

BANCO DE GUATEMALA



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 2008 Y DE LA DETERMINACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2009

Guatemala, 30 de enero de 2009

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 2008 Y DE LA DETERMINACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2009

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, con el objeto de mantener una conveniente divulgación de las actuaciones de la Junta Monetaria, 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 Junta Monetaria, con motivo, por una parte, de la aprobación de la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2008 y, por la otra, de la determinación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2009, contenida en resolución JM-161-2008 del 23 de diciembre de 2008.

A. En oficio del 17 de diciembre de 2008, la Presidenta del Banco de Guatemala sometió a consideración de los señores miembros de la Junta Monetaria el Dictamen CT-3/2008, aprobado por el Consejo Técnico del Banco Central el 12 de diciembre de 2008, con el propósito de que, conforme lo prescrito en los artículos 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala y 26 inciso a) de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, se procediera a evaluar la referida política.

B. En sesión número 54-2008 celebrada por la Junta Monetaria el 19 de diciembre de 2008, la autoridad 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 a Noviembre de 2008.

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 principales aspectos contenidos en el referido informe, a efecto de identificar los

principales eventos y resultados que incidieron en la conducción de la política monetaria en 2008.

En ese contexto, un miembro de la Junta externó que el informe de política es adecuado, ya que el contenido analiza y compila lo sucedido en el transcurso del año. Además, señaló que 2009 será un año complejo para el país debido, entre otros aspectos, a que se prevén restricciones crediticias mundiales, así como el debilitamiento de la demanda externa, una caída en los precios de las materias primas y una recesión en los principales países desarrollados, especialmente los Estados Unidos de América, por lo que la Junta Monetaria deberá tomar las decisiones, dentro del ámbito de su competencia, para tratar de aminorar los efectos nocivos que pudieran generarse para la economía nacional.

Otro miembro de la Junta señaló que la economía del país se desempeñó notablemente bien, a pesar de dos choques externos, el primero, el incremento en los precios internacionales del petróleo y sus derivados, del trigo y del maíz en el primer semestre del año y, el segundo, el impacto de la crisis financiera internacional que provocó una crisis de confianza que, a su vez, deterioró, por una parte, las expectativas de crecimiento de la economía mundial y, por la otra, el comportamiento de los mercados crediticios. Agregó que dicho desempeño notable se refleja sobre todo en materia de equilibrios macroeconómicos y en la coordinación de la política monetaria con la fiscal, como en el caso de las acciones adoptadas conjuntamente para proveer de liquidez adicional al mercado.

Respecto al comportamiento del Producto Interno Bruto, un miembro de Junta Monetaria expresó que el crédito bancario al sector privado orientado al sector construcción aumentó en 2008, pero que este aumentó no se reflejó en la dinámica del PIB.

Sobre ese mismo tema, varios miembros de la Junta expresaron su preocupación por las estimaciones del PIB en 2008, en el sentido que se inició con una estimación de 5.3% y se está finalizando el año con una de 4%, porcentaje que, en su opinión, posiblemente será menor. También expresaron que tal estimación es producto de un primer semestre favorable debido en

parte, a la inercia del crecimiento económico mundial en 2007, pero que en el segundo semestre del año, la estimación no será favorable por los factores conocidos. Además, preguntaron si existía información desagregada del PIB por trimestre o semestre de 2008 e inquirieron qué tan diferente son las estimaciones de crecimiento económico publicadas por la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) con las estimadas por el Banco de Guatemala, así como las premisas que utilizaron para calcular las mismas.

Sobre las interrogantes planteadas por algunos miembros de Junta Monetaria en cuanto a la actividad económica, los departamentos técnicos señalaron que en efecto, en el informe se presenta un análisis no sólo de las distintas proyecciones que se tenían en este año desde el 5.3% (estimado en noviembre de 2007), 4.8% (revisado en abril de 2008), 4.3% (revisado en septiembre de 2008) y 4.0% (revisado en diciembre de 2008), lo anterior debido a la situación del entorno macroeconómico mundial, caracterizada por una desaceleración en la actividad económica, principalmente, la de los Estados Unidos de América y la de los países que conforman la Zona del Euro. Respecto al comportamiento del sector construcción, manifestaron que si bien dicho sector demanda crédito, el mismo está determinado por su comportamiento y su valor agregado por el precio de insumos tales como el cemento y el hierro. Mencionaron que con la información disponible los metros de construcción autorizados en 2008 disminuyeron significativamente respecto de los autorizados en 2007 y que los precios de los insumos se incrementaron significativamente en los primeros ocho meses del año. A pesar que en noviembre dichos precios se redujeron, ello no ha logrado compensar la caída que ha tenido el sector, principalmente por el aumento de sus costos.

Respecto a la posibilidad de tener un cálculo del PIB del primer semestre y del segundo semestre, expresaron que con la actual metodología no es posible, razón por la cual se está avanzando en el tema de la elaboración de las cuentas nacionales trimestrales, dentro del marco conceptual del Sistema de Cuentas Nacionales de 1993 y de acuerdo con las mejores prácticas internacionales sobre la materia. Respecto de las estimaciones de crecimiento para 2009 (2.9%) calculado por CEPAL, expresaron que el Banco

de Guatemala, al igual que los demás bancos centrales de Centroamérica, no está de acuerdo con dicha estimación. Al respecto, CEPAL argumentó que cuentan con un modelo que marca ciertas tendencias en cuanto al PIB global y gran parte está asociado a las reducciones importantes de las proyecciones de la economía mundial, indicando que dicha proyección es revisable.

Respecto a los mecanismos de transmisión de la política monetaria, varios miembros de Junta Monetaria preguntaron sobre el avance en el análisis de los mismos y cuál ha sido el efecto de la tasa de interés líder de la política monetaria en el nivel de la tasa de interés bancaria, así como en las variables del sector real. Además, señalaron que dicho efecto ha sido muy moderado en las mismas y que se le ha atribuido un impacto mayor a esta tasa, ya que para la fijación de la tasa de interés bancaria existen varios factores que inciden más que la tasa de interés líder como lo son el nivel de la demanda de crédito; el nivel de la captación de depósitos; que no depende de decisiones de los bancos sino depende de las decisiones macroeconómicas que se toman; la aversión al riesgo es decir análisis de crédito más riguroso y las políticas de otorgamiento de crédito de cada banco ya que la mismas están orientadas hacia su nivel de capital.

Al respecto, los departamentos técnicos señalaron que se ha venido mejorando en el tema de la transmisión de la política monetaria, por ejemplo se ha reducido el número de subastas, se tiene una tasa de interés líder de política monetaria, montos ilimitados en colocaciones a 7 días plazo y en el resto de plazos se fijan cupos, dichas acciones han venido a mejorar el mecanismo de transmisión aunque siempre existe debilidad en el canal de la tasa de interés de largo plazo, no así en la tasa de interés de reportos donde la transmisión es efectiva. Además, indicaron que los efectos en la política monetaria se transmiten más efectivamente por medio del canal de las expectativas y el del tipo de cambio nominal. Un aspecto importante a considerar es que para medir los canales de transmisión de la política monetaria es necesario disponer de estadísticas con períodos extensos y se debe tener presente que el esquema de metas explícitas de inflación viene operando en Guatemala desde enero de 2005, no obstante ello, se cuenta con

cierta evidencia. Manifestaron que la información estadística aun con frecuencia diaria, no permite todavía tener una amplitud y un horizonte extenso para determinar y cuantificar exactamente los canales de transmisión de la política monetaria. Señalaron en ese sentido, que siguen avanzando en identificar y cuantificar los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Respecto a la estrategia para desarrollar y profundizar el mercado secundario de valores, algunos miembros de Junta Monetaria preguntaron sobre sus avances.

Al respecto, los departamentos técnicos señalaron que una misión del Fondo Monetario Internacional (FMI) visitó Guatemala y como resultado de dicha visita, elaboró el documento “Una estrategia para desarrollar los mercados de deuda pública”. Dicho documento indica que las acciones para desarrollar el mercado de valores deben ser dirigidas conjuntamente por el Banco de Guatemala y el Ministerio de Finanzas Públicos en coordinación con otros actores del mercado. En ese sentido, los departamentos técnicos agregaron que el Banco de Guatemala durante 2008 realizó la emisión de títulos desmaterializados; la totalidad de las captaciones de depósitos a plazo de 7 días se llevaron a cabo en esta forma; se redujo gradualmente el número de subastas y licitaciones y se permitió la participación de todos los inversionistas en las subastas y licitaciones. Mencionaron que tales acciones fueron recomendadas por la misión del FMI, las cuales fueron atendidas por considerarse procedentes. Además, expresaron que se avanzó en el marco de fortalecimiento de la normativa, ya que se elaboraron proyectos de reglamentos relacionados con la emisión, negociación y colocación de títulos-valores emitidos por el Ministerio de Finanzas.

Por otra parte, en cuanto a la estructura de las operaciones de estabilización monetaria, los departamentos técnicos señalaron que se observó un cambio y un incremento en la misma, ya que al 31 de diciembre de 2007 se tenía el 13.4% en operaciones a siete días y actualmente se tiene el 46.4% del total de las operaciones a siete días.

Respecto al tema de la Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados, algunos miembros de Junta Monetaria preguntaron

sobre la importancia de ésta, así como el procedimiento para llevarla a cabo, ya que uno de los aspectos fundamentales para la toma de decisiones respecto de la tasa de interés líder, es el tema de las expectativas inflacionarias que son el resultado de la encuesta que se realiza a analistas privados. Mencionaron que en el informe de política se indica que las mismas se explican mejor por el comportamiento de la inflación observada y no por el comportamiento que se espera en los próximos meses, por lo que un miembro de la Junta expresó que consideraba que no es así, porque los analistas económicos están informados o investigan que factores pueden incidir en la inflación futura. Además mencionaron que el referido informe señala que las expectativas inflacionarias están ancladas en forma débil respecto de la meta de inflación, por lo que preguntaron porque es importante dicha encuesta. También inquirieron sobre algunos aspectos de la misma, así como las acciones que se han adoptado para mejorar dicha encuesta.

Al respecto, los departamentos técnicos señalaron que en la propuesta de política para 2008, se les solicitó que, si era necesario, realizaran modificaciones a la referida encuesta, por lo que se efectuaron algunos cambios a la misma. En efecto, en primer lugar se les solicitó a los analistas que indiquen cuáles son las variables que explican sus pronósticos de inflación; en segundo lugar, se les solicitó que mencionen cuáles son los fundamentos de la tasa de crecimiento que proyectan para la economía nacional, así como las variables que consideran importantes en la determinación de dicha tasa. Además, se hizo una sustitución en el número de economistas que responden la encuesta, que son dieciséis, porque de acuerdo a la asistencia técnica que se recibió del Banco de México se deben considerar dentro de la muestra, aquellos analistas que efectivamente hacen análisis económico en forma permanente y que se mantienen en comunicación con el Banco Central, en ese sentido se sustituyeron cinco analistas.

Sobre ese mismo tema, otro miembro de Junta señaló que el objetivo de la encuesta de expectativas es identificar la percepción de los agentes económicos respecto a lo que podría ser la posibilidad de la autoridad monetaria para alcanzar su objetivo de moderar el comportamiento de los

precios, independientemente de que la formación de expectativas sobre la base de información que actualmente es tipo adaptativo, es decir los agentes económicos con base en la información que disponen y las acciones de política monetaria, asumen cual podría ser el comportamiento de la inflación para determinado período. Mencionó que es importante que la información fluya a los agentes económicos, ya que la formación de las expectativas por parte de los analistas sería de esa forma más acertada. Expresó que la información que genera tal encuesta es útil porque de alguna manera están indicando cual sería el comportamiento futuro de la inflación.

Al respecto, los departamentos técnicos señalaron que la Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados resulta útil dado que los pronósticos del panel están bastante condicionados con la inflación observada.

Un miembro de la Junta expresó que 2008 fue un año complejo, en donde se intensificó la presencia de choques externos en forma simultánea, en el primer semestre, el choque externo de los precios internacionales del petróleo y de los alimentos y luego a partir de agosto, una intensificación de la crisis financiera a nivel internacional, así como de las expectativas de desaceleración económica mundial, por lo que el entorno externo se tornó sumamente complejo para el desenvolvimiento de la política monetaria, por lo que considera que el resultado de la política monetaria en cuanto al logro del objetivo fundamental es favorable, ya que considera que las acciones de política fueron oportunas. Además, expresó que la actividad económica se ha desacelerado a nivel mundial y la tasa de inflación en los países de América Latina presenta una tendencia a la disminución pero todavía por arriba de las registradas en 2007. Expresó que se debe mejorar en los canales de transmisión de la política monetaria, en virtud que todavía son débiles y ese es un tema importante en el esquema de metas explícitas de inflación, así como anclar las expectativas de inflación que se relaciona con la credibilidad de un banco central en cuanto a las acciones que tome para lograr el objetivo fundamental.

Con relación a la Regla de Participación del Banco de Guatemala en el Mercado Cambiario, un miembro de Junta expresó que la misma fue modificada en junio de este año y recordó lo expresado por el doctor Sebastián Edwards en el sentido de que, en general, los bancos centrales de la región latinoamericana evidenciaban el denominado “temor a flotar”. También preguntó si dicha regla ha sido eficaz y si ha reducido la participación del Banco Central en el mercado cambiario.

Sobre ese mismo tema, otro miembro de Junta expresó que dicha regla se flexibilizó y se hizo simétrica la regla de participación del Banco de Guatemala y a partir de junio las intervenciones se han reducido. Mencionó que el mercado cambiario en Guatemala es pequeño, con pocos actores, y en donde un agente económico puede influir en el tipo de cambio rápidamente en un día, por lo que es una imperfección del mercado. En ese sentido, las medidas que se adopten deben de ser en forma gradual y siempre coordinando las otras acciones de política monetaria con la política fiscal.

Adicionalmente, los departamentos técnicos señalaron que la regla actual, en primer lugar, busca criterios simétricos, porque no hay un sesgo hacia la apreciación o hacia la depreciación. En segundo lugar, fue flexibilizar más la regla dado que le permite al Banco Central que el sector externo absorba de una mejor manera los choques provenientes del exterior, que es la función del tipo de cambio nominal, sobre todo en un régimen de metas explícitas de inflación. Además, indicaron que incorporan sugerencias del Fondo Monetario Internacional y del doctor Edwards y que la operatividad de la regla actual es sencilla, transparente y la conoce el mercado.

Luego de haberse expuesto y discutido los argumentos y observaciones respecto del contenido de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2008, la Junta Monetaria dio por evaluado el contenido de la misma.

II. DETERMINACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2009

A. En oficio del 17 de diciembre de 2008, la Presidenta del Banco de Guatemala sometió a consideración de los señores miembros de la Junta Monetaria el Dictamen CT-4/2008 que contiene las Perspectivas Económicas para 2009-2010, así como la Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2009, con el propósito de que, conforme lo prescrito en los artículos 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala y 26 inciso a) de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, se procediera a determinar la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2009.

B. En sesiones números 55-2008 y 56-2008 celebradas por la Junta Monetaria el 22 y 23 de diciembre de 2008, 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 2009.

C. Derivado de la exposición del Gerente Económico del Banco de Guatemala, los miembros de Junta Monetaria consideraron pertinente analizar y discutir la propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2009, 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.

Respecto a la propuesta de meta de inflación algunos miembros de Junta Monetaria manifestaron su inquietud sobre la ampliación del horizonte de la meta de inflación, ya que consideran que por el entorno internacional que prevalece es arriesgado fijar un horizonte tan amplio, por lo que estiman que dicho horizonte debiera ser de dos años, lo anterior para asegurar la credibilidad del Banco Central. Asimismo, se manifestaron sobre la fijación de metas puntuales de inflación.

Al respecto, los departamentos técnicos señalaron que no se está proponiendo una meta puntual, ya que lo planteado en el dictamen es una meta de inflación como las que se han sugerido en años anteriores, es decir un valor central y el margen de tolerancia respectivo, de esa cuenta se plantea una meta de inflación para 2009, 2010, 2011, 2012 y 2013. Asimismo, se está proponiendo un horizonte de convergencia de mediano plazo hasta 2013, el cual es indicativo, y coherente con el esquema de metas explícitas de inflación. Además, desde el punto de vista de la rendición de cuentas, contar con una meta de inflación de horizonte temporal extendido coadyuva a que la autoridad monetaria explique más apropiadamente sus acciones al público, pues permite relacionar de mejor manera las implicaciones esperadas de tales acciones con la consecución de la meta inflacionaria en el mediano y largo plazos.

Sobre ese mismo tema, otro miembro de Junta expresó que lo que se pretende es converger a una meta de inflación en el mediano plazo, en este caso se está proponiendo del 4% +/- 1 punto porcentual a la cual convergería gradualmente en un horizonte de 5 años. Posteriormente, se plantean metas específicas de inflación para 3 años pero que podrían ser de 2 años, dado que lo importante es fijar una meta de inflación en el mediano plazo.

Respecto a la propuesta de Regla de Participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, algunos miembros de Junta Monetaria manifestaron su inquietud sobre el aumento del margen de fluctuación de 0.50% a 0.75%; además, preguntaron si el promedio móvil de cinco días era el adecuado y si se modeló el impacto que se hubiera tenido en 2008, con la regla cambiaria propuesta para 2009.

Al respecto los departamentos técnicos señalaron que en junio de 2008, se modificó la regla cambiaria, dotándola de mayor flexibilidad, pero manteniendo el principio de que se limitara a moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia. Además, se eliminaron los umbrales, se hizo simétrica para la compra y la venta de divisas, lo que permite absorber de mejor manera los choques externos. Señalaron que esta oportunidad se está sometiendo a consideración de la Junta Monetaria un criterio con mayor flexibilidad, sencillez y que sea más transparente.

Con relación al promedio móvil de cinco días, expresaron que la práctica ha demostrado que es un promedio adecuado, siguiendo el principio de que la regla cambiaria busca moderar la volatilidad y no afectar la tendencia del tipo de cambio nominal. Además, señalaron que se debe tomar en cuenta que en un esquema de metas explícitas de inflación es deseable una mayor flexibilidad cambiaria, para moderar dicha volatilidad, por lo se propuso flexibilizar la regla cambiaria, manteniendo el principio de que la participación del Banco Central en el mercado cambiario se limite a moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia. Manifestaron que dicha regla tiene pocos componentes, en este caso un promedio móvil de cinco días, un porcentaje hacia la apreciación o depreciación y realizando no más de tres subastas de US\$8.0 millones diarias, lo que la hace simple y, por ende, fácil de entender por el mercado.

Respecto a la modelación, agregaron que si se hubiera tenido la regla cambiaria propuesta para 2009, durante el transcurso del año, se hubiera activado únicamente en cinco ocasiones para la venta y en el caso de la compra no se hubiera activado.

Otros miembros de Junta preguntaron sobre los avances del mercado de futuros de divisas.

Sobre el mercado de futuros, los departamentos técnicos señalaron que estrictamente no le corresponde al Banco de Guatemala impulsarlo, ya que por la naturaleza del mismo, los participantes son agentes privados y para que exista deben haber oferentes y demandantes que estén dispuestos asumir ciertos riesgos o bien efectuar coberturas. Sin embargo, indicaron que en la propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2009 se proponen tres factores que podrían coadyuvar a volver activar ese mercado. Agregaron que según información proporcionada por personeros de la Bolsa de Valores quienes comentaron que en 2006 se interrumpieron las negociaciones del mercado de futuros de divisas, debido principalmente a la estabilidad observada en el tipo de cambio nominal.

Por otra parte, los departamentos técnicos explicaron algunas de las características del mercado cambiario en Guatemala, resaltando por una parte,

que es un mercado pequeño y, por la otra, es un mercado de excedentes, es decir que los agentes primero satisfacen a sus clientes y luego efectúan sus operaciones. Señalaron que al ser un mercado pequeño y si hubiera una demanda alta por parte de un agente económico incidiría en alguna volatilidad del tipo de cambio.

Un miembro de Junta Monetaria expresó que sería conveniente analizar la posibilidad de revisar con mayor periodicidad la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, tomando en cuenta las perspectivas negativas del sector externo y la necesidad de reaccionar oportunamente por parte de la Junta Monetaria.

Al respecto, otro miembro de Junta expresó que sería conveniente realizar evaluaciones de la referida regla, por ejemplo en forma trimestral, de cómo está evolucionando el tipo de cambio nominal con la mayor flexibilidad que se le estaría incorporando, así como en presencia de choques externos que se continuaran afrontando. Lo importante, recalcó es que los agentes económicos tengan certeza de cómo funcionará el mercado cambiario.

Sobre este mismo tema, otro miembro de Junta reiteró que la propuesta de la regla de participación tienen como propósito darle una flexibilidad adicional a la que actualmente se tiene, mencionó el ejemplo de México que para tratar de detener la devaluación de su moneda y contener el ataque especulativo, tuvo que recurrir a la utilización de la tercera parte de las reservas monetarias internacionales. Señaló que actualmente el Banco de Guatemala no puede realizar una medida similar, debido a que la Junta Monetaria no autorizó al Banco de Guatemala para que pudiera hacer uso de las reservas monetarias internacionales en caso de movimientos extraordinarios de presión cambiaria. Agregó que considera que aumentar el margen de fluctuación en 0.25% le da una mayor flexibilidad al tipo de cambio y se estaría avanzando pero en forma gradual.

Algunos miembros de Junta se pronunciaron sobre el cálculo del índice sintético de las variables indicativas; así como al peso relativo de la tasa de interés parámetro y de las expectativas implícitas de inflación en el mismo.

Al respecto los departamentos técnicos explicaron, por una parte, la forma para validar los coeficientes de regresión y, por la otra, el orden en que son presentadas en el índice sintético, es decir ritmo inflacionario subyacente proyectado, ritmo inflacionario total proyectado, pronósticos de inflación y encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas privados. Sobre la tasa de interés parámetro y las expectativas implícitas de inflación explicaron que estas variables, en principio, parece que dan una señal de política monetaria retrospectiva, es decir *backward looking*; no obstante, en realidad la señal es prospectiva (*forward looking*), en virtud que en el caso de la tasa de interés parámetro uno de sus componentes mide la brecha de inflación, lo que da una prescripción de política monetaria de indicar cual debiera ser el nivel de tasa de interés líder que es consistente con el nivel de inflación esperada. En el caso de las expectativas implícitas de inflación evalúa la brecha entre las tasas de interés de largo plazo y las tasas de interés de corto plazo, es decir en la medida en que mayor sea la brecha, estará indicando básicamente que la prima de inflación futura que los agentes económicos descuentan es mayor. Cabe señalar que dicha brecha se ha mantenido en alrededor de 6%, lo que significa que las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen estables, aun cuando las de corto plazo son volátiles. Reiteraron que dichas variables se refieren a una prescripción de política monetaria futura y que para ambas variables también se hizo el análisis econométrico respectivo. En suma, señalaron que en lugar de incluir solamente cuatro variables indicativas que tienen que ver con los pronósticos de inflación se incluyeron también como variables indicativas las dos variables citadas, en virtud de que tienen una relación con la inflación futura y que además dan una prescripción de política monetaria prospectiva.

Sobre ese mismo tema, los departamentos técnicos agregaron que la secuencia de las variables indicativas de la política monetaria en el dictamen CT-4/2008, no corresponde estrictamente al orden jerárquico que tienen en el índice sintético y este orden se debe entender como el que se plantea en el índice sintético de las variables indicativas. Agregaron que están proponiendo eliminar del cálculo del mismo, la emisión monetaria, la base monetaria, los

medios de pago y el crédito bancario al sector privado, pero incluirlas como variables de seguimiento, lo anterior para ser consistente con el esquema de metas explícitas de inflación y tener un criterio de *forward looking* para las variables indicativas que apuntan a dar un pronóstico de inflación.

Algunos miembros de Junta Monetaria expresaron que sería conveniente que los departamentos técnicos le dieron seguimiento algunos indicadores de alerta temprana o de corto plazo del sector real, ello para conocer la tendencia del crecimiento económico del país.

Al respecto, los departamentos técnicos señalaron que los bancos centrales que están operando con el esquema de metas explícitas de inflación no tienen indicadores de alerta temprana desarrollados del sector real, dado que éstos usualmente tienen un rezago mayor respecto al de las cifras monetarias o financieras. Comentaron que las discusiones de los directores de los bancos centrales se basan en el comportamiento de las variables monetarias y financieras, las cuales en el caso de Guatemala tienen una frecuencia diaria, semanal o mensual; sin embargo, en lo que corresponde al Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) se auxilian de la información que les proporcionan las gremiales, cámaras o asociaciones, por lo que los indicadores de corto plazo tienen un rezago que en promedio es de entre 45 a 60 días.

Un miembro de la Junta expresó sus inquietudes sobre las proyecciones fiscales utilizadas para 2009.

Al respecto, los departamentos técnicos señalaron que las mismas son estimaciones del Ministerio de Finanzas Públicas y provienen de la Ley del Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2009 que fue publicado el 22 de diciembre del presente año.

Respecto al calendario de sesiones en la que la Junta Monetaria tomará decisión respecto de la tasa de interés líder, algunos miembros de la Junta Monetaria manifestaron que dado el entorno macroeconómico es sumamente complejo, consideran que sería conveniente que se aumentara el número de sesiones para analizar dicha decisión. Además, a manera de ejemplo

expresaron que la Reserva Federal de los Estados Unidos de América revisa la tasa de interés referencial de los fondos federales ocho veces al año.

Un miembro de Junta preguntó respecto de la estimación del crecimiento económico para 2009 elaborado por la CEPAL para Guatemala y Centroamérica.

Al respecto, los departamentos técnicos señalaron que las proyecciones calculadas por el Banco de Guatemala, al igual que la de los bancos centrales de la región son coherentes, por varias razones. En primer lugar no sólo consideran valores numéricos sino aspectos cualitativos del orden interno y externo que cada uno de los bancos centrales analizó para efectuar su proyección y, en segundo lugar, son estimaciones que los respectivos bancos centrales en la medida de las posibilidades y en atención a los cambios de tendencia se ajustan. Agregaron, que las proyecciones en este caso de la CEPAL se ubican muy por debajo de los pronósticos de los bancos centrales de Centroamérica.

Otro miembro de Junta expresó que con relación a los flujos externos que existe un alto grado de incertidumbre, es decir en los flujos de exportaciones, importaciones, turismo, remesas y capital privado. Mencionó que únicamente en los flujos de capital oficial existe certeza siempre y cuando el Congreso de la República apruebe los préstamos que están en discusión, por lo que es importante darle seguimiento continuo no sólo al comportamiento de las remesas sino en general al de todos los flujos de capital.

Respecto del tema de los mecanismos de transmisión los departamentos técnicos señalaron que están analizando la generación de la curva de rendimientos con precios en el mercado secundario y al mecanismo de operaciones *overnight*.

Un miembro de Junta, respecto de las variables de seguimiento, expresó que sería conveniente separar de la liquidez primaria, la base monetaria y la emisión monetaria, ya que la primera estaría reflejando la disponibilidad de recursos, que incluye las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo y la segunda estaría mostrando estrictamente los recursos de numerario

y de caja, por lo que no sería conveniente obtener el promedio de ambas variables, ya que conceptualmente no lo refleja.

Un miembro de Junta, respecto del mejoramiento del sistema estadístico en 2009, expresó que en el primer semestre del próximo año se espera finalizar la estimación del producto interno bruto trimestral, lo cual será de beneficio para el país, así como el nuevo índice mensual de actividad económica revisado base 2001, el cual incorporará mejoras para adecuarlo a las nuevas estructuras productivas proporcionadas por el sistema de cuentas nacionales.

Al respecto, los departamentos técnicos señalaron que lo se pretende es contar con un indicador del sector real afinado, ya que se tiene previsto revisar las ponderaciones, que brinde información sobre la tendencia del crecimiento económico del país, pero sobre la base del nuevo Sistema de Cuentas Nacionales Base 2001.

Otro miembro de Junta expresó sus inquietudes respecto de la función de prestamista de última instancia del Banco Central, en el sentido que el entorno actual es diferente, por lo que se deben considerar otras posibilidades para apoyar a las instituciones bancarias cuando presenten problemas temporales de iliquidez.

Al respecto, los departamentos técnicos señalaron que la función de prestamista de última instancia está contenida en el artículo 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala y en la resolución JM-50-2005 se aprobaron los lineamientos para el otorgamiento de crédito a los bancos privados nacionales de conformidad con lo establecido en el referido artículo, orientados entre otros, a determinar el procedimiento que de manera general y uniforme debe observarse para el otorgamiento de tales créditos, con el propósito, por un lado, de que se atiendan con la celeridad necesaria las solicitudes que se presenten y, por el otro, que las instituciones bancarias conozcan los requisitos que deben cumplir para obtener dicho financiamiento.

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 ancla nominal de la política monetaria, basada en un régimen de tipo 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 seguir consolidando la estabilidad y la confianza en las principales variables macroeconómicas y financieras. En ese sentido, la Junta Monetaria procedió a determinar la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2009, para cuyo efecto emitió la resolución JM-161-2008 del 23 de diciembre de 2008, la cual entró en vigencia el 1 de enero de 2009.