

# **BANCO DE GUATEMALA**



**RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA  
MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 25-2012,  
CELEBRADA EL 27 DE JUNIO 2012, PARA DETERMINAR  
EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA  
POLÍTICA MONETARIA**

**Guatemala, 22 de julio de 2012**

**RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 25-2012, CELEBRADA EL 27 DE JUNIO DE 2012, PARA DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA.**

1. En sesión 25-2012 celebrada por la Junta Monetaria el 27 de junio 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 29-2012 del 22 de junio de 2012<sup>1</sup>, 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 junio de 2012 y el Balance de Riesgos de Inflación, se destacó que en el ámbito externo las proyecciones relativas al desempeño económico mundial efectuadas por varios entes internacionales (FMI, Banco Mundial, Naciones Unidas, The Economist Intelligence Unit y Consensus Forecasts), en promedio, no variaron respecto del mes anterior, dado que la tasa de crecimiento a nivel mundial tanto para 2012 como para 2013 continuó ubicándose en 2.9% y 3.4%, respectivamente, lo cual era indicativo de que a pesar de la intensificación de la crisis en la Zona del Euro que ocurrió entre mayo y junio, las referidas estimaciones no anticipaban una desaceleración abrupta en la actividad económica mundial, ello a pesar que se mantenían tasas de desempleo altas en algunas economías avanzadas y que el crecimiento de la República Popular China se había moderado. Para los Estados Unidos de América, aun cuando la actividad económica mostró recientemente un crecimiento más moderado y el desempleo detuvo su tendencia a la baja, las proyecciones de los entes citados no reflejaban un cambio significativo ya que se preveía un crecimiento para 2012 de 2.1%, resultado del comportamiento observado en el desempeño de la producción industrial, el sector inmobiliario y el gasto del consumidor. Para la Zona del Euro, el desempleo se mantenía alto y el crecimiento económico continuaría siendo débil al ubicarse para 2012 y para 2013 en -0.4% y 0.7%, respectivamente. Al respecto, vale destacar que a pesar de que se observaron medidas más profundas y coordinadas a nivel

---

<sup>1</sup> El análisis efectuado por el Comité de Ejecución puede consultarse en el Acta No. 29-2012 correspondiente a la sesión del 22 de junio de 2012, publicada en el sitio Web del Banco de Guatemala ([www.banguat.gob.gt](http://www.banguat.gob.gt)).

internacional, la crisis de la Zona del Euro estaba lejos de solucionarse. Sin embargo, las proyecciones recientes para dicha zona aún no daban cuenta de una recesión mayor a la prevista en el balance de riesgos anterior (-0.3% y 0.9%). Para América Latina, dichos entes estimaban que el crecimiento de la actividad económica se situaría en 3.5% para 2012 y en 4.1% para 2013 (valores similares a los estimados en mayo). En conclusión, la estimación de crecimiento mundial efectuada en junio por los referidos expertos internacionales no cambió respecto de su estimación anterior, a pesar de la intensificación de la crisis en la Zona del Euro y los mayores niveles de incertidumbre asociados. La volatilidad en los principales índices accionarios crecieron a raíz de la intensificación de los problemas en la Zona del Euro, lo cual impactó en el comportamiento de los mercados financieros internacionales, debido a eventos que involucraban a Grecia y a España, en parte asociados al retraso en la implementación de medidas concretas para fortalecer el sistema financiero español y a la expectativa respecto de los resultados de las elecciones en Grecia. La fragilidad de los sistemas financieros de la Zona del Euro, conllevaba el riesgo de que el desapalancamiento de dichos sistemas era más intenso que lo observado, situación que se mencionó como uno de los riesgos que explicaría la baja en la actividad económica en dicha zona. No obstante lo anterior, los líderes del G-20 se comprometieron a trabajar en conjunto para fortalecer la recuperación económica y moderar las tensiones en los mercados financieros; asimismo, los miembros de la Zona del Euro en el G-20 acordaron implementar las medidas de política que fueran necesarias para salvaguardar la integridad y la estabilidad de dicha zona, particularmente para encontrar una solución definitiva no sólo a la crisis de la deuda en la Zona del Euro, sino para enfrentar los problemas de desempleo y bajo crecimiento económico, mediante soluciones contundentes que mejoraran las perspectivas de mediano y largo plazo. Por otra parte, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, tomando en consideración la moderación en el crecimiento de precios y de las expectativas de inflación de los agentes económicos, decidió extender la vigencia de su "Operación Twist" que vencía el 30 de junio y fue prorrogada hasta finales de 2012, con el propósito de mantener la expectativa de que las tasas de interés de largo plazo se mantendrían en niveles bajos. Los precios internacionales de las materias primas (petróleo, maíz y trigo), evidenciaron una reducción en las proyecciones para 2012,

respecto de las previstas el mes anterior, asociada, en el caso del petróleo, a la evolución económica en la Zona del Euro y en la República Popular China, al incremento en el volumen de producción de petróleo y al nivel de los inventarios en los Estados Unidos de América, los cuales aunque se anticipaba podrían tener una reducción significativa en las próximas semanas, aún se mantenían altos. En el caso del maíz y del trigo, la reducción se asociaba, principalmente, a factores de oferta (asociados a expectativas altas de producción); no obstante, los precios internacionales de dichos granos continuaban en niveles históricamente altos. En cuanto al comportamiento de la inflación, se indicó que, en general, se estaban observando menores presiones inflacionarias a nivel internacional, lo cual se asociaba, principalmente, al comportamiento previo de los precios de la energía y de los alimentos. Según Consensus Forecasts para los Estados Unidos de América y América Latina, las proyecciones para cierre de 2012 fueron menores respecto a las del mes previo; mientras que registraron un ligero incremento para la Zona del Euro y para el Reino Unido. Para 2013, con excepción de la República Popular China, no se registran cambios en las proyecciones.

En el entorno interno, los departamentos técnicos señalaron que el desempeño del índice mensual de la actividad económica a abril de 2012 continuaba mostrando niveles congruentes con el crecimiento económico previsto para 2012 (entre 2.9% y 3.3%) y que también era acorde con el crecimiento del PIB registrado en el cuarto trimestre de 2011. Destacaron que el índice de confianza de la actividad económica alcanzó en mayo un nivel de 79.78%, situación que continuaba indicando que prevalecía un clima favorable de negocios, lo cual era consistente con las perspectivas de crecimiento económico para el presente año. En cuanto al comercio exterior, los departamentos técnicos señalaron que las cifras observadas a abril para las exportaciones mejoraron levemente, mientras que las importaciones se desaceleraron en términos de valor; no obstante, en términos de volumen se mantenían en línea con la proyección de cierre para 2012. 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). Para finales de 2012 se esperaba un incremento en los ingresos tributarios de 6.7% y de 3.9% en los gastos totales. Con cifras preliminares a

mayo, los ingresos tributarios registraron una variación interanual de 5.6%, mientras que el gasto se contrajo en 10.0%, lo que dio como resultado un superávit fiscal equivalente a 0.2% del PIB. Los departamentos técnicos indicaron que la proyección econométrica del ritmo de inflación total para diciembre de 2012 (con datos de inflación observados a mayo) se situó en 4.43% y para 2013 en 5.33%, las cuales fueron inferiores tanto a las proyecciones efectuadas el mes anterior como a las incluidas en el balance de riesgos previo. No obstante, destacaron que aunque la probabilidad de que la inflación se ubicara en la meta en 2012 era alta (el valor proyectado se encuentra alrededor del valor puntual); se prevé que para 2013 la situación se revertiría, dado que para finales de dicho año, el ritmo inflacionario excedería el límite superior del margen de tolerancia de la meta correspondiente. Sobre el particular, se subrayó que el comportamiento reciente de la inflación tuvo efectos, fundamentalmente, en el pronóstico de corto plazo. En un horizonte más largo, aunque el pronóstico para 2013 había venido disminuyendo respecto al de los dos meses previos, ese continuaba por encima de la meta para dicho año, por lo que desde un punto de vista prospectivo ello sugería prudencia en las decisiones de política monetaria que se adoptaran es esa oportunidad, debido a que ello impactaría en la trayectoria de la inflación no sólo para 2013, sino para los próximos años. En todo caso, reiteraron que, si bien los riesgos en el corto plazo parecían estar contenidos, prevalecían riesgos de inflación que podrían alejar su pronóstico de la meta de política monetaria de mediano plazo. Además, señalaron que las expectativas de inflación del panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta de expectativas económicas realizada en mayo, mejoraron para diciembre de 2012, al ubicar el ritmo inflacionario en 5.72% (6.07%, en la encuesta de abril), mientras que para 2013 el valor se situaba en 5.60% (5.69% en la encuesta de abril). Dichas expectativas seguían 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 tienen 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 su metas de inflación, en el que la prudencia (que no debe confundirse con ortodoxia) juega un papel fundamental. En el caso de las proyecciones del ritmo

inflacionario subyacente indicaron que para finales de 2012 y de 2013 se situaban en 3.95% y 4.74%, en su orden, niveles inferiores a los proyectados el mes previo (4.58% y 5.03%, respectivamente); ubicándose, en ambos casos, dentro de los márgenes de tolerancia establecidos para la meta de inflación de los referidos años. Con relación al corrimiento mecánico del MMS efectuado en junio de 2012 indicaron que ese presentaba una trayectoria de inflación ligeramente más baja para 2012 que la pronosticada en el corrimiento trimestral de mayo, como consecuencia, principalmente, de la reducción registrada en el precio internacional del petróleo y del hecho de que la inflación observada en mayo de 2012 se situó por debajo del valor esperado. Se indicó que para diciembre de 2012 y de 2013 se esperaba que las tasas de inflación se situaran en 3.96% y 3.63%, respectivamente, siempre y cuando la tasa de interés líder de política monetaria registrara una trayectoria orientada a restringir moderadamente la postura de la política monetaria con el objeto de que la inflación observada convergiera hacia la meta de inflación de largo plazo y de que las expectativas inflacionarias de los agentes económicos se anclaran a dicha meta. Los departamentos técnicos también indicaron que el crédito bancario al sector privado total, al 14 de junio de 2012, continuó expandiéndose al registrar una tasa de variación interanual de 15.3% (12.7% en moneda nacional y 22.1% en moneda extranjera). Al respecto, comentaron que dicho dato era indicativo de que la postura de política monetaria continuaba siendo moderadamente expansiva, aunque se consideraba que podría moderarse en lo que resta del año hasta ubicarse alrededor de la proyección para finales de 2012, la cual era consistente con la tasa de crecimiento económico estimada para este año (entre 2.9% y 3.3%). Adicionalmente, indicaron que el índice sintético de las variables indicativas se redujo respecto del valor registrado en mayo de 2012 y continuaba recomendando, aunque en menor grado, la adopción de una política monetaria moderadamente restrictiva.

En resumen, los departamentos técnicos manifestaron que si bien se habían reducido los riesgos de inflación de corto plazo, aún existían riesgos de que la inflación el próximo año pudiera ubicarse fuera de meta, lo que en condiciones normales sugeriría elevar la tasa de interés de política monetaria o al menos mantenerla; sin embargo, señalaron que se había acrecentado la incertidumbre en los mercados financieros internacionales que si bien no afectó las previsiones del crecimiento

económico mundial, mantenía los riesgos a la baja en dicho crecimiento. Dicha incertidumbre contribuyó, en parte, a la evolución a la baja que tuvieron los precios internacionales del petróleo y del maíz; a la reducción en las presiones inflacionarias en las economías desarrolladas; y a la estabilización de dichas presiones en aquellas economías que operan dentro del esquema de metas explícitas de inflación. En el ámbito interno la reducción del precio de las materias primas contribuyó a la moderación en la trayectoria de la inflación observada y a elevar la probabilidad de que el ritmo inflacionario total se ubique dentro de la meta para 2012. En contraste, las expectativas de inflación continuaron fuera de la meta tanto para 2012 como para 2013, aunque se redujeron respecto de los niveles que venían registrando; el MMS sugería restringir moderadamente la postura de la política monetaria; las variables indicativas continuaban sugiriendo una política monetaria moderadamente restrictiva, aunque en menor grado que en el balance de riesgos previo; y las variables informativas, incluyendo el crédito bancario al sector privado, continuaban evidenciando una política monetaria moderadamente expansiva. 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 en el corto plazo o al menos mantener la postura actual de política monetaria, los altos niveles de incertidumbre en el entorno externo podrían estar abriendo una ventana, temporal y limitada, para considerar una reducción del nivel de la tasa líder de política monetaria. No obstante, indicaron que de continuar la recuperación económica mundial y consolidarse el sentimiento favorable de los agentes económicos respecto de la economía nacional, cualquier decisión en ese sentido no debería modificar la trayectoria de la inflación para 2013, pues como lo evidenciaban el MMS y las proyecciones pasivas de inflación, esa no sólo no convergería a la meta de mediano plazo, sino que además podría tener un costo adicional en términos de expectativas de inflación, lo cual podría generar un escenario inflacionario adverso y mermar la credibilidad de los agentes económicos respecto de la conducción de la política monetaria. Dicha situación ponía de manifiesto que si se evidenciara un resurgimiento de las presiones de inflación de mediano plazo, es decir, no se materializaban los riesgos a la baja en el crecimiento económico, la autoridad monetaria debería tener la capacidad de retomar su postura de política monetaria, es decir, adoptar las medidas

de restricción que fueren necesarias para contribuir al anclaje de las expectativas de inflación de largo plazo y procurar mantener la inflación alrededor de una meta de mediano plazo. En ese sentido, como resultado de una amplia discusión, análisis y reflexiones, los departamentos técnicos sugirieron al Comité de Ejecución que recomendara a la Junta Monetaria que, en un marco de prudencia, cautela y gradualidad, en esa oportunidad la tasa de interés líder de la política monetaria podría reducirse en un máximo de 25 puntos básicos.

El Presidente señaló que el Comité deliberó acerca del contenido de los informes de los departamentos técnicos, con el objeto de presentar a la Junta Monetaria elementos de análisis que pudieran ser útiles para la decisión respecto a la tasa de interés líder de la política monetaria. Los miembros del Comité discutieron amplia y detenidamente la recomendación de los departamentos técnicos, 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 era evidente que los riesgos y las tensiones en los mercados financieros habían aumentado significativamente en las últimas semanas derivado, principalmente, de algunos acontecimientos que se observaron en Europa y que se asociaron a lo sucedido en Grecia y en España; sin embargo, a pesar de esas tensiones que se reflejaron en los mercados financieros, se observó que las estimaciones de crecimiento de la economía mundial de Naciones Unidas, FMI, Banco Mundial, The Economist Intelligence Unit y Consensus Forecasts de junio, conforme lo indicado por los departamentos técnicos, mantuvieron niveles similares de crecimiento para 2012. Mencionó que en el caso de los Estados Unidos de América, el comportamiento de algunos indicadores aún era mixto y que la Reserva Federal había moderado su perspectiva de crecimiento a un rango de 1.9% y 2.4%, anticipando que habría alguna moderación en el comportamiento de la inflación para este año, lo cual le permitía mantener su tasa de interés de referencia en niveles históricamente bajos. Asimismo, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto había decidido extender su “Operación Twist” hasta finales de 2012, con el objetivo de incidir positivamente en las condiciones crediticias. Destacó que la presiones inflacionarias se estaban moderando a nivel mundial, particularmente en los países avanzados, lo que, aunado a la reciente baja de los precios internacionales de las materias primas que



afectan la inflación en Guatemala, disminuía las presiones en los precios internos vía menor inflación importada. Con relación al escenario interno, indicó que la inflación observada, al haber sido más baja que la esperada, se ubicaba dentro de la meta de inflación, lo cual de alguna manera estaría reduciendo los riesgos inflacionarios de corto plazo; no obstante, en su opinión los riesgos de inflación de mediano plazo, no necesariamente estarían contenidos. En lo que respecta al comportamiento del crédito bancario al sector privado, subrayó que ese mostró un comportamiento dinámico, más aun el destinado al consumo, que mantuvo una tendencia de crecimiento acelerado desde el año pasado, lo cual era indicativo de que la demanda interna continuaba estimulada. Indicó que las remesas familiares también se encontraban creciendo más de lo esperado, lo cual resultaba relevante dado que dichos ingresos incentivaban el consumo privado, componente importante de la demanda interna, lo cual también se complementaba con las expectativas de empleo para Guatemala, que según la empresa Manpower, continuaban siendo favorables para el tercer trimestre del año. 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 contribuyeron a moderar el crecimiento de los precios, lo cual se reflejaba en el dato más reciente del índice de precios al consumidor de mayo y que podría contribuir a que al final de 2012 la inflación se situaría en meta; esa situación no se veía tan clara para las metas de mediano plazo, por lo que cualquier recomendación para Junta Monetaria debía tomar en cuenta de manera objetiva que si bien los riesgos de corto plazo para la inflación parecían estar contenidos, los riesgos de mediano plazo a pesar de la incertidumbre mundial, permanecían presentes y, por tanto, las decisiones respecto de la tasa de interés líder de la política monetaria deberían ser cuidadosas. Trajo a cuenta que entre los principios que guiaron las decisiones de política monetaria en los bancos centrales de muchos países, antes y después de la crisis, se reconocía el principio de Taylor que establece que para alcanzar la estabilidad de precios los bancos centrales debían aumentar sus tasas de interés y en muchos casos dichos aumentos debían ser mayores que los niveles de inflación para procurar que las tasas de interés reales fueran positivas, en adición recordó el principio relacionado con el problema de inconsistencia temporal, es decir aquél que establece que una decisión que pudiera

ser considerada óptima actualmente, puede que no permanezca así tiempo después, por ende, era crucial que los banqueros centrales para mantener su credibilidad y reputación actuaran rápidamente en caso las condiciones que determinaron su decisión tomada no minen la confianza de los agentes económicos y actuaran rápidamente ajustando las tasas de interés de política de manera que la inflación se mantuviera dentro de la meta prevista. En ese sentido, dijo que comprendía la recomendación de los departamentos técnicos respecto de actuar con cautela y gradualidad, por lo que dado lo limitado de los espacios disponibles para una reducción de la tasa de interés de política monetaria, podría acompañar dicha recomendación.

Otro miembro del Comité subrayó en cuanto al entorno externo, que los niveles de incertidumbre y volatilidad se incrementaron en el actual balance de riesgos respecto del anterior. En ese sentido, la principal fuente de riesgo a la baja para el crecimiento económico mundial seguía proviniendo de la crisis de deuda en la Zona del Euro, en donde, aunque el promedio de las previsiones apuntaba a una recesión moderada de 0.4% este año y que era levemente mayor a la de 0.3% proyectada en ocasión del balance de riesgos previo, la solución definitiva aún parecía estar lejos de alcanzarse. No obstante, indicó que se adoptaron acciones importantes por parte de las autoridades europeas y se observaba que muchas economías estaban dispuestas a ayudar en la solución de la crisis (por ejemplo, mediante el reciente y significativo incremento de la capacidad prestable del FMI). Sin embargo, economías como la española seguían encontrando problemas para refinanciar su deuda y sus problemas bancarios internos continuaban siendo un reto importante para las autoridades de ese país. Con relación a los Estados Unidos de América, los resultados del desempeño económico eran mixtos, aunque el mercado laboral se deterioró ligeramente respecto del balance de riesgos anterior, el mercado inmobiliario evidenciaba signos de mejora. Ese desempeño mixto se reflejaba en los resultados del “Libro Beige” publicados recientemente por la Reserva Federal; no obstante que dicho ente redujo sus previsiones económicas recientemente, estaban más en línea con el consenso de la mayoría de expertos internacionales de que el crecimiento económico para 2012 se ubicaría ligeramente por arriba de 2.0%. Resaltó que dicha cifra de crecimiento continuaba siendo relevante para una economía como la estadounidense, donde

crecimientos de 2.0% no eran bajos, particularmente en un ambiente donde prevalecían retos para recuperar los mercados laboral e inmobiliario. Agregó que los riesgos a la baja, especialmente los que pudieran provenir de Europa, aún prevalecían. Mencionó que para las economías emergentes el crecimiento económico se había venido moderando, principalmente en República Popular China y en Brasil, lo que también se constituía en una fuente de riesgo para el crecimiento económico mundial. En cuanto a los precios del petróleo, esos fueron reduciéndose en línea con la evolución de la actividad económica a nivel mundial y aumentos temporales en la oferta, aunque existían factores estructurales como la escasa brecha entre oferta y demanda mundial de petróleo, los cuales pueden provocar que una modificación súbita de expectativas también ocasione cambios importantes en las cotizaciones de dicha materia prima. A pesar de la baja reciente, los pronósticos del precio medio de petróleo aún permanecían altos para finales de 2012 y eran mayores para finales de 2013, anticipándose que la reciente reducción podría ser temporal. Con relación al entorno interno, la actividad económica parecía no estar siendo afectada, hasta el momento, pues algunos indicadores estarían indicando que la actividad económica evolucionaba en línea con lo que se previó en diciembre pasado. El comercio exterior disminuyó, pero en línea con lo esperado; la recaudación tributaria seguía creciendo de acuerdo con lo previsto; el crédito al sector privado continuaba dinámico, incluso levemente más dinámico que lo esperado; las remesas familiares estaban creciendo cerca del 8%, es decir por encima del 5.7% estimado para fin de año, no se evidenciaban restricciones de liquidez externa en los bancos del sistema; y el comportamiento del empleo (de acuerdo con la información del IGSS), aunque a un ritmo más moderado, seguía creciendo. No obstante, era claro de que se estaba observando una crisis internacional que conllevaba riesgos a la baja en el crecimiento económico mundial; por supuesto, esos riesgos baja respecto del escenario base seguían siendo altos, lo que hacía necesario mantener un monitoreo continuo de los indicadores de corto plazo de la actividad económica para identificar si la estarían afectando de manera importante. Por su parte, aunque la inflación observada mantuvo una tendencia a la baja, los análisis técnicos y los pronósticos de corto plazo apuntaban a que dicha baja era temporal y que estaría revirtiéndose en la segunda parte del año, tal como se señaló en varias oportunidades, permaneciendo los precios en niveles altos en 2013.

En resumen, indicó que aunque habían factores que podrían estar sugiriendo elevar el nivel de la tasa de interés líder en el corto plazo o al menos mantenerla, se planteaba darle algún peso a la incertidumbre prevaleciente en el entorno externo para considerar una modificación a la actual postura de política monetaria. En ese sentido, señaló que, aunque compartía la opinión de los departamentos técnicos, en la coyuntura observada muchos bancos centrales adoptaron una postura de observar y esperar, dado que no era del todo claro que se hubieran moderado los riesgos de inflación de mediano plazo, situación similar a la que reflejaban los indicadores presentados en el balance de riesgos de inflación para Guatemala. No obstante, consideraba que proponer una reducción de la tasa de interés líder de política monetaria de hasta 25 puntos básicos, como lo sugerían los departamentos técnicos, podría ser una medida prudente, aunque debía ser monitoreado de manera cercana el desempeño económico internacional, a fin de reaccionar oportunamente en caso las condiciones cambiaran, dado que en su opinión esa acción era más bien de naturaleza preventiva en caso el entorno externo se deteriorara aún más.

Un miembro del Comité destacó que, a pesar de que se incrementaron las tensiones a nivel mundial respecto del último periodo de revisión, ninguna de las entidades especializadas o analistas internacionales estaban haciendo cambios significativos en sus pronósticos de crecimiento económico, más bien los cambios a los mismos fueron realmente marginales y no estaban anticipando un caos en el comportamiento de la actividad económica mundial. En cuanto al entorno interno, destacó que existían tres elementos a considerar en el comportamiento de la actividad económica, la evolución positiva en las condiciones crediticias para consumo, las mejores expectativas acerca del nivel de empleo y el comportamiento de las remesas familiares, las cuales estaban creciendo a un ritmo mayor al esperado. Lo anterior, de alguna manera, indicaría que el consumo continuaba evolucionando en línea con la expectativa de crecimiento que se tenía para 2012, vía la demanda interna, lo cual se validaba también con el comportamiento, en terreno positivo, que denotó el IMAE; por ello, señaló que era obvio que los espacios para una reducción en el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria no eran tan amplios, dado que si bien disminuyeron los riesgos de inflación de corto plazo derivado de la moderación en el comportamiento de algunos factores externos, el mejor desempeño de algunos indicadores a nivel

interno y las proyecciones de inflación en horizontes más amplios, seguían evidenciando que existían riesgos inflacionarios de mediano plazo. Con relación a la disminución en las presiones inflacionarias de corto plazo, destacó la evolución del precio internacional de las materias primas, en las cuales aún persistían riesgos que podrían generar presiones al alza en el mediano plazo, por lo que existían elementos que sugerían ser prudentes en las decisiones que se adoptaran respecto de la tasa de interés líder. En ese sentido, mencionó que en el ritmo inflacionario interanual observado en mayo, se registró un incremento en 253 gastos básicos que representaban cerca del 91% del total de gastos, mientras que las reducciones se concentraron en 9 gastos básicos que equivalían aproximadamente al 3.0% del total. En otras palabras dijo que se evidenciaba que, en términos del ritmo inflacionario total, los gastos básicos que contribuyeron a la reducción eran pocos, lo cual podría ser un indicador de que había factores de índole temporal que estaban afectando la inflación y que podrían revertirse en los próximos meses, como se preveía en las estimaciones del ritmo inflacionario total. Por ello, recalcó que los factores mencionados sugerían, al menos, mantener la postura actual de la política monetaria.

Otro miembro del Comité manifestó que efectivamente se estaba frente a un escenario complejo en donde prevalecía la incertidumbre, fundamentalmente, por el tema de Europa debido a los diferentes grados de percepción que tenían los analistas económicos, pero que de alguna manera estaban introduciendo ruido a las perspectivas de crecimiento económico mundial. En ese sentido, mencionó que el papel del Banco Central se enmarcaba en mantener una meta de inflación que fuera consistente con un crecimiento económico sostenible y, por tanto, sí era fundamental que la autoridad monetaria siguiera trasladando las señales claras sobre los riesgos de inflación. Por esa razón, si bien existía la posibilidad de reducir el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria, ello debiera considerarse siempre y cuando se mantuviera el compromiso de que la inflación en el largo plazo debiera de ser baja y estable, dado que Guatemala todavía mantenía una meta de inflación alta en comparación con los niveles de nuestros principales socios comerciales y de otros países de América Latina que operaban en el esquema de metas explícitas de inflación, lo que dio origen a que el salario mínimo se ajustara recurrentemente, en detrimento de los costos de producción y de la competitividad del país. En ese sentido,

indicó que era importante continuar trabajando en el anclaje de las expectativas de inflación de los agentes económicos y con la prudencia necesaria, en esa ocasión, podría acompañar la sugerencia de los departamentos técnicos, pero haciendo la salvedad que se debiera de ser muy cuidadoso con el enfoque que tuviera la política monetaria en el mediano plazo, puesto que algunos bancos centrales actuaron con mucha prudencia en ese contexto, incluso aquellos que tenían inflaciones más bajas que las de Guatemala, dado que no realizaron ajustes a la baja en sus tasas de interés, a pesar de que se encontraban más expuestos al comportamiento de la economía mundial.

Un miembro del Comité indicó que las revisiones realizadas a las tasas de crecimiento económico por parte de algunos entes para 2012, considerando el entorno internacional, no evidenciaban un agravamiento importante de las condiciones de dicho entorno, dado que si ello estuviera sucediendo, las estimaciones de crecimiento estarían reflejando niveles más bajos; mientras que para el horizonte de 2013, las proyecciones variaban muy levemente y no se proyectaban tasas de crecimiento negativas para la Zona del Euro. En cuanto al plano político, mencionó que antes de las elecciones en Francia había grandes expectativas de que el desempeño de la Zona del Euro se complicaría aún más, dado que se anunciaron ajustes en la política macroeconómica de la Zona del Euro. En Grecia, el ganador de la contienda electoral, el partido conservador Nueva Democracia, abrió una perspectiva que aunque generaba incertidumbre respecto a la continuidad de los programas de ajuste en dicho país, esa era menor de la que se observó en los meses previos. En adición, resaltó que en las reuniones del G-20 en Los Cabos, México, se acordó el compromiso de trabajar en conjunto para fortalecer la recuperación económica y moderar las tensiones en los mercados financieros. En resumen, indicó que había consideraciones de naturaleza económica y también política que iban en la dirección de que la situación era complicada, como se evidenció en España debido a la nacionalización de *Bankia*, pero había aspectos positivos que eran rescatables en el sentido de que se había visto más apoyo en términos de recursos financieros y mayores consensos entre los países del área. Destacó que la coyuntura internacional prevaeciente conllevaba riesgos para el crecimiento económico mundial y dados los amplios márgenes de incertidumbre que privaban en el entorno macroeconómico externo, la actividad económica interna no

estaba exenta de los efectos de la crisis internacional. En ese sentido, enfatizó que las medidas de política monetaria debían analizarse cuidadosamente y adoptarse con gradualidad, dado que según los departamentos técnicos en la coyuntura actual podría haber una ventana para reducir temporalmente el nivel de la tasa de interés líder, una decisión en esa dirección debía ser prudente, en virtud de que a nivel interno los riesgos al alza en la inflación de mediano plazo podrían acrecentarse, menoscabando la credibilidad de la autoridad monetaria. Asimismo, las expectativas de inflación de los agentes económicos no cedieron por completo al igual que las proyecciones de inflación, lo cual evidenciaba que eran 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, a efecto de estar atentos al desenvolvimiento de la economía mundial. En ese sentido, apoyó la sugerencia de los departamentos técnicos en los términos descritos.

El Presidente indicó que como resultado de la amplia discusión, análisis y reflexiones, el Comité por unanimidad dispuso recomendar a la Junta Monetaria que, en esta oportunidad, se redujera la tasa de interés líder de la política monetaria en 25 puntos básicos, para ubicarla en 5.25%.

2. Con base en la exposición del análisis del Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, los pronósticos de inflación generados por el corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) correspondiente a junio 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 Junta manifestó que le extrañaba que el Comité de Ejecución propusiera bajar en 25 puntos básicos la tasa de interés líder porque el MMS señalaba que debía subirse dicha tasa. También, indicó que le sorprendía, que en un entorno económico mundial con desaceleración en la mayoría de países, que los modelos econométricos y prospectivos del Banco Central no estuvieran capturando esa incertidumbre, porque en Guatemala las exportaciones e importaciones registraban una desaceleración. Además, expresó que el sector privado organizado había manifestado que sus ventas estaban por debajo de sus pronósticos. Subrayó

que le asombraba que uno de los argumentos del Comité de Ejecución fuera que como todos los años la inflación subía en el segundo semestre que también en 2012 sucedería lo mismo y para él dicho argumento no era cierto pues lo que estaba sucediendo en ese año no había sucedido nunca, por lo que hacer proyección económica basado en lo sucedido estacionalmente en los años anteriores carecía de validez. Indicó que por ningún lado observaba presiones inflacionarias en el mediano plazo y tampoco creía que los analistas económicos vislumbraban dichas presiones inflacionarias, mucho menos cuando la mayoría de países estaban creciendo por debajo de su potencial y sin una expectativa de que hubiera un cambio, porque aunque se tomaran decisiones a nivel político para estabilizar el nerviosismo de los mercados financieros, la producción real no se recuperaría. Aclaró que estaba comprometido con el esquema de metas explícitas de inflación porque estaba convencido que el mejor legado que le puede dejar el Banco Central a una economía era una inflación baja y estable, pero insistió que no había presiones inflacionarias que indicaran que debía seguirse con una política monetaria restrictiva y desconocía hasta cuándo el MMS sugeriría bajar la tasa de interés líder, porque no lo estaba sugiriendo ahora cuando el escenario mundial estaba complicado. Indicó que un factor que estaría presionando los precios internacionales del petróleo hacia la baja, sería que encontraron nuevos yacimientos de gas en los Estados Unidos de América y tenían algunas alternativas de aprovechamiento de ese gas porque su precio nunca había estado en niveles tan bajos, lo cual provocaría un cambio en la matriz energética mundial y, a su vez, quitaría algunas presiones inflacionarias. Señaló que compartía la aseveración expresada por el sector privado organizado respecto a la importancia de tener en el mediano y largo plazo una inflación como la de los países desarrollados (baja y estable), pero estimaba que por las estructuras de producción y del tamaño del mercado del país todavía se tendría que trabajar en el mercado interno para llegar a una tasa de inflación por debajo de 2.0% y llegar a esos niveles significaría ponerle una camisa de fuerza que haría insostenible a una economía como la del país. Señaló que la situación que se estaba viviendo se preveía desde hace mucho tiempo y puso de ejemplo que la mayoría de los precios de los productos de exportación se estaban deprimiendo porque había más oferta que demanda, por lo que no entendía dónde estaban las presiones inflacionarias en el mediano plazo si el entorno económico



mundial era de desaceleración económica. Comentó que en otras oportunidades había expresado que el alza en el precio internacional del petróleo generaba inflación importada y que la Junta no podía hacer nada sobre el particular porque sólo podía actuar en la oferta monetaria y, por ende, en la demanda agregada, por lo que los precios del petróleo no deberían ser la preocupación. Señaló que Brasil disminuyó su tasa de interés de política en 50 puntos básicos, pero Guatemala no se podía comparar con esa economía porque era una dimensión diferente. Indicó que era difícil pronosticar el IPC por su comportamiento histórico, por lo que se tenía que tener la capacidad de ver el peligro en que estaba el mundo y con una política monetaria restrictiva se le estaba poniendo una camisa de fuerza a la economía; por ello propuso que en esa oportunidad se bajara la tasa de interés líder en 50 puntos básicos porque existían espacios suficientes y sería una disminución moderada y prudente. Preguntó cuál serían los efectos en la inflación, en la liquidez y en la tasa de interés bancaria, si la tasa de interés líder disminuyera 25 puntos básicos, porque cuando se incrementó o disminuyó 25 puntos básicos no hubo efectos y él deseaba que surtiera un efecto. Asimismo, consideraba que con una baja de 50 puntos básicos se mandaba el mensaje a los agentes económicos de que la autoridad monetaria tiene el compromiso con el esquema de metas explícitas de inflación y la meta de inflación a mediano plazo. Indicó que estaba de acuerdo que había suficiente liquidez en el mercado guatemalteco, pero desafortunadamente no estaba en las manos de los agentes económicos, por lo que no estaría presionando la demanda agregada y, por tanto, los precios.

Otro miembro de la Junta expresó que el Gobierno tenía el compromiso de mantener baja y estable la tasa de inflación y de respetar la autonomía del Banco Central, prueba de ello era que en la propuesta de reformas constitucionales no se proponía ninguna que restringiera la autonomía de esa institución, porque la estabilidad monetaria era una condición clave para el crecimiento y el desarrollo de los países, pero no era la única condición que un país debía buscar. Respecto a las expectativas de inflación, indicó que ahora se cumplían derivado de los efectos del fenómeno del Niño y no por la evolución del precio internacional de los *commodities*. Mencionó que el precio internacional del petróleo se estaba reduciendo y que en todos los países se registraba una desaceleración económica, incluso en la República

Popular China, India y Brasil y, por esa razón, Brasil redujo la tasa de interés de política. Indicó que muchos de los precios en Guatemala eran derivados de la inflación importada. Señaló que había posibilidades de que el fenómeno del Niño afectara al país en 2013, pero según las proyecciones meteorológicas para 2012 se tendría un período de lluvias normal, por lo que no habría un efecto inflacionario derivado de un desastre natural o de una reducción en la producción de alimentos. Señaló que la política fiscal en conjunto con la política monetaria juegan un rol importante y tomó en cuenta las expectativas que habían al principio del año sobre una reducida caja fiscal, por lo que se hizo un compromiso de contención del gasto y de realizar una ejecución en función del límite inferior de la tasa de crecimiento económico estimada por el Banco Central. Señaló que se logró contener el gasto público no solamente por la baja ejecución en el primer semestre, sino también porque se quería dar una señal de disciplina fiscal, por esa razón los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala eran elevados; sin embargo, en este momento el Ministerio de Finanzas Públicas tomará su rol de inyectar liquidez al mercado liberando la contención que realizó sobre todo en obligaciones a cargo del tesoro, porque no contemplaba expectativas altas de inflación y había espacio tanto para la política monetaria como para la política fiscal de establecer mejores condiciones para que el aparato productivo tuviera la liquidez necesaria para crecer, desarrollarse y generar más y mejores empleos, por esa situación apoyaba la propuesta de reducir en 50 puntos básicos la tasa de interés líder.

Otro miembro de la Junta manifestó que no observaba un panorama tan complicado por la crisis de deuda que afronta la Zona del Euro, debido a que Guatemala dependía más de los Estados Unidos de América, país que tiene un sistema bancario sano y aunque tuvo un problema puntual ya lo capitalizó y que sus proyecciones para 2012-2014 mostraban un crecimiento económico sostenido; indicó que las exportaciones de Guatemala a Europa representaban alrededor de 5.9% y casi todas eran de alimentos, por lo que de una u otra manera se seguiría exportando. Comentó que a pesar de los problemas que presentaban esos países se estaban consolidando y seguían firmes en su propuesta de preservar la Zona del Euro. Señaló que en Guatemala el crédito bancario al sector privado estaba creciendo 15.0% y los desembolsos proyectados de las instituciones bancarias para julio eran grandes, por lo

que observaba que la economía continuaba con cierto dinamismo, aunque al inicio del año parecía haber algo de desaceleración porque con un gobierno nuevo las empresas eran más cautas. Agregó que la demanda de créditos creció por el interés de las empresas de invertir en el país, por lo que no veía tan complicada la situación y tampoco miraba la camisa de fuerza que se mencionó, porque el sistema bancario tenía suficiente liquidez. Con respecto al crecimiento de los depósitos del Gobierno en el Banco Central señaló que regresarán a la economía cuando el Gobierno acelere el gasto y que los bancos del sistema seguirán otorgando créditos, siempre que estuvieran dentro de los parámetros de riesgo, por lo que estimaba que el crecimiento proyectado de 12.5% del crédito bancario se quedaría corto. Indicó que las tasas de interés activas continuaban bajando a niveles históricamente nunca vistos ya que para créditos empresariales mayores en quetzales estaba en 7.90% y en dólares en 5.88% y para créditos con garantía FHA estaba en 6.00% más un punto porcentual, por lo que mejores condiciones difícilmente podrían lograrse. Agregó que tampoco debiera de esperarse que las tasas de interés bajarán a niveles de 4.00% porque ello podría generar burbujas y podría tener un efecto rebote como el que hubo en los Estados Unidos de América. Señaló que Chile, un país más desarrollado que Guatemala, mantuvo su tasa de política en 5.0%, Colombia en 5.25% y Brasil en 8.0%, con el agregado que Brasil podría disminuir más su tasa sólo si considerara que la inflación se desaceleraría más de lo previsto. Indicó que compartía la recomendación del Comité de Ejecución de bajar en 25 puntos básicos la tasa de interés líder porque no sólo la consideraba prudente sino que permitía ver qué ocurriría en agosto y no sería conveniente bajarla más en esa oportunidad y luego aumentarla, porque haría perder credibilidad de la autoridad monetaria.

Un miembro de la Junta manifestó que si bien no se evidenciaba un agravamiento en el entorno económico mundial, sí había mucha incertidumbre; indicó que la crisis en los Estados Unidos de América fue derivada de la quiebra de bancos, pero en Europa la crisis era por la quiebra de países, lo cual elevaba el nivel de incertidumbre y a pesar de los esfuerzos que estaban haciendo, incluyendo los del G-20, no se observaba cómo podría resolverse dicha situación. Señaló que le preocupaba el comportamiento del comercio exterior y no consideraba que la caída de las exportaciones estaba en línea con lo esperado, porque junto con el descenso de

los precios estaba disminuyendo el volumen con el consecuente efecto adverso para el país. Señaló que se había indicado que la actividad económica se estaba desarrollando bien, que las condiciones crediticias eran buenas, que las remesas familiares registraban un comportamiento razonable y que existían mejores expectativas sobre el nivel de empleo, pero para él no era cierto, pues si todo estuviera bien no se estaría pensando en un crecimiento económico de entre 2.9% y 3.3% sino por lo menos igual al registrado en 2011 de 3.9%, pero ese no era el caso y probablemente la próxima revisión de crecimiento sería a la baja. Finalmente, indicó que estaba convencido de centrar la política monetaria en la meta de inflación y actuar con cautela y gradualidad; recordó que la última vez que se incrementó la tasa de interés líder fue en 50 puntos básicos, por lo que no entendía por qué ahora tenía que ser en 25 puntos básicos, y él lo que deseaba era enviar un mensaje que tuviera impacto en la economía y en los agentes económicos, por esa razón apoyaba la propuesta de reducir la tasa líder en 50 puntos básicos.

Otro miembro de Junta señaló que el balance de riesgos de inflación cada vez era más profundo e incluía mayor información sobre las diferentes variables que afectaban la tasa de interés líder, por lo que la presentación cubrió muy bien tanto la situación internacional como la nacional. Recordó que en 2008 la crisis de *Lehman Brothers* se expandió rápidamente por todo el mundo abarcando los sistemas bancarios de los países avanzados, afortunadamente el sistema bancario guatemalteco salió bien librado con el apoyo de la autoridad monetaria; señaló que esa crisis fue muy distinta a la actual y afortunadamente los Estados Unidos de América (locomotora principal del crecimiento económico mundial) adoptó una serie de medidas que contribuyeron a sanear su sistema bancario y hoy su economía estaba caminando relativamente bien, ya que si tuviera problemas más serios entonces los de Guatemala serían mayores. Indicó que eran válidas las inquietudes en cuanto a que hubiera una desaceleración mundial causada por los países del sur de la Zona del Euro, ese era un problema real que lo plantearon muy bien los técnicos y claramente señalaban que no se sabía cómo ni cuándo se resolvería, pero por ello se debía estar atentos a esos acontecimientos y monitorearlos para tratar de determinar su impacto. Señaló que con la colocación de Bonos del Tesoro en el mercado internacional por US\$700.0 millones, cuya demanda fue de US\$2,000.0 millones, se evidenciaba que los inversores

confiaban en invertir sus recursos en Guatemala a 10 años, porque estimaban que era un país que continuaba manejando bien su política fiscal y monetaria, pero si se adoptaban medidas equivocadas podrían cambiar la percepción de los inversionistas y de las calificadoras de riesgo que hasta el momento habían juzgado bien lo actuado por la autoridad monetaria, por esa razón aplaudía el mensaje respecto que el Gobierno deseaba enviar una señal fuerte de disciplina fiscal y cuando el gasto retornara a lo normal podría estimularse la actividad económica; entonces, se preguntaba cuáles podrían ser las señales que debía dar el Banco Central en un momento en que el país tenía las tasas de interés más bajas de los últimos 20 años y las más bajas de la región centroamericana y México, lo cual era muy positivo para la competitividad del país, pero se estaban manteniendo bajas por el prudente manejo de la política monetaria, que permitió una inflación baja. Señaló que la tasa de interés líder enviaba señales a los agentes económicos respecto a lo que el Banco Central pensaba en cuanto a la inflación futura. Expresó que con una baja de 25 puntos básicos se estaría diciendo que era posible que la inflación se mantendría estable con tendencia a la baja, pero si se disminuiera 50 puntos básicos se estaría diciendo que la inflación continuaría bajando, lo cual no era cierto, porque según se reflejaba en los pronósticos de inflación, dicha variable continuaría bajando, pero a partir de agosto o septiembre comenzaría a subir, en parte reflejo de lo que ocurrió el año pasado. Comentó que no era un truco matemático sino porque la metodología de la inflación interanual así lo demostraba, por lo que consideraba que lo más prudente era no mandar un mensaje de que la inflación seguiría bajando, sobre todo en el mediano plazo, lo cual podría complicarse por las cantidades de dinero que se inyectaron por la Reserva Federal y por el Banco Central Europeo lo cual tarde o temprano crearía inflación; por tanto, consideraba que era correcta la recomendación de bajar en 25 puntos básicos la tasa de interés líder.

Un miembro de la Junta indicó que no consideraba que las calificadoras pudieran pensar que había un manejo imprudente de la política monetaria al bajar 50 puntos básicos la tasa de interés líder, porque lo mismo pudieron haber pensado cuando se subió 50 puntos básicos, para él lo importante estaba en explicar por qué se creía prudente dicha medida. Agregó que analistas de prestigio no avizoraban presiones inflacionarias en el mediano y largo plazos, que era muy difícil que alguien

previera el futuro y que si bien era evidente que había un desajuste monetario a nivel mundial por la inyección de liquidez sin precedentes que se estaba haciendo, había quiebra de países cuya incidencia era muy seria en la economía mundial y que no sólo en Europa eran las complicaciones en el corto plazo, también en los países que forman el grupo denominado BRIC ya que se estaban desacelerando y los pronósticos de crecimiento estaban por debajo de su potencial. Indicó que esperaba que la Junta adoptara decisiones diferentes, pues en el pasado se tomaron decisiones certeras en materia macroeconómica y dependerá de la contaminación del mercado de los Estados Unidos de América que el país pueda salir afectado. Además, se debía tomar en cuenta que también se comercia con México y con Centroamérica y dichos países también estaban interrelacionados con los Estados Unidos de América. Reiteró que no compartía el criterio de que las calificadoras e inversionistas pudieran interpretar que se estaban tomando decisiones inadecuadas, por el contrario podrían juzgar que eran decisiones adecuadas porque sus efectos tenían ocho meses de rezago. Además, se dijo que se debía trabajar en intensidad, en oportunidad y en el efecto de las decisiones. Agregó que donde se tenía pendiente trabajar era en desarrollar el mercado secundario de valores para que las decisiones tuvieran mayor tracción. Señaló que su propuesta la miraba prudente, de una intensidad adecuada y en el momento oportuno, por lo que no tendría un efecto negativo, por el contrario, podría ser positivo si se interpretara en una visión prospectiva. Mencionó que lo que debía preocupar era que el crecimiento sería menor en 25% respecto de 2011, así como los niveles bajos de las exportaciones y consideraba que probablemente no se alcanzaría el crecimiento proyectado de dicha variable. Reiteró su compromiso con la política monetaria, pero con la desaceleración económica de República Popular China, con la crisis que afronta Grecia que pudiera caer en una cesación de pagos porque un porcentaje muy alto de sus deudas estaban en manos de los bancos europeos, por consiguiente el tema no era sencillo y aunque se pudieran tener diferentes puntos de vista, lo importante sería que la Junta estuviera comprometida con la estabilidad macroeconómica y de precios.

Por su parte, un miembro de la Junta señaló que en 2012 se esperaba una desaceleración económica, pero un mayor crecimiento en 2013. Además, los principales socios comerciales del país estaban registrando crecimiento. Indicó que en

Guatemala habían indicadores positivos como: los medios de pago estaban creciendo arriba de 6.0%; el crédito bancario al sector privado arriba de 15.0%; las remesas familiares registraban un aumento de 8%; las líneas de crédito del exterior superaban los US\$2,300.0 millones; la recaudación por IVA doméstico estaba creciendo; las tasas de interés activas presentaban una tendencia hacia la baja; y, se esperaba un mayor nivel de ejecución del gasto público para el segundo semestre de 2012, siempre con una meta de déficit fiscal de 2.4%. Mencionó que la inflación importada representaba sólo el 17%, mientras que el 83% era explicado por inflación interna, con un 90.0% de los gastos básicos que conformaban el IPC registrando incrementos, entonces, si bien era cierto había una incertidumbre mundial, pero no en los niveles de crisis de 2008-2009. Indicó que Guatemala estaba creciendo, aunque algunos sectores con menor crecimiento que otros. Señaló que la recomendación del Comité de Ejecución de bajar la tasa líder en 25 puntos básicos era prudente y sí bien era cierto que los mecanismos de transmisión directos de las decisiones tenían un rezago de 8 ó 9 meses, las expectativas se deterioraban más rápidamente y el mensaje que se daría al bajar más la tasa de interés líder sería que la inflación estaría muy baja, lo cual no era cierto; además, los modelos econométricos estaban indicando que habría un cambio en la tendencia de la inflación y esperaba que en 3 ó 4 meses no se estuviera discutiendo sobre un aumento de la tasa de interés líder, pues ello afectaría la credibilidad de la Junta Monetaria y del Banco de Guatemala; por lo anterior, tomar una decisión de manera prudente y gradual le iría dando credibilidad a los agentes económicos, respecto de las decisiones de la Junta.

Otro miembro de Junta manifestó que no estaba de acuerdo respecto a que los problemas se resolverían bajando la tasa de interés líder, porque en el supuesto de que la crisis fuera mayor de lo que se creía, se preguntaba en qué ayudaría bajar la tasa de interés líder en 50 puntos básicos; dijo que las tasas de interés bancarias reales estaban en sus niveles más bajos de los últimos 20 años y esa decisión no afectaría en el corto plazo. Indicó que el mensaje que daba la tasa de interés líder era que el Banco Central consideraba que al bajar en 50 puntos básicos la inflación disminuiría y ello equivaldría a decirles a los agentes económicos que se relajaran porque no habría problemas con la inflación, lo cual sería un error grave.

Un miembro de Junta expresó que privaba el consenso de hacer una reducción en la tasa de interés líder y la discusión se centraba en la magnitud; recordó que en septiembre de 2011 la Junta aumentó la referida tasa en 50 puntos básicos, pero ya transcurrieron 8 meses y se tomaron decisiones de hacer un compás de espera; es decir manteniendo el nivel de la misma. Comentó que en la última ocasión (abril de 2012) que la Junta decidió mantener invariable la tasa líder, el ritmo inflacionario estaba descendiendo. Señaló que podría compartir la propuesta de bajar en 50 puntos básicos la tasa de interés líder porque consideraba que sería una señal firme y contundente al igual que cuando se subió de 5.00% a 5.50%, pero le gustaría que fuera algo unánime. Señaló que el ritmo inflacionario estaba por debajo del margen de tolerancia y sus proyecciones eran que en el mediano plazo se mantendría, por lo que no sería una precipitación dar un paso con esa contundencia.

Otro miembro de la Junta indicó que los departamentos técnicos presentaron un análisis de la economía mundial y con dicha información pareciera que no debiera bajarse la tasa de interés líder, por lo que preguntó por qué proponían bajarla. Además, manifestó que en su opinión dicha tasa debería bajarse sobre fundamentos reales y aspectos técnicos por la credibilidad de la Junta Monetaria y mejor si se llegara a un consenso. Indicó que con la información presentada su posición sería que se quedara invariable la tasa de interés líder, pero apoyaba la propuesta de bajarla y seguiría escuchando argumentos para decidir la magnitud.

Un miembro de la Junta indicó que cuando se subió la tasa de interés líder en 50 puntos básicos, el análisis no dejaba ninguna duda de que había un riesgo inflacionario fuerte; sin embargo, las condiciones del mundo han cambiado desde esa fecha y, en las circunstancias actuales, no había nada que demostrara que habría deflación y por esa razón entendía que se quisiera enviar un mensaje a los agentes económicos de que la inflación no estaba tan elevada, pero se tenía que tener claro que esa baja no era para acelerar el crecimiento económico, porque las tasas bancarias no bajarían más sólo por ello, por lo que sería un error bajar en 50 puntos básicos si no se tuviera ninguna razón que así lo justifique.

Por su parte, un miembro de Junta señaló que para el Comité de Ejecución llegar a la recomendación de hoy no fue fácil, porque a criterio de los departamentos técnicos había muchas dudas respecto a los espacios para adoptar una



recomendación como la planteada y ahora los departamentos técnicos se encontraban con una gran dificultad para entender si existía claridad en la Junta respecto de lo que era una restricción de la política monetaria, pues algunos directores expresaron que la política había sido o era restrictiva pero no explicaban cómo y dónde medían los directores esa restricción de política monetaria. Además, expresó que sí no se tenía claridad de esos conceptos la discusión se complicaba. Otro elemento que los departamentos técnicos quisieran tener claro era cómo medían los directores los espacios de política monetaria para reducir la tasa de política y la magnitud en la que esa podría reducirse. Mencionó que los cuerpos técnicos construyeron una serie de instrumentos para que sus recomendaciones no fueran subjetivas sino que hubiera cierta objetividad de manera que facilitara la toma de decisiones; es decir, que el criterio no se sustentara sólo en un indicador sino que resultara de hacer un análisis integral, para ello presentan el MMS, el balance de riesgos de inflación, el índice sintético, las variables indicativas y otras variables, indicadores que en muchos países no era necesario utilizar pues los directores se basaban en la información económica relevante. Indicó que las cifras del Índice de Precios al Consumidor eran elaboradas por un ente independiente para evitar que el Banco Central fuera juez y parte en la medición de la inflación y los departamentos técnicos sobre la base de esos números presentaban sus estimaciones; es decir, que era una información pública que cualquier analista económico podría utilizar para hacer sus propias mediciones si conociera por supuesto las técnicas estadísticas, pero lo fundamental era entender que el objetivo de la política monetaria era buscar una inflación de mediano plazo similar a la de los socios comerciales, si se lograba alcanzar esa inflación se quitaría el problema del tipo de cambio efectivo real porque como se demostró, en dicho indicador había sido influenciado más por la inflación que por la variación nominal del tipo de cambio. Agregó que la meta de inflación de Guatemala continuaba siendo alta (4.50%), por lo que para alcanzar su objetivo la política monetaria tendría que hacer un mayor esfuerzo porque las expectativas no se anclaban de manera fácil; indicó que los agentes económicos conocían que entre los factores que incidían en la inflación existía una influencia alta de la política fiscal, por lo que aunque se dijera que se quería mandar un mensaje de estabilidad fiscal, para los agentes económicos no resultaba tan fácil creer que eso fuera cierto y puso de ejemplo que el déficit promedio en el

período 2004-2008 fue de 1.7% como porcentaje del PIB, en el período 2008-2011 fue de alrededor de 2.8% del PIB y para 2012 se esperaba en 2.4% del PIB y probablemente para muchos el 2.4% todavía era alto, eso no permitía cambiar rápidamente las expectativas y las percepciones que pudieran tener respecto del futuro de la estabilidad macroeconómica del país; señaló que las calificadoras regularmente estaban conformadas por economistas que sí entendían cuáles eran los efectos de determinada decisión y también eran capaces de analizar si esa era la decisión que se debía de haber tomado, ya que tenían mayor capacidad para entender los efectos en el nivel de precios derivado de una inconsistencia en la política monetaria; en ese sentido, señaló que era muy conveniente tratar de entender un poco más lo que pensaban los técnicos pues sus análisis se apoyaban trayectorias, para que la decisión se pudiera explicar a los agentes económicos sobre la base de criterios que se puedan demostrar y por ello los técnicos no podrían basarse únicamente en percepciones. Comentó que en un medio de comunicación un analista indicaba que todos los bancos centrales estaban bajando la tasa de interés de política, pero cuando se analizaba los comunicados de prensa de los distintos bancos centrales, que todos los directores de Junta Monetaria tenían en su poder, era evidente que lo dicho por ese analista era totalmente falso, pues 5 de los países avanzados y 8 de los pequeños mantuvieron sin cambio la tasa de interés líder. Señaló que Guatemala tenía que hacer un mayor esfuerzo para trabajar en el anclaje de las expectativas de mediano plazo y que no era cierto que tenía que suceder una crisis para que la inflación bajara y para que pudiera bajarse la tasa de interés, eso sucedería cuando se dieran los suficientes espacios de política monetaria y hubiera un ordenamiento de otros elementos que condicionaban la inflación.

Otro miembro de la Junta señaló que no compartía el argumento de que por qué se aumentó la tasa de interés líder en 50 puntos básicos, en esa oportunidad, también debiera bajarse en 50 puntos básicos, porque no había ninguna relación entre ambos momentos. Agregó que el análisis técnico sugería reducirla 25 puntos básicos y estaba convencido de esos argumentos, pero si los departamentos técnicos hubieran recomendado una reducción de 50 puntos básicos, se estaría analizando si la reducción fuera de 75 ó 100 puntos básicos. Expresó que existían ciertos paradigmas, como si al bajar la tasa de interés líder disminuiría la tasa de interés para préstamos, lo

cual no necesariamente sería así y lo demostraba, porque en marzo de 2010 la tasa de interés activa para préstamos empresariales se situaba en 9.08% y continuó bajando a pesar de que la tasa de interés líder se incrementó en 50 puntos básicos; es decir, que mientras hubiera una diferencia entre la tasa de interés activa y la tasa de interés líder seguiría con una tendencia normal y si las variaciones en la tasa de interés líder eran mínimas se estarían enviando sólo señales de prudencia, porque para que hubiera un impacto en la tasa de interés activa habría que hacer otros cambios en la economía; en ese sentido, habría que indicarle a los agentes económicos que la tasa de interés activa seguiría bajando si hubiera expectativas de que la inflación se mantendría baja en el largo plazo. Señaló que otro paradigma era que si disminuía la tasa de interés líder, la tasa de captación de los instrumentos que coloca el Ministerio de Finanzas Públicas también disminuiría, pero eso era erróneo pues eran dos temas totalmente diferentes, debido a que la tasa de interés líder respondía a operaciones de muy corto plazo, mientras que las captaciones del Ministerio de Finanzas eran a un plazo de 10 ó 15 años, por lo que un inversionista no tomaría la decisión de invertir a esos plazos si no consideraba que la inflación se mantendría baja. Mencionó que otro paradigma era que si aumentaba la tasa de interés líder, los banqueros ganarían más o si el Ministerio de Finanzas Públicas colocara más bonos, los banqueros obtendrían mayores utilidades. Indicó que con la tasa de interés líder lo que se estaba enviando eran señales de que se estaba tratando de manejar con prudencia la economía del país, expresó que el análisis técnico era apropiado y le preocupaba que si en esa oportunidad se bajara 50 puntos básicos, podría provocar que a inicios de 2013 se tuviera que subir 75 puntos básicos.

Otro miembro de la Junta manifestó que no le convencían los argumentos expuestos por los departamentos técnicos y puso de ejemplo el precio internacional del petróleo, tema que pesó mucho en la última discusión, pero en ese momento dicho precio estaba muy por debajo de los precios de aquella ocasión. Se comentaba de la nueva tecnología de gas natural, pero se dijo que para que entrara en operación tendría que ocurrir una serie de pasos, pero sólo el hecho de que se hubiera descubierto ese yacimiento de gas y que era una tecnología descubierta estaba ya incidiendo en los agentes económicos; además, sólo la noticia de que los Estados Unidos de América tenía 500 años de reserva de gas natural, eso pesaba en la

decisión que irían tomando los agentes económicos respecto al tema energético, por lo que ese elemento había que tomarlo en consideración. Señaló que la oferta de maíz y trigo sobrepasaba la demanda por lo que no sería factor que pese en términos de generar inflación. Se refirió al peso que en el IPC tienen el tomate, la cebolla y el ejote que en la ocasión anterior habían subido de precio, pero ahora bajaron por lo que esperaba que eso se reflejara en el IPC. Indicó que al analizar el tema energético, el alimentario, de la demanda agregada y que no había un choque de oferta porque no se vislumbraban problemas climáticos, no sabía por dónde vendría un repunte en la inflación. Señaló que la Junta Monetaria, independientemente de que por ley le corresponde aprobar la política monetaria, cambiaria y crediticia, buscando el único objetivo de converger a la meta de inflación, no se podría separar de que hubiera un tema ligado a la política económica del país, porque sería una irresponsabilidad ver que en el país existía mucha gente haciendo enormes colas buscando una oportunidad de trabajo, por lo que se debía pensar en el empleo, la inversión y en propiciar condiciones para que la economía se desarrollara de manera ordenada. Indicó que la Junta alcanzó un consenso en que era necesario bajar la tasa de interés líder y la discusión se centraba en la magnitud; en ese sentido, expresó que su posición era que disminuyera 50 puntos básicos porque consideraba que no le haría daño a la economía nacional sino que le daría algún impulso al crecimiento y al empleo.

Otro miembro de la Junta señaló que consideraba fundamental el fortalecimiento del crecimiento económico del país y la única forma de hacerlo era fomentando la inversión productiva para generar fuentes de trabajo y crecimiento económico; indicó que en toda decisión siempre existían riesgos y oportunidades, en ese momento no advertía riesgos inflacionarios, por lo que después de escuchar todos los planteamientos, su posición era que se redujera la tasa de interés líder en 50 puntos básicos. Además, señaló que el consenso era importante, pero en un cuerpo colegiado que no estaba normado para tomar decisiones por consenso se debía respetar el disenso.

Un miembro de Junta manifestó que estaba de acuerdo que en ningún momento la Junta iría en contra de la recomendación técnica, porque todos estaban a favor de que se debía reducir la tasa de interés líder, los departamentos técnicos analizaron que existe una ventana limitada y temporal, por esa razón propusieron una

baja de 25 puntos básicos y por ello disentían en la magnitud. Señaló que desde aproximadamente un año, cada vez que los organismos internacionales y los analistas económicos realizaban revisiones del crecimiento económico las hacían a la baja, lo que quería decir que las ciencias económicas no son exactas porque dependían de las decisiones de los agentes económicos, por lo tanto esas proyecciones sobre los efectos de una baja de 25 puntos básicos era imposible que los departamentos técnicos las pudieran pronosticar exactamente, porque dependería de cómo se comportara la demanda agregada; además, se dijo que aunque se baje 50 puntos básicos la tasa de interés líder, no disminuiría las tasas de interés bancarias, por lo tanto consideraba que no habría expansión monetaria ni presión en los precios vía la demanda; señaló que estaba seguro que todos los argumentos presentados por los departamentos técnicos tenían un basamento técnico muy valioso, pero tanto ellos como muchos otros analistas económicos a nivel mundial, con la incertidumbre que existía en ese momento, diferían de lo que sucedería, porque para que las decisiones políticas que se estaban tomando en la Zona del Euro llegaran a los sectores productivos pudieran pasar muchas cosas, de hecho cada vez que se había tomado una decisión política, los mercados no les habían creído, porque cada vez aumentaba la tasa de interés para colocar los instrumentos financieros. Además, las calificadoras le disminuyeron la nota, lo que quería decir que las decisiones políticas tenían poca credibilidad. Indicó que se estaba en un momento de mucha incertidumbre, por lo que no se podría prever qué pasaría haciendo proyecciones sobre la base de comportamientos históricos, dado que la situación estaba complicada a nivel mundial y no se miraba una salida en el corto plazo. Reiteró que no observaba por ningún lado presiones inflacionarias por un aumento de demanda agregada en alguno de los países, o que algún país crecería por encima de su potencial.

Otro miembro de Junta manifestó que no entendía porqué al bajar en 50 puntos básicos la tasa de interés líder se incrementaría el crecimiento económico y solicitó a quienes plantearon ese argumento le explicaran cómo se incrementaría ese crecimiento, porque sería un error enfocarlo de esa manera. Reiteró que el objetivo de la tasa de interés líder era que el Banco Central mandara señales sobre cuál era la dirección que tendría la inflación. Señaló que los Ministerios de Economía y Finanzas Públicas debían de elaborar un análisis para ver de qué forma el crecimiento

económico podría acelerarse (mejorar carreteras, la educación y la infraestructura productiva). Comentó que el Banco Central debe contribuir a ello con una tasa de inflación baja y estable que era la mejor contribución para propiciar el crecimiento económico, pero tomar una decisión de bajar 50 puntos básicos a la tasa de interés líder porque políticamente convenía, cuando iba en contra del análisis de los departamentos técnicos, no le parecía correcto.

Un miembro de la Junta manifestó que cuando se decidió subir la tasa de interés de interés líder en 50 puntos básicos existió un sustento técnico, debido a que la inflación estaba cercana a 8% por lo que era importante tomar esa decisión para que meses después se pudiera mitigar esos efectos, en esa oportunidad se proponía una disminución de 25 puntos básicos porque se encontraba un espacio muy limitado y temporal ya que según el pronóstico a finales de 2013 la inflación podría cerrar arriba del límite superior del rango estimado por la autoridad monetaria.

Otro miembro de la Junta expresó que el nivel de la tasa de interés que aplicaban las instituciones bancarias era competitivo, prueba de ello era que habían bajado ostensiblemente. Comentó que el costo de la política no se había reducido bajando la tasa de interés líder porque lo que se buscaba era controlar la inflación y la única manera de bajar el déficit cuasifiscal era que el Gobierno capitalizara el Banco Central y operara con déficit cero.

Un miembro de la Junta, respecto a la consulta sobre cómo incidiría en el crecimiento económico la baja de 50 puntos básicos en la tasa de interés líder, indicó que no existía una relación directa entre la tasa de interés líder y el crecimiento económico. Además, los cuerpos técnicos recomendaron una reducción de 25 puntos básicos sobre una fundamentación técnica porque se estimaba que era lo más prudente para la economía nacional en ese momento y tomando en cuenta que el Banco Central tiene como objetivo una inflación baja y lamentablemente no se tenía una relación que sustentara más crecimiento económico con una baja de 50 puntos básicos a la tasa de interés líder. Por ese motivo también estaba a favor de la recomendación del Comité de Ejecución de reducir en 25 puntos básicos la tasa de interés líder.

Por su parte, un miembro de Junta manifestó que la discusión sobre el nivel de la tasa de interés líder era quizá de las más relevantes para ese foro y, por tanto,

requería que se tomara con mucha seriedad y respeto, para su análisis se tenía que dedicar mucho tiempo ya que no podría limitarse a determinados elementos; en ese sentido, si bien los departamentos técnicos como el Comité de Ejecución recomendaron reducir la tasa de interés líder, hicieron la salvedad de que esa decisión podría ser viable siempre y cuando fuera hasta 25 puntos básicos. Comentó que los libros de texto así como los expertos en política monetaria expresan que no hay un *trade off* entre inflación y empleo, eso quería decir que por buscar aumentar el empleo con medidas de política monetaria podría resultar en provocar inflación en el largo plazo y cuando se iba acumulando la pérdida de poder adquisitivo de manera constante se estaría empobreciendo más a la población. Indicó que la baja de 50 puntos básicos a la tasa de interés líder no provocaría crecimiento económico, pero sí podría provocar mayor inflación porque no era el dato del corto plazo el que debía preocupar, pues la política monetaria debía verse de manera prospectiva tomando en cuenta los riesgos de inflación y los departamentos técnicos indicaron cuáles eran dichos riesgos en ese momento; indicó que todos los directores externaron una opinión, pero seguía sin quedar claro en que sustentaban los argumentos externados para proponer una magnitud mayor porque no mostraron números, mientras que sí pareciera haber una posición, pero cada quien era libre de expresar su posición y ojalá que al salir de esa reunión no se tratara el tema como que un grupo le ganó al otro o hizo que otro perdiera, con cualquier decisión lo relevante sería que en el mediano plazo la inflación no se deteriorara y se respetara cómo cada quien estaba viendo el futuro del país y si algunos creían que no existían riesgos de inflación esa era su posición, pero no se le podrían exigir a los departamentos técnicos que fueran mejor de lo que son porque en su opinión lo que presentaban los departamentos técnicos del Banco de Guatemala era muy similar a los análisis que presentaban técnicos de otras instituciones con los que él solía conversar, pero al final era una decisión de Junta Monetaria, los departamentos técnicos ya dieron su opinión, pero era una pena que no se tuvieran sustentos para decir por qué una percepción era mejor que una cifra como creía que debiera de ser, pero al final lo importante sería tratar de explicar la decisión objetivamente.

Otro miembro de la Junta indicó que no planteó un *trade off* entre inflación y empleo y no estaba pidiendo más inflación por la decisión que se está tomando con tal

de tener empleo, él sí tenía claro que la inflación era el impuesto más pernicioso que podría tener la población, pero analizó y no vislumbraba presiones inflacionarias, porque si fuera así no estaría planteando esa magnitud.

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, reducir el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 50 puntos básicos para ubicarla en 5.00%. Asimismo, la Junta decidió emitir el boletín de prensa anexo a efecto de comunicar tal decisión



## ANEXO



# BANCO DE GUATEMALA

---

## BOLETÍN DE PRENSA

### LA JUNTA MONETARIA REDUCE EN 50 PUNTOS BÁSICOS EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA

La Junta Monetaria, en su sesión celebrada hoy, decidió reducir el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 50 puntos básicos de 5.50% a 5.00%, 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 junio del Modelo Macroeconómico Semiestructural y la orientación de las variables indicativas de política monetaria.

En su decisión, la Junta Monetaria tomó en consideración que los riesgos y las tensiones en los mercados financieros han aumentado significativamente en las últimas semanas derivado, principalmente, de algunos acontecimientos que se observaron en Europa y que se asociaron a lo sucedido en Grecia y en España. Aunque por el momento los pronósticos de crecimiento de la economía mundial no han variado significativamente, aún persiste la incertidumbre y el incremento en la aversión al riesgo a nivel mundial.

A nivel interno, la Junta tomó en consideración que el desempeño del índice mensual de la actividad económica y del producto interno bruto trimestral continúan mostrando niveles congruentes con el crecimiento económico previsto para 2012.

La Junta Monetaria, tomando en cuenta que los riesgos a la baja en el crecimiento de la actividad económica mundial siguen altos, consideró que en esta oportunidad se abría una ventana, temporal y limitada, para reducir la tasa de interés líder de política monetaria.

La Junta Monetaria manifestó que continuará dando seguimiento al comportamiento de los pronósticos y expectativas de inflación y a los principales indicadores económicos, tanto internos como externos, en particular de 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 que eviten que la trayectoria de la inflación se aleje de la meta de inflación de mediano plazo.

Guatemala, 27 de junio 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.banguat.gob.gt](http://www.banguat.gob.gt)).*