que la Junta Monetaria no observaba

presiones inflacionarias y que en ese foro se adoptaran medidas en términos de precios que no estarían apoyando la política de gobierno orientada a disminuir esa percepción; además, habían otros elementos más objetivos como la opinión del FMI que expresaba que la Junta había adoptado medidas prudentes para contribuir a la estabilidad macroeconómica y recordó que en los próximos días el directorio del FMI conocería el informe sobre Guatemala; además, expresó que Guatemala estaba por salir a una colocación internacional de bonos y los agentes económicos en el exterior evaluaban la consistencia en la toma de decisiones económicas, lo cual podría tener un costo en la colocación de esos bonos. Indicó que la inflación subyacente continuaba alta y que el tipo de cambio tendía a apreciarse en el segundo semestre, lo cual tendría un impacto en los precios, por lo que disminuir la tasa de interés líder podría implicar un doble o triple esfuerzo en pocos meses para recuperar la credibilidad de la Junta. Por lo anterior, para ser consistentes con el enfoque de política económica, lo mejor era ser prudentes y mantener la tasa de interés líder en el mismo nivel y si en el segundo semestre hubiera un espacio se podría mover la tasa buscando que la inflación converja a la meta propuesta y que apoyara a la política económica del gobierno.

Otro miembro de la Junta indicó, que en su opinión, los modelos econométricos eran *ceteris paribus*, por lo que difería de algunas opiniones expresadas, en virtud de que existían grandes riesgos de una desaceleración mundial y que si fuese sencillo se podría subir la tasa de interés a 7% con lo cual se tendrían inflaciones de 2%; sin embargo, el MMS muestra una simulación con ciertas premisas, pero no eran las que él estaba viendo a futuro. Indicó que el Banco Mundial miraba riesgos ante la caída de los precios y advertía que no todos los países latinoamericanos estaban igualmente preparados para una eventual caída de precios de las materias primas. En ese sentido, manifestó que su punto de vista era que esos escenarios de aumentos en los precios de las materias primas no todos los compartían porque existía un escenario muy incierto en el comportamiento de la economía mundial y que incluso se estimó una disminución en el crecimiento de República Popular China. Indicó que desde 2009, Guatemala registraba una brecha del producto negativa que debía haber sugerido que se bajara la tasa de interés líder; en ese sentido, indicó que no era inconsistente porque continuaba pensando que no habían riesgos de presiones inflacionarias tanto

externas como internas, el único podría ser el precio del petróleo que aún con los efectos de segunda vuelta, si no había una demanda exacerbada, los agentes económicos no trasladarían a sus precios ese aumento de costos. Señaló que también le preocupaban las diferencias de inflación entre las distintas regiones del país, ya que la inflación en la región central registró una inflación de 3.5%, coincidía en que los lugares más pobres de Guatemala eran los que presentaban la inflación más alta, pero se debía a que como no cuentan con infraestructura, tenían un costo adicional para acceder al mercado, por lo que no era un problema de demanda, pero si no existieran esas diferencias se tendría una inflación a nivel República de 3.5%. Reiteró que miraba espacios suficientes para tomar una decisión responsable de bajar 25 puntos básicos la tasa de interés líder, lo cual no tendría efecto en la inflación y si lo tuviera, el rezago sería de 8 meses y, por tanto, se estaría lanzando un mensaje de que preocupaba más una posible desaceleración económica y de precios mundial, aspectos que sí crean expectativas en los agentes económicos.

Un miembro de la Junta manifestó que el deber de la Junta era regular la inflación y si los departamentos técnicos, el Comité de Ejecución y organismos internacionales indicaron que existían riesgos para alcanzar la meta de inflación, se debía mantener el nivel de la tasa de interés líder. Indicó que en la discusión se señaló que el crédito bancario tendría que llegar a más bajo precio a todos los que producen, si fuera esa la causa votaría a favor de que se disminuyera la tasa de interés líder, pero eso no era cierto porque los créditos estaban bajando, entonces, no era un atenuante para disminuir la tasa de interés líder, pero si la Junta era responsable debía dejar en el mismo nivel la tasa de interés líder.

Otro miembro de la Junta expresó que la estabilidad macroeconómica del país se había mantenido por las decisiones adoptadas por la Junta Monetaria, pero si la Junta en esa oportunidad daba un mensaje equivocado a los agentes económicos y provocaba que se incrementara la inflación, que era el mayor impuesto para la población; indicó que era contradictorio pretender disminuir la tasa de interés líder, si los departamentos técnicos estaban recomendando que se mantuviera la referida tasa, por lo que en esa sesión sería una de las pocas oportunidades en que se tomaría una decisión contraria a la recomendación de los técnicos; en ese sentido, no estaba de

acuerdo con disminuir la tasa de interés líder, por lo que apoyaba la recomendación del Comité de Ejecución.

Por su parte, un miembro de la Junta señaló que el tema no era un interés del sector exportador sino un interés de visión de país, por esa razón la posición de los ministros y la viceministra era muy interesante porque no había visto una preocupación de los miembros del gabinete económico por considerar el tema de la política monetaria enmarcada dentro del contexto integral de la política económica congruente con las necesidades del país; en ese sentido, manifestó que su posición en ese caso era de interés de país como siempre lo había sido. Indicó que no compartía el tema del crédito bancario al sector privado, ya que la institución que otorgaba el crédito lo miraba en función de la capacidad de pago del deudor y el nivel de riesgo que estaba corriendo, mientras que el prestatario tomaba en cuenta cuánto le costaría el crédito. Señaló que un instrumento vital para el control de la inflación era la tasa de interés líder por el impacto en la economía, por esa razón no era fácil tomar decisiones; sin embargo, sentía que se debería de evaluar mejor, independientemente de la línea que cada uno de los directores tuviera, por lo que en función de eso y en aras de mantener la consistencia de la política monetaria, conservar la credibilidad de la institucionalidad del Banco de Guatemala y de la Junta Monetaria, actuaría de manera prudente, por lo que se retractaba de la posición que había asumido anteriormente y apoyaba la recomendación del Comité de Ejecución de mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder.

3. Luego de haberse expuesto los argumentos para determinar el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, la Junta Monetaria decidió, por mayoría, mantener el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 5.50%. 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 EN 5.50% LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA

La Junta Monetaria, en su sesión celebrada hoy, decidió mantener la tasa de interés líder de la política monetaria en 5.50%, con base en el análisis integral de la coyuntura interna y externa, luego de haber conocido el Balance de Riesgos de Inflación, así como los resultados del corrimiento mecánico de abril del Modelo Macroeconómico Semiestructural y la orientación de las variables indicativas de política monetaria.

En su decisión, la Junta Monetaria tomó en consideración que las perspectivas de crecimiento económico mundial si bien han mejorado, continúan los riesgos a la baja, principalmente por las tensiones en Europa que han aumentado la volatilidad en los mercados financieros internacionales recientemente. Dichas perspectivas incluyen una moderación en el crecimiento de China, pero una mejora en otras economías emergentes. En cuanto a los precios de las materias primas éstos continúan altos, aunque sus pronósticos de corto y mediano plazo son similares a los del balance de riesgos de inflación anterior; además, se consideró que la mejora en las perspectivas económicas a nivel global habría incidido en las proyecciones de inflación a nivel mundial, tanto para 2012 como para 2013.

A nivel interno, se tomó en consideración que el IMAE continúa con un comportamiento en línea con la previsión de crecimiento económico para este año, que la inflación se ha venido desacelerando y que los pronósticos de inflación y las expectativas de inflación de los agentes económicos apuntan a que ésta estaría cerrando alrededor del límite superior del margen de tolerancia de la meta para 2012.

La Junta Monetaria manifestó que tomando en consideración que prevalecen niveles altos de incertidumbre en el entorno externo, en esta oportunidad existe espacio para mantener el nivel actual de la tasa de interés líder.

La Junta Monetaria también manifestó que continuará dando seguimiento al comportamiento de los pronósticos y expectativas de inflación y a los principales indicadores económicos, tanto internos como externos, en particular aquéllos que generan una fuerte incertidumbre, a fin de que, si se materializan algunos de los riesgos previstos en esta ocasión, se adopten las acciones oportunas para evitar que la trayectoria de la inflación se aleje de la meta de inflación de mediano plazo.

Guatemala, 25 de abril de 2012

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.banquat.gob.gt).