



**RESUMEN CIRCUNSTANCIADO DE LO ACTUADO POR
LA JUNTA MONETARIA CON MOTIVO DE LA
APROBACIÓN DE LA EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA
MONETARIA CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE
DE 2007 Y DE LA DETERMINACIÓN DE LA POLÍTICA
MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2008**

Guatemala, 30 de enero de 2008



De conformidad con lo que establece el artículo 63 del Decreto Número 16-2002 del Congreso de la República, Ley Orgánica del Banco de Guatemala, el Banco Central debe mantener una conveniente divulgación de las actuaciones de la Junta Monetaria, por lo que el Presidente del Banco de Guatemala deberá disponer la publicación de un resumen circunstanciado de dichas actuaciones cuando tengan implicaciones sobre la política monetaria, cambiaria y crediticia, o bien afecten las condiciones generales de liquidez de la economía del país.

En cumplimiento de lo dispuesto en el artículo citado, a continuación se presenta un resumen de lo actuado por la Junta Monetaria con motivo, por una parte, de la aprobación de la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2007 y, por la otra, de la determinación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008, contenida en resolución JM-211-2007 del 27 de diciembre de 2007.

I. EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2007

A. En oficio del 17 de diciembre de 2007, la Presidenta del Banco de Guatemala y de la Junta Monetaria sometió a consideración de los señores miembros de la Junta el dictamen CT-4/2007 relativo a la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2007, el cual fue aprobado por el Consejo Técnico del Banco de Guatemala el 14 de diciembre de 2007, con el propósito de que, conforme lo prescrito en los artículos 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala y 26 (a) de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, se procediera a evaluar la referida política.

B. En sesión número 59-2007 del 20 de diciembre de 2007, la Junta Monetaria conoció el referido dictamen. En dicha sesión, el Gerente Económico del Banco de Guatemala presentó los principales aspectos analíticos y evaluativos de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia de 2007.



C. Derivado de la exposición del Gerente Económico, los miembros de Junta Monetaria consideraron pertinente analizar y discutir ampliamente lo relativo a los fundamentos, las principales tendencias, así como los aspectos torales contenidos en el referido informe, a efecto de identificar los principales eventos y resultados que incidieron en la conducción de la política monetaria.

En ese contexto, un miembro de la Junta Monetaria manifestó su complacencia por la forma en la que fueron expuestos los temas por parte de los cuerpos técnicos del Banco de Guatemala. Asimismo, solicitó que se profundizara más en el análisis del comportamiento de la emisión monetaria durante 2007 y de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. En lo referente a la emisión monetaria indicó que aun cuando el análisis que se hizo sobre esta variable en otras oportunidades había sido importante, persistía la duda sobre los factores que se consideraban estructurales, en virtud de que el comportamiento de la emisión monetaria por arriba del corredor programado persistió tanto en 2006 como en 2007. En ese sentido, preguntó si el desvío de la emisión monetaria podría estar asociado a una subestimación de la demanda de emisión monetaria. En lo referente a los mecanismos de transmisión de la política monetaria, se refirió al último informe que presentara el doctor Sebastián Edwards a Junta Monetaria, en el que señaló la limitada transmisión de la política monetaria en Guatemala. Al respecto señaló que, no obstante, el Banco Central ha implementado acciones para mejorar la citada transmisión. En ese mismo sentido, preguntó sobre las acciones que tendría que impulsar el Banco Central para que las medidas de política monetaria se transmitan efectivamente al mercado.

Sobre el particular, los departamentos técnicos señalaron que en lo relativo al desvío de la emisión monetaria, la presentación efectuada hacía referencia a la cuantificación del componente que no es inflacionario en dicho desvío. En ese sentido, se señaló que el desvío de la emisión monetaria al 29 de noviembre era de Q1,126.0 millones; sin embargo, las estimaciones indicaban que este desvío se ubicaría al finalizar 2007, en promedio, en alrededor de Q1,200.0 millones. Se resaltó que dentro de las causas que explicaban el desvío de la emisión monetaria se encontraba una mayor tasa de



crecimiento económico respecto de lo previsto originalmente, en virtud de que cuando se elaboró el programa monetario original, la tasa de crecimiento económico prevista para 2007 era de 5.2%, en tanto que una nueva estimación indicaba que éste se situará en 5.7%, como resultado de mejores condiciones internas y externas. En ese sentido, se señaló que el efecto marginal de ese incremento en la actividad económica equivalía a Q77.4 millones, el cual se había incorporado en el programa monetario que se revisó en junio de 2007. Asimismo, se observó un incremento en el saldo promedio de efectivo en la caja de los bancos de aproximadamente Q420.0 millones (Q288.4 millones en el saldo promedio en sus bóvedas y Q131.6 millones de incremento en la demanda de efectivo por parte de los referidos bancos para aumentar sus disponibilidades en cajeros automáticos). Derivado de lo anterior, se indicó que del desvío de la emisión monetaria por Q1,200.0 millones, habría un excedente de naturaleza estructural por Q700.0 millones. Adicionalmente, se expuso que en la programación financiera, la estimación de la emisión monetaria era congruente con la proyección de los medios de pago, la cual, también es coherente con la tasa de crecimiento económico prevista y con la meta de inflación, elementos con los que está diseñado el programa monetario; asimismo se consideró un ajuste en términos de variación en la velocidad de circulación del dinero y del multiplicador de los medios de pago. En cuanto al incremento del saldo promedio de la disponibilidad en bóveda de los bancos, en 2007 fue de alrededor de Q1,400.0 millones, monto superior al saldo promedio de 2004 y de 2005 (Q900.0 millones y Q1,100.0 millones, respectivamente). Sin embargo, se indicó que el cambio estructural en la emisión monetaria inició en 2006, derivado, como se indicó, de una mayor expansión de la actividad económica, en general, y de la actividad bancaria, en particular, que evidenciaron una mayor demanda de efectivo, por lo que parte de la expansión de la oferta de emisión monetaria por arriba de los valores programados (Q500.0 millones) no sería inflacionaria, dado que se trataba de una adecuación de la oferta de emisión monetaria a su respectiva demanda. En ese sentido, se informó que a noviembre de 2007 se observó un crecimiento de 718 agencias bancarias, las cuales pasaron de 1,377 en diciembre de 2006 a



2,095 en noviembre de 2007, lo cual explicaba la racionalidad de mantener mayores disponibilidades en bóveda en los bancos del sistema. En el contexto anterior, se reiteró que del desvío de la emisión monetaria de Q1,200.0 millones, alrededor de Q500.0 millones no serían inflacionarios, por lo que el excedente de liquidez estructural que habría que neutralizar en 2008 sería de alrededor de Q700.0 millones. En lo relativo a los mecanismos de transmisión de la política monetaria, los departamentos técnicos indicaron que dentro del esquema de metas explícitas de inflación, el análisis de dichos mecanismos es sumamente importante, en virtud de que desde que el Banco de Guatemala viene utilizando la tasa de interés líder como instrumento de señalización y postura de la política monetaria, se reciben montos ilimitados de recursos a dicha tasa de interés líder y para el resto de plazos se fija un cupo y se adjudica en función de las tasas de interés de mercado, lo cual, en general, debe generar un menor impacto en las tasas de largo plazo, luego de una variación en la tasa de interés líder. Se indicó que en 2007, la tasa de interés líder se elevó 150 puntos básicos, mientras que en el mercado financiero se observó que la tasa de interés, por ejemplo de certificados de depósito a un año plazo, tuvo un ajuste al alza menor. En ese sentido, se mencionó que la tracción de la tasa de interés líder también debe trasladarse en ajustes, aunque en menor magnitud, en las tasas de interés de largo plazo en el mercado monetario; es decir, las del sistema bancario en moneda nacional (activas y pasivas), las cuales en 2007 no se modificaron significativamente; sin embargo, se mencionó que si la tasa de interés líder no se hubiera ajustado al alza en 2007, probablemente las tasas de interés del sistema bancario se hubieran ubicado en niveles más bajos. Se mencionó además, que la tracción de la tasa de interés líder puede verse desde la óptica de su efecto en las condiciones de liquidez de corto plazo en el mercado financiero. En ese sentido, se señaló que en 2007 se pudo observar que la transmisión en el mercado de dinero de corto plazo fue inmediato; es decir, que ajustes en la tasa de interés líder provocaron variaciones en la tasa de interés de las operaciones de reporto.

Por otra parte, se señaló que el tema de expectativas de los agentes económicos también era importante, por lo que en la propuesta de Política



Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008 se había incluido dentro de las mejoras al marco operativo y analítico de la política monetaria lo relativo a dos temas: el primero, identificar y cuantificar plenamente los mecanismos de transmisión a efecto de establecer los canales de transmisión monetaria que efectivamente están operando, entre los cuales se encuentra el de expectativas de inflación; y, el segundo, relativo a que se tiene previsto mejorar el Modelo Macroeconómico Semiestructural, dado que dicho modelo contiene mecanismos de transmisión implícitos por el lado de las expectativas, por el lado del tipo de cambio y por el lado de la demanda agregada.

Otro miembro de la Junta mencionó que en 2007 la tasa de crecimiento económico se situaría 0.5 puntos porcentuales por arriba de lo proyectado originalmente. En ese sentido, indicó que si este resultado se hubiera previsto desde el inicio de 2007, quizás ello habría modificado la orientación de las variables indicativas. En ese orden de ideas, señaló que debido a que el sistema de cuentas nacionales implementado en 2007 permitirá medir de forma trimestral el producto interno bruto, sería conveniente que las variables indicativas a las cuales la Junta Monetaria les da seguimiento, fueran más flexibles, lo que seguramente cambiaría la orientación del índice sintético. Por otra parte, señaló que la variable crédito bancario al sector privado se ubicó por arriba del límite superior de margen de tolerancia, derivado de una mayor demanda de crédito del sector privado, asociada al mayor dinamismo de la actividad económica. Expresó que la Junta Monetaria debería ser más flexible en cuanto a las metas que se establecen, de manera de poderlas revisar trimestralmente. De esa cuenta indicó que si se diera una revisión del PIB hacia el alza, también se pudieran revisar las variables indicativas de la política monetaria sobre las cuales dicha alza tendría efecto. Por otra parte, hizo referencia a la relación existente entre crecimiento económico e inflación, en el sentido de que aumentos en el crecimiento económico generalmente van acompañados de incrementos en la inflación, vía la expansión de la demanda agregada, por lo que había que buscar un punto óptimo en el que se controle la inflación, pero sin sacrificar significativamente el crecimiento económico. En ese sentido, indicó que en 2007 todas las economías del mundo que crecieron



más respecto de 2006, también mostraron niveles de inflación superiores, como ocurrió en Guatemala.

Otro miembro de la Junta indicó que las alzas en la tasa de interés líder de la política monetaria efectuadas en 2007, propiciaban un aumento en el costo de dicha política, sin que se observaran aumentos significativos en las operaciones de estabilización monetaria. Al respecto, indicó que habría que evaluar otras formas de participación del Banco Central en el mercado de dinero para hacerlo más competitivo, en virtud de que, en su opinión, existen muchas instituciones del sector financiero no bancario que estarían interesadas en invertir directamente en Certificados de Depósito del Banco de Guatemala. Asimismo, señaló que con el propósito de elevar la eficacia de las acciones de política monetaria podría evaluarse también otros instrumentos de política monetaria como el encaje bancario.

Otro miembro de la Junta señaló que, en lo relativo a los mecanismos de transmisión de la política monetaria, el profesor Edwards recomendó que se propiciara que variaciones en la tasa de interés líder se transmitieran a las de largo plazo. En ese mismo sentido, indicó que desde su punto de vista, no siempre incrementos en las tasas de interés de corto plazo, como es el caso de la Reserva Federal, provocan un alza en las tasas de interés de largo plazo, ejemplo de ello fue lo sucedido en los últimos años en los Estados Unidos de América, cuando los agentes económicos percibieron que la reserva federal estaba restringiendo la política monetaria, con el objeto de moderar presiones inflacionarias, lo que provocó que las tasas de largo plazo bajaran, debido a una moderación en las expectativas de inflación de los agentes económicos, quienes requerían una menor prima de inflación en las tasas de interés de largo plazo. En ese sentido indicó que era importante, especialmente en un año de transición política, afianzar la credibilidad de los agentes económicos en las decisiones de política económica hacia el futuro, para lo cual también era necesario el apoyo de la política fiscal mediante el mantenimiento de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala en niveles congruentes con el programa monetario y de la estrecha coordinación entre las políticas monetaria y fiscal.



Por otra parte, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala señalaron que respecto a la trimestralización de las cuentas nacionales, que es un esfuerzo que viene efectuando el Banco Central y que significará un insumo importante para el Modelo Macroeconómico Semiestructural, constituirá una herramienta para dar seguimiento a la tendencia de la actividad económica. En lo relativo a la flexibilización de las variables indicativas, se señaló que los cuerpos técnicos estiman que las referidas variables, sobre todo las contenidas dentro del índice sintético, si tienen flexibilidad, en virtud de que la mayoría tienen márgenes de tolerancia en congruencia con la meta de inflación. En cuanto a la relación entre crecimiento e inflación, se señaló que la preocupación de los cuerpos técnicos del Banco de Guatemala es que la fase de crecimiento económico sea sostenible y para ello es necesario que la inflación sea moderada, dado que si la economía está creciendo considerablemente y la inflación también, lo que ocurre es que ese crecimiento económico no es sostenible, porque niveles de inflación superiores deterioran el poder adquisitivo de los salarios y eso genera presiones hacia alzas salariales, lo que a su vez produce inercia inflacionaria que es sumamente delicada de contener cuando empieza a gestarse, otro aspecto no menos importante, es que tasas de inflación altas encarecen el costo de la deuda al Sector Público, ya que bajo el principio de racionalidad financiera, los agentes económicos, ante tasas de inflación superiores, exigen una prima de riesgo superior, por lo que las tasas de interés de los títulos del Gobierno tienden a elevarse, generando distorsiones en la asignación de recursos en la economía. En ese mismo sentido, se indicó que niveles altos de inflación y tasas de crecimiento altas, puede generar distorsiones en la intermediación financiera; es decir, la oferta y la demanda de fondos prestables no evoluciona adecuadamente, dado que los agentes económicos saben que hay una tasa de inflación creciente, lo que incentiva el consumo presente en detrimento del ahorro. En el contexto anterior, se señaló la importancia de lograr que una economía observe niveles de crecimiento económico importantes, pero que se debe privilegiar el mantenimiento de la estabilidad de precios, a efecto de que ese crecimiento económico sea sostenible. Respecto de los depósitos del



gobierno, se señaló que dentro de un esquema de metas explícitas de inflación la coordinación de las políticas monetarias y fiscal es un aspecto total a observar, en virtud de que el gobierno influye tanto en la oferta agregada como en la demanda agregada, mientras que la política monetaria tiene incidencia en la demanda agregada, de allí que la experiencia internacional en América Latina es muy ilustrativa en prohibirle a los bancos centrales financiar al gobierno, porque ese financiamiento genera una expansión monetaria, desajusta los mercados de bienes y de dinero, distorsionando los precios macroeconómicos como el tipo de cambio y la tasa de interés, especialmente. En ese sentido, se indicó que la experiencia internacional en este aspecto ha sido evitar que los bancos centrales generen un esfuerzo monetario excesivo, en consecuencia el uso de depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala debe ser coherente con las condiciones macroeconómicas que se proyectan, con la evolución de las reservas monetarias internacionales, con la tendencia del comercio exterior, con el dinamismo del multiplicador bancario, con la creación primaria de liquidez prevista, con el comportamiento previsto de la inflación y de la velocidad de circulación del dinero, elementos que deben estar integrados (como sucede en el programa monetario) a efecto de tener una perspectiva respecto del acontecer de la política monetaria y separar lo que a cada una de las políticas le corresponde hacer dentro del ámbito económico.

Con relación a otros instrumentos de política monetaria, se señaló que, como lo establece la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, efectivamente el encaje es uno de ellos. Al respecto, se indicó que dentro del esquema de modernización financiera, la tasa de encaje bancario, que era de 31%, en la última parte de la década de los años noventa, gradualmente se ha venido reduciendo; en virtud de que niveles altos de encaje distorsionan la intermediación financiera y, en consecuencia, la asignación de recursos, por lo que en la actualidad se utilizan con más frecuencia instrumentos indirectos como las operaciones de estabilización monetaria, razón por la cual el encaje bancario en realidad tiene un carácter de resguardo de liquidez. En ese contexto, se mencionó que se considera que en las actuales circunstancias una



tasa de encaje de 14.6% es un adecuado resguardo de liquidez, dado que existe una posición de encaje ligeramente positiva, fundamentalmente si se considera el actual proceso de consolidación del sistema bancario guatemalteco, asociado a las fusiones y absorciones de bancos, que generarán una mayor competencia en el mercado de fondos prestables.

Respecto de las recomendaciones del profesor Edwards que son compatibles con las distintas recomendaciones del Fondo Monetario, se señaló que él plantea una tasa de interés líder de política monetaria a un plazo de 7 días, colocaciones por montos ilimitados y que para el resto de plazos debería de fijarse un cupo a tasas de interés de mercado para ir creando una curva de rendimientos que de las señales al mercado acerca de la postura de la política monetaria. Se indicó que lo que se persigue es buscar gradualmente una posición neutra o acreedora del Banco Central a efecto de que los excedentes de liquidez que se neutralicen con certificados al plazo de 7 días, sea considerablemente menor.

Otro miembro de la Junta, señaló que para la elaboración del programa monetario se toma en cuenta, entre otros aspectos, la preferencia del público por liquidez, así como las operaciones del sector público en cuanto al manejo de sus recursos. Señaló que dicha cantidad de recursos tiene que ser consistente con la demanda de dinero y con las expectativas de inflación. Indicó que el objetivo de definir una meta de inflación está en función de dar certeza a los agentes económicos para que sirva a éstos de base para sus estimaciones futuras sobre la actividad económica. En lo que corresponde al crecimiento económico mencionó que es importante tomar en cuenta que éste debe ser sostenible para que no provoque distorsiones en la demanda o en la oferta.

Un miembro de la Junta señaló que le preocupaba la concentración que se observaba en la cartera crediticia por actividad económica. En ese sentido, señaló la importancia de que la Junta Monetaria le siga dando un seguimiento estrecho a esta variable, en virtud de que el crédito podría orientarse a operaciones de tipo especulativo, lo cual podría distorsionar la asignación de recursos en la actividad económica.



Otro miembro de la Junta comentó que el comportamiento de los medios de pago en el segundo trimestre de 2007, indicaba cada vez una desviación mayor respecto del límite inferior del corredor programado; posteriormente el referido desvío se redujo; sin embargo, en el tercer trimestre se volvió a ampliar; de igual manera sucedió con la base monetaria amplia. Con relación a los depósitos del gobierno en los bancos del sistema, señaló que sería conveniente revisar si realmente se está dando cumplimiento a lo dispuesto en el reglamento que emitió Junta Monetaria, basada en el artículo 55 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, en el que se obliga a los bancos del sistema mantener sus depósitos en el Banco de Guatemala.

Un miembro de la Junta se refirió también al comportamiento de los medios de pago, el cual se refleja en el menor dinamismo en las captaciones, asociado a la mayor preferencia de efectivo por parte de los agentes económicos, como resultado, por una parte, de los eventos en el sistema bancario y, por la otra, del nivel de la tasa de interés pasiva en términos reales. En ese sentido, indicó que las recomendaciones para el fortalecimiento de la confianza de los agentes económicos deben de estar orientadas a aumentar la transparencia y la calidad de información que se proporciona a los agentes económicos congruente con el nuevo acuerdo para divulgación de información que estaría emitiendo la Superintendencia de Bancos, en el que se aumenta la cantidad y la calidad de la información. Señaló que otra recomendación era fortalecer al Fondo para la Protección del Ahorro, principalmente en cuanto a su patrimonio. Por otra parte, se refirió al nivel de la tasa de interés pasiva de los bancos del sistema, indicando que existen diferencias entre los bancos, las cuales hacen que, por ejemplo, en el caso de los bancos grandes, éstos no se preocupen por ajustar sus tasas de interés pasivas, debido a que durante 2007 financiaron crédito con las desinversiones de certificados de depósito a plazo en el Banco de Guatemala. En ese sentido, señaló que si se observa el comportamiento de la base monetaria amplia, se podría argumentar que potencialmente disminuye el dinero que puede traducirse en más crédito o en más presión inflacionaria, derivado de que se está incluyendo sólo los vencimientos de certificados de depósito a plazo a 90 días, por lo que sugirió



que éste debe ser un aspecto que debe de tomarse en cuenta en el cálculo de la referida variable para 2008.

Un miembro de la Junta se refirió al crédito bancario al sector privado, haciendo énfasis en el tamaño de los bancos. Señaló que existen instituciones bancarias que otorgan crédito al consumo a tasas de interés altas. En ese sentido, señaló que hay que ser cautos en el momento de analizar las estadísticas con este tipo de información. Por otra parte, reconoció que el margen entre las tasas activas y pasivas de interés promedio ponderado, se ha ido reduciendo y que el mismo refleja el desempeño del mercado financiero guatemalteco. Recomendó que sería importante investigar el caso de El Salvador, país en el que el margen entre la tasa de interés activa y la tasa de interés pasiva es de dos puntos porcentuales.

Otro miembro de Junta indicó que en el comportamiento de las tasas de interés es donde se reflejan las medidas de política monetaria, debido a las expectativas que éstas generan en el mercado financiero. Se refirió también al incremento del crédito bancario en dólares, el cual podría tener efectos en el corto plazo, mediante una mayor demanda de servicios o de bienes, aspecto que podría afectar el índice de precios al consumidor. Indicó que dicho crecimiento podría haberse visto favorecido por tasas de interés más bajas. Señaló que si se separara el comportamiento del crédito bancario en quetzales, éste se ubicaría dentro del corredor estimado; sin embargo, cuando se le adiciona el crédito bancario en dólares, la variación interanual de éste se ubica por encima del corredor estimado.

Un miembro de Junta, con relación al crédito bancario en dólares de los Estados Unidos de América, indicó que el crecimiento acelerado en dicha variable no obedece únicamente al nivel de tasa de interés, sino a la previsibilidad que la regla cambiaria otorga a los tomadores de riesgo en moneda extranjera. Al respecto, indicó que es importante revisar la conveniencia de flexibilizar más el régimen cambiario, en virtud de que ese podría ser un aspecto que estaría incidiendo en el comportamiento del crédito en moneda extranjera. Por otra parte, se refirió al tema de las medidas prudenciales, señalando que la experiencia internacional indica que en varios



países se han implementado acciones desde el ámbito prudencial, que han coadyuvado a frenar el crecimiento excesivo del crédito bancario de moneda extranjera.

Luego de haberse expuesto y discutido los argumentos y observaciones respecto del contenido de la Política Monetaria, cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2007, la Junta Monetaria dio por evaluado el contenido de la misma.

II. DETERMINACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2008

A. En oficio del 17 de diciembre de 2006, la Presidenta del Banco de Guatemala sometió a consideración de los señores miembros de la Junta Monetaria el Dictamen CT-5/2007 que contiene las Perspectivas Económicas para 2008-2009, así como la Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008, con el propósito de que, conforme lo prescrito en los artículos 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala y 26 (a) de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, se procediera a determinar la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008.

B. En sesiones 60-2007 y 62-2007, celebradas por la Junta Monetaria el 21 y 27 de diciembre de 2007, respectivamente, la Autoridad Monetaria conoció el referido dictamen. En la primera de las sesiones indicadas, el Gerente Económico del Banco de Guatemala hizo la presentación de los principales aspectos de la Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008.

C. Derivado de la exposición del Gerente Económico del Banco de Guatemala, los miembros de la Junta Monetaria consideraron pertinente analizar y discutir la propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008, a efecto de generar los elementos de juicio que permitieran la adopción de la resolución a que daría lugar la determinación de dicha política, que por mandato constitucional y legal corresponde a la autoridad monetaria.



Un miembro de la Junta Monetaria se pronunció sobre el cambio establecido tanto en el valor puntual de la meta de inflación para 2008, la cual pasó de 4.5% a 5.5%, como en el márgenes de tolerancia de la misma, el cual se amplió a +/- 1.5 puntos porcentuales. En este sentido, manifestó su opinión a favor del incremento en la meta para 2008, debido a los eventos de carácter exógeno que han generado presiones inflacionarias y que han elevado la inflación por arriba de lo establecido en la política monetaria de 2007. Asimismo, aseveró que el incremento en la meta de inflación contribuye a prevenir un deterioro de credibilidad de los agentes económicos hacia el Banco de Guatemala, la cual se podría producir al establecer metas de inflación por debajo de las que en realidad se pueden alcanzar con acciones de la política monetaria. Mencionó, además, que la decisión de incrementar la meta de inflación también se ha producido en otros bancos centrales de países que también han establecido un esquema de metas explícitas de inflación, como Brasil y Nueva Zelanda. Sobre este aspecto, otro miembro de la Junta indicó su preocupación con respecto al incremento en la meta de inflación para 2008, ya que consideraba que el alza en los precios registrada en los últimos meses se ha producido como consecuencia de choques externos que difícilmente afectarán el nivel de precios en la misma magnitud durante 2008, por lo que el escenario de una inflación baja es bastante factible. Asimismo, manifestó su inquietud en relación al efecto en las expectativas de inflación, como resultado del incremento propuesto en el margen de tolerancia para la meta de inflación, debido a que los agentes económicos podrían interpretar esta medida como una señal de relajamiento de las condiciones monetarias.

Un miembro de la Junta Monetaria se refirió a los mecanismos de transmisión de la política monetaria, señalando que el profesor Sebastián Edwards, en su última visita, había recomendado mejorar la eficiencia del mecanismo mediante el cual las decisiones de la tasa de interés líder del banco central se transmiten a otras tasas de interés, aspecto que no observó en la propuesta de política monetaria para 2008.

Otro miembro de la Junta manifestó su opinión respecto a la desaceleración esperada en la tasa de crecimiento económico para 2008.



Indicó que las menores expectativas de crecimiento se basaban en pronósticos sobre el comportamiento proyectado de las economías de los principales socios comerciales. No obstante, también era necesario tomar en consideración los esfuerzos internos en materia de competitividad, estabilidad macroeconómica y apertura comercial, los cuales han generado una mejora en las calificaciones otorgadas por parte de las empresas calificadoras de riesgo. Al considerar los factores mencionados, la tasa de crecimiento económico esperada para 2008 parece ser muy conservadora, por lo que solicitó la opinión de los departamentos técnicos.

Los departamentos técnicos del Banco de Guatemala señalaron que el cambio en la meta de inflación había sido una decisión ampliamente discutida, debido al efecto que podría ocasionar en las expectativas de los agentes económicos. Sobre el particular, señalaron que la experiencia internacional ilustra que en ciertos países se ha modificado la meta de inflación, luego de que se registran eventos no previstos que están fuera del alcance del banco central, particularmente, choques de oferta. Se mencionó como ejemplo el caso de Brasil, país que en 2002 había establecido una meta puntual de inflación de 3.5% con un margen de tolerancia de +/- 2 puntos porcentuales; sin embargo, los desequilibrios macroeconómicos originados en Argentina (socio comercial importante) tuvieron repercusiones de naturaleza fiscal, financiera y cambiaria que condujeron a una inflación doméstica de 12.53%, la cual se situó aproximadamente 7 puntos porcentuales por arriba del límite superior de la banda de fluctuación establecida. Esto condujo a que el banco central ajustara la meta de inflación de 2003 a 8.50% con un margen de tolerancia de 2.5 puntos porcentuales, con el objeto de no generar falsas expectativas de desinflación que pudieran repercutir negativamente en la credibilidad del banco central. Asimismo, se mencionó el caso del Banco Central de Nueva Zelanda, banco pionero en el establecimiento de metas explícitas de inflación, quien en su estrategia original de reducción de la inflación había establecido un rango de 0% a 2% hacia el cual tendría que converger la inflación en el largo plazo. No obstante, en años posteriores se consideró que ese rango era muy bajo considerando el contexto internacional, la competitividad doméstica y la



evolución de los mercados financieros, por lo que se hizo un ajuste al rango de inflación establecido como meta hasta situarlo entre 1% y 3%.

En lo que corresponde a la estimación de crecimiento económico, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala coincidieron con la opinión del miembro de la Junta Monetaria en cuanto a que la proyección de la tasa de crecimiento para 2008 es conservadora. Mencionaron que para efectos de dicha proyección sí se tomaron en consideración factores de índole interna, como la estabilidad macroeconómica, la disciplina de las políticas monetaria y fiscal, las expectativas favorables de los agentes económicos, la inversión pública y privada y los flujos de inversión extranjera directa. Se consideró también que las proyecciones de producción de café y de azúcar son menores que las de 2007; por consiguiente, al igual que para 2007, se mencionó que los factores internos continuarían siendo impulsores del crecimiento, pero que los factores de carácter externo se presentan menos favorables.

En cuanto a los mecanismos de transmisión de la política monetaria, los departamentos técnicos también se refirieron a algunas medidas que están contenidas en la Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008. Al respecto, hicieron referencia a dos medidas, las cuales son prácticas y de corto plazo: la primera, se refiere al mecanismo de colocación de certificados de depósito a plazo a 7 días. Indicaron que actualmente las colocaciones se realizan por medio de las bolsas de valores, mientras que la propuesta está orientada a que participen otros inversionistas por medio de las casas de bolsa. Se señaló que el objetivo de la propuesta es tratar de aumentar la velocidad de respuesta en otras tasas de interés ante variaciones en la tasa de interés líder, en la medida en que las instituciones privadas que no pertenecen directamente al sector bancario puedan acceder al mecanismo de colocación a 7 días. La segunda medida, tiene que ver con la consolidación de la información de las operaciones interbancarias en el mercado secundario. A ese respecto, señalaron que actualmente el Banco de Guatemala cuenta con información diaria de las transacciones que se realizan en el mercado bursátil, la cual se procesa y consolida, luego se pone a disposición del público. Sin embargo, también se mencionó que existe una parte del mercado que no está



cubierta y tiene que ver con las operaciones del mercado extrabursátil, específicamente las operaciones que se realizan en el mercado interbancario y que si bien se cuenta con los montos que son liquidados por medio del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR), se considera que es necesario contar con información relativa a otras características, como plazos y tasas de interés. Se indicó que en la medida con se cuente con dicha información, también se estaría contribuyendo a la formación de la curva de rendimiento y, en consecuencia, a mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Luego de haberse expuesto los argumentos y observaciones respecto del contenido de la referida propuesta de política, se arribó a la conclusión de que la misma contenía los instrumentos y las medidas que la hacían coherente con los esfuerzos de continuar avanzando en un esquema de metas explícitas de inflación, el cual consiste en fundamentar dicha política en la elección de la inflación como el ancla nominal de la política monetaria, basada en un régimen de tipo de cambio flexible, en la realización de las operaciones de estabilización monetaria, privilegiando las decisiones del mercado, así como en el perfeccionamiento de la transparencia de las actuaciones del Banco Central, todo lo cual permitirá continuar consolidando la estabilidad y confianza en las principales variables macroeconómicas y financieras. En ese sentido, la Junta Monetaria procedió a determinar la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008, a cuyo efecto emitió la resolución número JM-211-2007 del 27 de diciembre de 2007, la cual entró en vigencia el 1 de enero de 2008.