

BANCO DE GUATEMALA



**RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA
MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 41-2011,
CELEBRADA EL 26 DE OCTUBRE 2011, PARA
DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER
DE LA POLÍTICA MONETARIA**

Guatemala, 8 de noviembre de 2011

RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 41-2011, CELEBRADA EL 26 DE OCTUBRE DE 2011, PARA DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA.

1. En sesión 41-2011 celebrada por la Junta Monetaria el 26 de octubre de 2011, el Presidente del Banco de Guatemala y de la Junta Monetaria presentó el análisis efectuado por el Comité de Ejecución en su sesión 48-2011, del 21 de octubre de 2011¹, 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 correspondiente a octubre de 2011 y el Balance de Riesgos de Inflación, se destacó en el ámbito externo que, según información de *Bloomberg*, el crecimiento económico del segundo trimestre del año, para las principales economías avanzadas (Estados Unidos de América y la Zona del Euro), fue revisado levemente al alza, debido principalmente a una mejora en el comportamiento de las exportaciones y del gasto del consumidor, aspecto que si bien no anticipaba un crecimiento significativo en dichas economías, tampoco avizoraba una recesión; no obstante, la intensificación de los problemas de deuda en la Zona del Euro, la expectativa de una moderación en el crecimiento económico a nivel mundial, la continua debilidad en el mercado laboral, los bajos precios de la vivienda, así como los descensos en los mercados bursátiles, seguían impactando la confianza tanto de los consumidores y de los empresarios a nivel mundial. En cambio, la expansión económica en la República Popular China a pesar de que se moderó en el tercer trimestre de 2011, como resultado de cierto debilitamiento de la demanda externa, seguía estimándose en niveles de alrededor de 9%. Aun cuando las estimaciones para 2011 y para 2012 anticipaban una recuperación más lenta en el crecimiento económico mundial, éste seguía evidenciando un comportamiento a velocidades distintas entre economías avanzadas y emergentes. Señalaron que los mercados financieros venían mostrando una marcada volatilidad, debido a la incertidumbre respecto de la efectividad de las medidas económicas para enfrentar los problemas de deuda de la

¹ Un detalle más amplio del análisis efectuado por el Comité de Ejecución puede consultarse en el Acta No. 48-2011, correspondiente a la sesión del 21 de octubre de 2011, publicada en el sitio Web del Banco de Guatemala (www.banguat.gob.gt).

Zona del Euro; empero, en días recientes tanto los índices accionarios de los Estados Unidos de América como los de la Zona del Euro registraron un comportamiento al alza, que aunque continuaban en niveles por debajo de los observados a inicios de año y aún volátiles, reflejaban en parte, el fortalecimiento del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y el apoyo de Alemania y de Francia al nuevo plan integral para evitar una profundización de la crisis en la Zona del Euro, plan que fue ratificado recientemente por los otros 15 países miembros de dicha zona y que busca recuperar la confianza de los consumidores y productores, pero sobre todo introducir un alivio al delicado problema de la deuda y a los desequilibrios fiscales. Con relación a los precios internacionales de las materias primas, se señaló que el del petróleo se había desacelerado y aunque los nuevos pronósticos de precios para el cierre de 2011 y para 2012 evidenciaban una leve caída, éstos continuaban por arriba de los precios observados en 2009 y 2010. Comportamiento similar se había observado en los precios internacionales del trigo y del maíz; no obstante, las proyecciones aún reflejaban un comportamiento creciente, particularmente en el caso del maíz que para 2012 estaría siendo afectado por las expectativas de que la República Popular China aumente sus importaciones ante la posibilidad de que su producción sea insuficiente para satisfacer su demanda interna. En lo concerniente a la inflación, señalaron que en las principales economías avanzadas ésta se mantenía baja aunque con una tendencia moderadamente creciente (excepto en Japón, cuyo comportamiento se mantenía estable) ese comportamiento también se observó en las principales economías de América Latina que operan bajo un esquema de metas explícitas de inflación; sin embargo, en el caso de las economías emergentes pequeñas incluyendo a las centroamericanas, el comportamiento de la inflación se había acelerado como resultado de que en esos países el rubro de alimentos tiene una mayor importancia relativa en la canasta de consumo y aunque en el último mes algunos países registraron una desaceleración en sus niveles de inflación, las proyecciones para 2011 y 2012 se mantenían en niveles similares a las del mes anterior. Para América Latina y la República Popular China se evidenciaba un ligero incremento en las proyecciones de inflación, particularmente para 2012. La incertidumbre prevaleciente sobre el desempeño de la actividad económica mundial en las economías avanzadas y la persistente volatilidad en los mercados financieros, había incidido en que la mayoría de

sus bancos centrales mantuvieran sin cambios sus tasas de política monetaria en meses recientes, mientras que en algunas economías emergentes se observaban reacciones diferentes ya que tomaban en consideración la evolución de las presiones de demanda, las expectativas y los efectos de segunda vuelta, entre otros.

En cuanto al ámbito interno, se señaló que la actividad económica durante el segundo trimestre de 2011 creció 3.7% en términos interanuales, asociado, entre otros aspectos, al mayor dinamismo de la demanda interna (inversión y consumo privado y de gobierno), que el IMAE continuaba mostrando una tendencia-ciclo positiva con tasas de crecimiento interanual por encima de 3.5%; que el panel de analistas privados, en la encuesta realizada en septiembre, preveía un crecimiento del PIB real de 3.0% para 2011 y de 3.2% para 2012. En cuanto al comercio exterior señalaron que a agosto las importaciones registraron un aumento interanual de 23.7% (20.6% en igual período de 2010), mientras que las exportaciones crecieron 25.9% (16.5% en igual período de 2010); que las remesas familiares habían crecido 5.7%. El déficit en cuenta corriente sería de alrededor de 3.5% para fin de año. La posición externa medida por el cambio de las RIN continuaba fortalecida al situarse en alrededor de US\$6,500.0 millones, mientras que el tipo de cambio nominal evolucionaba conforme a su tendencia estacional y reflejaba una apreciación de 2.71% en términos interanuales y de 2.59% en lo que iba del año. También se indicó que las finanzas públicas, con base en información a septiembre, mostraban que los ingresos tributarios crecieron 17.9% en términos interanuales (efecto de las medidas administrativas implementadas por la Superintendencia de Administración Tributaria) y los gastos totales aumentaron 11.3%, resultando un déficit fiscal equivalente a 1.5% del PIB (Q5,542.0 millones), menor al observado al mismo mes de 2010 (Q6,298.4 millones, equivalente a 1.9% del PIB). De acuerdo con estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas, dicho déficit estaría situándose en alrededor de 2.9% del PIB a diciembre de 2011. El crédito bancario al sector privado registraba al 13 de octubre una variación interanual de 12.6% (7.1% en moneda nacional y 28.8% en moneda extranjera; éste último asociado al comportamiento de las captaciones bancarias y de la contratación de líneas de crédito del exterior). Se indicó que el ritmo inflacionario en septiembre (7.25%), aunque inferior al del mes anterior (7.63%), derivado de que la variación mensual fue -0.07%, continuaba por encima del margen de tolerancia de la meta prevista para este año,

mientras que el ritmo inflacionario subyacente se situó en 5.38%, que aunque seguía siendo elevado, se situaba en un nivel similar al del mes previo. En adición, se indicó que de los 279 gastos básicos que integran el IPC, 190 gastos básicos (68.1%) registraron incrementos en el último mes, lo cual continuaba evidenciando la presencia de presiones inflacionarias asociadas a efectos de segunda vuelta que estarían provocando que los incrementos de precios tiendan a generalizarse. Señalaron que las proyecciones de inflación total (con base en métodos econométricos) tanto para finales de 2011 como de 2012 se situaron en 7.29% y 6.06%, respectivamente (7.94% y 6.23%, en el mes previo), en ambos casos se ubicaban por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación para dichos años; similar comportamiento registraban las proyecciones de inflación subyacente, que si bien se situaban dentro de los respectivos márgenes de tolerancia, se encontraban por encima del valor puntual de la meta y muy cercanas al límite superior de sus respectivos márgenes. Las expectativas de inflación, según la encuesta realizada en septiembre, continuaron deteriorándose respecto de las del mes anterior, tanto para 2011 como para 2012 y para ambos años también se ubicaban por encima de los márgenes de tolerancia de las respectivas metas, lo que seguía evidenciando un desanclaje de dichas expectativas respecto de las metas determinadas por la Autoridad Monetaria. Los pronósticos de inflación del corrimiento mecánico del MMS, mostraban una disminución para 2011, pero todavía se ubicaban por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación; en tanto que para 2012, se situaban dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación, siempre y cuando la tasa de interés líder de política monetaria registrara una trayectoria ascendente entre el tercer trimestre de 2011 y el primer trimestre de 2012. En cuanto a la tasa de interés líder de política monetaria en términos reales, se señaló que la misma presentaba valores negativos en todas sus mediciones y era ya la única negativa en una muestra de países latinoamericanos que aplican el esquema de metas explícitas de inflación. Se enfatizó que las proyecciones de inflación tanto para 2012 como para 2013 seguían ubicándose por encima de la trayectoria de convergencia a la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual). Los departamentos técnicos indicaron que, del conjunto de variables indicativas, cinco variables sugerían restringir la política monetaria (las proyecciones de inflación total para 2011 y para 2012, el pronóstico de inflación derivado del MMS

para 2011 y las expectativas de inflación del panel de analistas privados para 2011 y para 2012), tres variables sugerían una política monetaria moderadamente restrictiva (las proyecciones de inflación subyacente para 2011 y para 2012 y el pronóstico de inflación derivado del MMS para 2012) y dos variables sugerían una política monetaria invariable (la tasa de interés del MMS y la tasa de interés parámetro). Si bien el índice sintético de las variables indicativas registró una disminución respecto del mes anterior, éste sugería una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva. En resumen, los departamentos técnicos manifestaron que aun cuando existía incertidumbre respecto de la sostenibilidad de la recuperación de la economía mundial por la moderación en la actividad económica en los Estados Unidos de América y por la crisis de deuda en la Zona del Euro, las estimaciones de crecimiento económico tanto para 2011 como para 2012 descartaban la posibilidad de una nueva recesión a nivel mundial. Adicionalmente, señalaron que si bien los precios internacionales de las materias primas (petróleo, maíz y trigo) habían mostrado una tendencia a la baja, los pronósticos tanto para 2011 como para 2012, aún se ubicaban por encima de los niveles registrados el año anterior por lo que, continuarían siendo una fuente de presiones inflacionarias, principalmente en las economías emergentes, en donde el peso del renglón de alimentos es mayor en sus IPC's. A nivel interno, el crecimiento de la actividad económica del segundo trimestre, el comportamiento del IMAE y el comercio internacional a agosto así como la variación interanual del crédito bancario al sector privado a octubre, continuaban registrando crecimientos dinámicos. Por su parte, las finanzas públicas si bien anticipaban un déficit fiscal menor para 2011 respecto de 2010, seguía siendo superior a los registrados históricamente. En adición manifestaron que, la evolución de la inflación total y subyacente, evidenciaban que existían presiones inflacionarias derivadas de efectos de segunda vuelta que estaban provocando que los aumentos de precios tendieran a generalizarse, dado que como se indicó, de los 279 gastos básicos que integran el IPC, 190 gastos básicos (68.1%) habían registrado incrementos. En el contexto descrito, los departamentos técnicos manifestaron que no obstante los principales indicadores continuaban evidenciando la necesidad de mantener una postura de política monetaria restrictiva, particularmente porque era necesario que la inflación convergiera a la meta de mediano plazo, el acontecer reciente a nivel interno derivado de los desastres naturales ocurridos en los

últimos días, podrían abrir un espacio para hacer una pausa en las medidas de restricción monetaria, con el propósito de evaluar si el impacto de dicho desastre moderaría el ritmo de expansión de la demanda agregada, por ese motivo recomendaron al Comité de Ejecución que planteara a la Junta Monetaria en la sesión programada para el miércoles 26 de octubre de 2011, que en esa oportunidad mantuviera el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 5.50%, pero teniendo presente la necesidad de mantener un sesgo restrictivo de la política monetaria, dado que aún prevalecían las presiones inflacionarias, por lo que continuarían monitoreando la evolución de los diferentes indicadores a fin de que en caso no se revirtieran dichas presiones inflacionarias se adoptaran las medidas necesarias que hicieran converger la inflación a la meta de mediano plazo. 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 26 de octubre. 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 integral de la actual coyuntura externa e interna, con énfasis en el Balance de Riesgos de Inflación. Un miembro del Comité enfatizó que el Balance de Riesgos de Inflación continuaba mostrando que existían riesgos inflacionarios principalmente por el comportamiento de algunos indicadores de la actividad económica que estarían incidiendo en el comportamiento de la inflación. Indicó que si bien era necesario evaluar los efectos que habrían tenido sobre la actividad económica los fenómenos climáticos que afectaron el país recientemente y que podrían tener un impacto en los resultados de la inflación de octubre, también había que conocer los resultados de la encuesta de expectativas de inflación de octubre, particularmente porque era una coyuntura de relativa incertidumbre tanto en el entorno económico interno como externo que podría dar más luces sobre la trayectoria futura de la inflación y consideró prudente la recomendación de los departamentos técnicos de mantener el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, siempre y cuando esta acción se interpretara efectivamente como una pausa en las medidas de restricción monetaria que se habían venido adoptando y que de continuar las

presiones inflacionarias la autoridad monetaria debería de actuar decididamente ante el compromiso de procurar una inflación baja, consistente con su objetivo de mediano plazo y fortalecer así la credibilidad del Banco Central. Otro miembro del Comité indicó que, los resultados del último corrimiento del MMS reflejaban la necesidad de continuar elevando la tasa de interés líder de política monetaria en el presente trimestre con el propósito de que la inflación convergiera a las metas de mediano plazo; indicó que en la coyuntura actual se desconocían los efectos que sobre el comportamiento de la inflación habría provocado la depresión tropical que azotó el país en las semanas previas; y si bien la actividad económica interna registró un dinamismo importante durante el primer semestre del año, existía una posibilidad de que los efectos de una desaceleración en la economía estadounidense contribuyera a moderar las presiones de demanda agregada interna; no obstante, enfatizó que de no materializarse los riesgos antes mencionados, se debería continuar con las medidas de restricción monetaria, dado que la Autoridad Monetaria tiene la responsabilidad de mantener la estabilidad en el nivel general de precios. Otro miembro del Comité manifestó que el escenario internacional aún planteaba riesgos inflacionarios importantes y si bien los precios de las materias primas (petróleo, maíz y trigo) mostraban un comportamiento ligeramente decreciente, las proyecciones aún evidenciaban precios superiores para los próximos dos años; por otra parte, la volatilidad de los mercados accionarios podría moderarse, derivado de la ampliación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y de la mejora en el crecimiento de la actividad económica de las principales economías avanzadas en el segundo trimestre, lo cual alejaba la posibilidad de una recesión a nivel mundial. En el escenario interno indicó que, los indicadores de la actividad económica continuaban mostrando un dinamismo importante, tal y como lo evidenciaba el comportamiento del IMAE y que no obstante se había indicado que existía la posibilidad de una moderación en la demanda agregada, las expectativas y los pronósticos de inflación aún se mantenían elevados. Indicó que el índice sintético, el cual si bien reflejaba una disminución, aún se mantenía en el área de orientación de política monetaria moderadamente restrictiva. Manifestó que la política monetaria debía continuar reafirmando su compromiso de anclar las expectativas de inflación a efecto de propiciar que la inflación convergiera a la meta de mediano plazo; sin embargo, en esa ocasión podría acompañar la recomendación de los departamentos

técnicos en el sentido de dar una pausa a la orientación restrictiva de la política monetaria que recientemente adoptó la Autoridad Monetaria en el entendido que debía haber un monitoreo de los indicadores relevantes a efecto de tomar oportunamente las acciones de política monetaria necesarias que contribuyan al logro del objetivo de mediano plazo. Otro miembro del Comité indicó que, era importante tomar en consideración que en el ámbito internacional se habían registrado en los últimos días algunos acontecimientos que podrían mitigar, en alguna medida, la incertidumbre prevaleciente en los mercados internacionales; en primer lugar, en Europa la aprobación de un desembolso de 8,000 millones de euros para el rescate financiero de Grecia y la prohibición de invertir en *Credit Default Swaps*, con el propósito de reducir la volatilidad en el mercado generada por posiciones especulativas; y en segundo lugar, en los Estados Unidos de América, los resultados del segundo trimestre reflejaron beneficios mayores para las empresas, lo cual significaría que hay una mejora en la actividad económica. Por otra parte, en el ámbito interno indicó que el resultado de la actividad económica en el segundo trimestre mostraba un dinamismo mayor al registrado en el trimestre anterior; asimismo, el comportamiento de la inflación subyacente prácticamente no registró variación respecto del mes anterior y alrededor del 68.0% de los gastos básicos que integran el IPC registraron incrementos. En ese sentido, señaló que al considerar esos elementos, se mantenían latentes las presiones inflacionarias que se vienen observando desde meses previos; no obstante, también era importante considerar el enfoque prospectivo de la política monetaria, por lo que al considerar el comportamiento esperado de las variables indicativas, se observaba una muy leve moderación respecto del mes anterior. Tomando en consideración lo anterior, expresó que acompañaba la recomendación de mantener invariable la tasa de interés líder de política monetaria en esa oportunidad, pero también dejó manifiesta su preocupación de que luego de esa pausa, se analizara a fondo la posibilidad de continuar con una postura restrictiva, en caso los riesgos de inflación se acentuaran. El Comité, al realizar un análisis integral y prospectivo de la inflación, hizo énfasis en que en el último mes se había incrementado la incertidumbre en el entorno económico interno, particularmente, por el efecto que habría causado la depresión tropical que afectó el territorio nacional durante varios días y que ocasionó daños a la infraestructura del país, lo cual a su vez podría tener un efecto directo sobre

la actividad económica y sobre el comportamiento de la inflación, por lo que se debía actuar con cautela con el propósito de que las medidas de política monetaria no generaran un efecto adverso en la economía, por lo que, aun cuando persistieran las presiones inflacionarias, en esa oportunidad consideró prudente la recomendación de los departamentos técnicos.

El Presidente indicó que como resultado de la amplia discusión, análisis y reflexiones, en consenso del Comité se 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 correspondiente a octubre de 2011 y el Balance de Riesgos de Inflación, los miembros de la Junta Monetaria efectuaron el análisis y la discusión en relación a la determinación de la tasa de interés líder de la política monetaria.

Al respecto, un miembro de la Junta indicó que no compartía la recomendación del Comité de Ejecución; sin embargo, en esta oportunidad tampoco proponía bajarla dado el Banco Central perdería credibilidad y lo más importante era mantener esa credibilidad, ya que si una institución la tiene, es el Banco de Guatemala. Recalcó que, tal como ya había señalado, continuaba creyendo que la decisión adoptada en la ocasión anterior no fue ni oportuna ni correcta, en su magnitud. Manifestó que los comunicados de los bancos centrales denotaban la preocupación por el entorno económico mundial, incluso por un posible aterrizaje forzoso de la República Popular China, por lo que la incertidumbre era muy grande. Indicó que mencionaba esa situación, porque cualquier decisión tendría sus efectos en 2012, pero le parecía que las preocupaciones tanto del Comité de Ejecución como de los departamentos técnicos seguían estando muy centradas en los acontecimientos recientes, pero a criterio de él todavía se seguía con la inercia de algunas presiones inflacionarias; sin embargo, las expectativas y los pronósticos de inflación de Guatemala y del resto de países era de inflaciones bajas. Indicó que preocupaba el nivel de inflación de ese momento, pero preocupaba más lo que pasará con la inflación en 2012, ya que las expectativas eran de una desaceleración en el crecimiento económico mundial y

Guatemala no estaba exenta; sin embargo, aquí se piensa que se crecerá más que este año, pues si bien era cierto que algunos indicadores de corto plazo eran positivos, no se sabía qué tanto se moderarían el año entrante. Indicó que muchos bancos centrales y analistas internacionales estaban pensando en una desaceleración, incluso las economías emergentes que son los motores del crecimiento mundial, crecerán menos el año que viene; con ese escenario, señaló, se debía tomar algún riesgo permitiendo un poco más de inflación en apoyo a un mejor crecimiento económico. Señaló que en el resumen del Balance de Riegos de Inflación se mencionó que la inflación externa sugería una política restrictiva, pero los demás bancos centrales no lo veían así y veían expectativas de inflación más bajas, por lo que él tampoco compartía el criterio de que la inflación de América Latina subiría. Indicó que el comportamiento histórico del PIB trimestral en el tercer trimestre es más lento que los dos primeros, por lo que no había que dejarse llevar por el optimismo de que el segundo trimestre creció 3.7%. Señaló que a criterio de él había espacio para tomar una decisión como la que tomó Brasil, que en 30 días bajó su tasa de política en 100 puntos básicos; no obstante que tiene una de las inflaciones más altas de los países con un esquema de metas explícitas de inflación, debido a que veían una desaceleración en el mercado interno y en la demanda externa y que sus proyecciones de crecimiento para éste y el próximo año eran menores. Reiteró que para futuras decisiones había que tomar en cuenta todos los aspectos del entorno económico mundial, los cuales no están dando buenas señales.

Otro miembro de la Junta indicó que de acuerdo a lo que habían señalado los departamentos técnicos había un rezago del impacto del entorno externo en el crecimiento del país, por lo que era muy probable que por ese rezago la inercia del comportamiento favorable de la economía de este año tuviera también un coletazo favorable el próximo año, pues el comportamiento de las importaciones, exportaciones y otras actividades, excepto la construcción, e incluso la recaudación fiscal había estado mejor este año que el anterior. Indicó que cuando se subió la tasa de interés líder de 5.00% a 5.50%, se argumentó que su impacto era para el año entrante, por lo que en ese contexto, había que ver a más largo plazo las implicaciones que tienen las decisiones que se han tomado. Solicitó que se ampliara la información sobre la tasa de interés real, pues en octubre se tendrían dos impactos que influirían

transitoriamente en la inflación (el efecto fiambre y el efecto de la depresión tropical). Indicó que en el programa monetario se estimó un crecimiento del crédito bancario al sector privado de alrededor de 9.0%, pero éste ya estaba arriba de 12.0% por lo que el impacto monetario sería mayor y preguntó qué significado tiene eso para 2012.

Otro miembro de la Junta señaló que en los comunicados de los bancos centrales se advierte una incertidumbre mundial con gran preocupación sobre la inflación, Irlanda subió su tasa objetivo y Brasil la bajó, pero él no veía una marcada tendencia a bajarla en otros países, pero si había bancos centrales inflando la masa monetaria a un ritmo increíble que tarde o temprano se tiene que ajustar y generaría más inflación. Indicó que incluso en los Estados Unidos de América tenían una tasa de inflación superior a la histórica, lo que no era normal en ese país al igual que en otros países. Señaló que en el análisis prospectivo el Banco de Guatemala había mejorado mucho porque el Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) ya había estado sugiriendo ajustar la tasa de interés líder antes de que se hiciera, de lo contrario la inflación sería más alta ya que era un aspecto dinámico y la señal que manda el Banco Central a los agentes económicos en términos de inflación es importante porque se refleja en la tasa de interés real del mercado que en ese momento era negativa. Se refirió a los efectos de la depresión tropical que afectó el país e indicó que tenía conocimiento que en el área de Jutiapa llovió tanto como no había sucedido en los últimos 20 años, lo cual tendría un impacto en la inflación; dijo estar de acuerdo con la recomendación del Comité de Ejecución de no subir la tasa de interés líder y señaló que sí fue bueno hacerlo en la ocasión anterior, dado que brindaba flexibilidad para bajarla, si era necesario, en un futuro. Señaló que el efecto del rezago de las decisiones de política monetaria lo tienen todos los países y es peor si no se toman decisiones, pues el año entrante cuando tengan efecto, si las condiciones lo permiten, probablemente bajará la tasa de interés líder. Señaló que el crecimiento económico nacional era consistente porque las exportaciones y las importaciones llevan un ritmo de crecimiento que hacía muchos años no se veía; el crédito bancario al sector privado, que al agregarle el crédito de la banca extranjera, estaba por arriba de 15.0%; los ingresos del Estado habían crecido más de 17.0%, lo cual daba indicios de más crecimiento económico, además del buen trabajo que estaba realizando la SAT.

Otro miembro de la Junta manifestó que le preocupaba el impacto de los recientes acontecimientos climáticos y que la reactivación económica del país vaya a venir con rezago y con una lentitud por encima de lo que se requiere, por esa razón estaba de acuerdo con la recomendación de mantener invariable la tasa de interés líder. Indicó que la reacción de los bancos centrales frente al problema de la inflación era en función de la incertidumbre mundial y además la pausa que se estaba dando, derivado de los acontecimientos climáticos, debía verse desde una perspectiva de mediano a largo plazos porque la recuperación del país sería complicada no sólo por los daños a la infraestructura sino por los daños a la agricultura que era mayúsculos, lo que representaba pérdidas impresionantes y lo que ya se experimentaba era una baja en las exportaciones particularmente en el rubro de vegetales y otros cultivos seriamente afectados.

Un miembro de la Junta, respecto a la tasa real negativa, indicó que hay una discusión técnica sobre que debe medirse con la inflación subyacente porque es ésta la que realmente afecta al poder de compra y no con la inflación total y solicitó comentarios al respecto. Indicó que si bien el MMS cada vez ha sido mejor calibrado, en episodios como el de 2008 no dio buenas indicaciones para tomar decisiones y a criterio de él se tomaron decisiones tardías en bajar la tasa de interés líder cuando se veía venir la recesión mundial y percibía que los modelos econométricos recogen poco de lo que puede pasar hacia adelante y puso de ejemplo que, decisiones como la que se están tomando hoy en Europa y la percepción que al final tienen los agentes económicos, son imposibles de que un modelo econométrico las recoja y uno de los grandes temores de los analistas es que los mercados interpreten que no son suficientes las decisiones adoptadas en Europa y que las expectativas hagan más volátiles los mercados financieros y las bolsas. Indicó que las decisiones de apoyo financiero y de aumento de la masa monetaria son históricamente altas y no se sabe cuáles van a ser las consecuencias en el mediano plazo. Indicó que no dudaba de los análisis de los departamentos técnicos, los cuales eran muy profesionales, pero sí de los números que salen del modelo.

Otro miembro de la Junta señaló que las pérdidas ocasionadas por las lluvias era un problema grave, pero eran una oportunidad pues también hubo daños en varios países de la región y si el proceso de recuperación era bastante fuerte y rápido, con

esfuerzos del sector empresarial y del Gobierno, se saldría rápidamente de esa situación y se aprovecharía lo hecho en materia de tratados de libre comercio, siempre con la precaución de lo que pueda ocurrir el próximo año; sin embargo, era optimista porque, exceptuando los daños por los problemas climáticos, según le han señalado distintos sectores estaban creciendo más, por lo que estima que el crecimiento sería mayor al que señalaban las proyecciones y el año que viene puede ser mucho más positivo. Finalmente apoyó la propuesta de mantener invariable la tasa líder.

Por su parte, un miembro de la Junta señaló que cuando se hablaba de crecimiento económico mundial lo que se planteaba era que había incertidumbre a nivel mundial con factores de riesgo concentrados en Europa que habían contribuido a la volatilidad en los mercados financieros internacionales y que no habían permitido una recuperación económica como sería deseable; que las expectativas de crecimiento apuntaban a que los temores de una recesión se habían moderado, pero el ritmo de crecimiento mundial era mucho más lento y crecía a dos velocidades; y que para 2012, distintas fuentes estimaban un crecimiento de alrededor de 4.0% similar al de 2011, resultado de una combinación de menores tasas de crecimiento en las economías avanzadas, pero mayores en las economías emergentes. Señaló que un elemento fundamental para las decisiones de la Junta es tomar en cuenta que los niveles de inflación difieren significativamente entre países, las economías avanzadas tienen tasas de inflación bastante bajas, las economías emergentes de América Latina que utilizan el esquema de metas explícitas de inflación tienen tasas de inflación bajas, lo cual hace una diferencia marcada con el caso de Guatemala, porque en Guatemala la tasa de inflación supera la meta que de por sí es alta comparada con la de aquellas economías. Indicó que en los comunicados distribuidos de algunos bancos centrales, se observaba que muchos mantuvieron sin cambio sus tasas de interés de política, pero muchos de esos países habían subido sus tasas de política de manera importante desde finales del año pasado y principios de este año y en ese momento a ellos les importaba más asegurar una inflación baja que su crecimiento económico por los efectos perniciosos de ésta en dicho crecimiento y la respuesta de esas decisiones fue muy positiva para países como Chile, Perú y Colombia que luego de subirla entre 200 y 300 puntos básicos hoy gozan de tasas de inflación de alrededor de 2% y 3%, por lo que posiblemente Guatemala no actuó con la misma firmeza. Indicó que la República

Popular China subió su tasa de interés objetivo y seguía creciendo a una velocidad importante, mientras que en países con tasas de interés objetivo de alrededor de cero por ciento, como las economías avanzadas, su crecimiento continuaba muy bajo, lo que implicaba que para crecer no se trataba sólo de un tema de tasa de interés, por lo que pretender que sea una decisión de la Autoridad Monetaria la que va a cambiar ese ritmo de crecimiento era ignorar algunos de los principios que conducen la política monetaria en la mayoría de países. Respecto al tema de las tasas de interés reales negativas y su comparación con la inflación subyacente, aclaró que la inflación subyacente no es un indicador para medir pérdida en el poder de compra, sino que trata de aislar los efectos no relacionados con un impacto monetario, dijo que un grupo de economistas estaba cuestionando la utilización de la inflación subyacente en los Estados Unidos de América, porque argumentaban que era la inflación total la que afecta al consumidor y que puede distorsionar la realidad; recordó que esa economía todavía usa el esquema de agregados monetarios lo que le da mucho más sustento al uso de la inflación subyacente. Se refirió a los principios que rigen las decisiones de política monetaria en varios países: el primero es que la inflación en el largo plazo es un fenómeno monetario; los beneficios de preservar la estabilidad de precios; las expectativas, pues los agentes económicos procesan información derivada de las decisiones que toman los bancos centrales y en función de ello toman sus decisiones de ahorro, de inversión y de consumo; el contar con un parámetro de Taylor que establece que el aumento de la tasa de interés debe ser superior a la inflación esperada para que la política monetaria sea efectiva, porque si ese incremento en la tasa de interés resulta ser menor a la inflación esperada la tasa de interés se volverá negativa. Indicó que en el caso de Guatemala la tasa de inflación casi siempre ha superado la tasa de interés, y recordó las recomendaciones del profesor Sebastián Edwards, sobre la importancia de encontrar un nivel de tasa de política que genere una tracción adecuada para ésta. También aclaró que los modelos econométricos son herramientas de análisis, pero los análisis del Banco Central no descansan en una única herramienta, por esa razón el Balance de Riesgos de Inflación incluye una serie de indicadores y constantemente se está revisando a fin de incorporar indicadores que envíen las mejores señales para la toma de decisiones. Retomando los principios comentó el de inconsistencia en el tiempo, es decir, cuando un banco central toma una

decisión de política monetaria considerada optima, pero que no necesariamente prevalece en el tiempo y, por lo tanto, se requerirá de ajustes adicionales; otro principio es el de independencia del banco central mediante instrumentos, objetivos y presupuesto lo cual le da la posibilidad de mantener la credibilidad respecto de lo que está haciendo. Indicó que en la sesión anterior se informó que para la estimación del Proyecto de Presupuesto del Estado para 2012 se utilizó una tasa de crecimiento del PIB de 3.7%, límite superior del rango provisto por el Banco Central en aquel momento de entre 3.2% y 3.7%.

Otro miembro de la Junta señaló que el objetivo de incrementar la tasa de interés líder el mes pasado fue enviar un mensaje a los agentes económicos para detener la escalada de precios; sin embargo, la situación se complicó con la llegada de la tormenta tropical y con los daños ya mencionados. Dijo que el impacto de la decisión sobre tasa de interés líder tomada hace un mes sería de manera gradual. Indicó que estaba de acuerdo con la recomendación de mantener el nivel de la tasa de interés líder, porque daba un espacio para poder obtener información de la inflación de octubre y en noviembre tomar las decisiones que correspondan.

Otro miembro de la Junta señaló lo dicho sobre que los bancos centrales que tomaron decisiones de subir la tasa de interés objetivo en los primeros meses de este año no les interesaba el crecimiento económico; sin embargo, estimaba que a todos los bancos les interesa el crecimiento económico, lo que pasaba era que esas economías estaban creciendo alrededor de 7.0% y el crédito arriba de 20.0%, situación diferente de la de Guatemala, pues a ellos les importaba que el crecimiento fuera sostenido y sostenible en el mediano plazo y por eso tomaron esas decisiones. Aclaró que él estaba comprometido con el esquema de metas explícitas de inflación, el cual debe mantenerse, pero creía que en 2012 la desaceleración económica mundial traerá una desaceleración de las presiones inflacionarias vía demanda agregada y por eso no era necesario actuar en ese momento, pues el mejor legado que el Banco Central le puede dar a la economía es la estabilidad de precios en el mediano plazo y estaba convencido que desde la banca central no se puede hacer política económica sólo se pueden propiciar ciertas condiciones para que otras políticas hagan su trabajo como debe ser. Indicó que estaba de acuerdo con la propuesta del Comité de Ejecución de mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder.

Un miembro de la Junta manifestó que él también era muy optimista y tenía mucha confianza de que trabajando bien y haciendo el mejor esfuerzo se sacaría adelante al país. Señaló que se debe ser realistas en el tema de las pérdidas por la depresión tropical, porque a éstas había que agregarle las pérdidas en infraestructura a nivel comunitario, lo cual podría tener un impacto mayor a ese 0.1% del PIB estimado; en ese sentido, dijo, que era importante monitorear la situación, lo que permitirá a la Junta tomar decisiones.

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 unanimidad, 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 LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA EN 5.50%

En su sesión celebrada el 26 de octubre de 2011, la Junta Monetaria decidió por unanimidad mantener el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 5.50%, con base en un 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 del Modelo Macroeconómico Semiestructural y la orientación de las variables indicativas de política monetaria.

La Junta Monetaria tomó en consideración un escenario internacional que aún plantea riesgos inflacionarios, dado que los precios de las materias primas (petróleo, maíz y trigo) aunque muestran un comportamiento ligeramente decreciente, las proyecciones no reflejan la misma tendencia. En adición, consideró que continúa la incertidumbre respecto del desempeño de la actividad económica mundial, aunque podría moderarse derivado de la aprobación de las medidas de rescate financiero en la Zona del Euro y de la mejora en el crecimiento de la actividad económica de las principales economías avanzadas en el segundo trimestre.

La Junta Monetaria tomó en cuenta que, en el ámbito interno, los indicadores de corto plazo (IMAE, exportaciones, importaciones, recaudación tributaria y crédito bancario al sector privado) continúan mostrando dinamismo y que, no obstante, los pronósticos de inflación aún se mantienen elevados, éstos se desaceleraron levemente, reflejo, en parte, de la moderación de los precios internacionales de materias primas. También consideró que si bien los impactos derivados de los desastres naturales ocurridos recientemente podrían afectar el comportamiento de algunos precios internos, ello sería un aspecto temporal.

La Junta Monetaria manifestó que la política monetaria debe continuar reafirmando su orientación de anclar las expectativas de inflación, a efecto de propiciar que la inflación converja a la meta de mediano plazo; sin embargo, en esta ocasión consideró oportuno hacer una pausa a la orientación restrictiva de la política monetaria, en el entendido que mantendrá un monitoreo de los indicadores relevantes, a fin de tomar oportunamente las acciones de política monetaria necesarias que contribuyan al logro del objetivo fundamental.

Guatemala, 26 de octubre de 2011

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).