

BANCO DE GUATEMALA



**RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA
MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 17-2010,
CELEBRADA EL 28 DE ABRIL DE 2010, PARA
DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER
DE LA POLÍTICA MONETARIA**

Guatemala, 5 de mayo de 2010

RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 17-2010, CELEBRADA EL 28 DE ABRIL DE 2010, PARA DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA.

La Junta Monetaria, en resolución JM-145-2009 del 23 de diciembre de 2009, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2010, la cual, entre otros aspectos, incluye medidas para fortalecer la transparencia y la rendición de cuentas del Banco de Guatemala. En ese sentido, en lo relativo a la rendición de cuentas, en la referida resolución se establece que el Banco Central, además de cumplir con la elaboración de los diferentes informes y publicaciones que de conformidad con lo dispuesto en su ley orgánica debe realizar, dé a conocer al público, por una parte, el diseño y orientación de la política monetaria y, por la otra, las acciones tomadas para la ejecución de dicha política para el logro del objetivo fundamental del Banco Central, cual es la estabilidad en el nivel general de precios. Asimismo, a efecto de generar certeza en los agentes económicos para la toma de sus decisiones, en Anexo de la citada resolución se presenta el calendario anual de las sesiones en las que la Junta Monetaria programó tomar decisión respecto de la tasa de interés líder de política monetaria. En ese contexto, a continuación se presenta un resumen de los argumentos que la Junta Monetaria tomó en cuenta, el 28 de abril de 2010, para fijar su posición respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria.

En sesión 17-2010, celebrada por la Junta Monetaria el 28 de abril de 2010, la Presidenta del Banco de Guatemala y de la Junta Monetaria presentó el análisis efectuado por el Comité de Ejecución en su sesión 19-2010 del 23 de abril de 2010¹, 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 el corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), correspondiente a abril de 2010, y el Balance de Riesgos

¹ Un detalle más amplio del análisis efectuado por el Comité de Ejecución puede consultarse en el Acta No. 19-2010 correspondiente a la sesión del 23 de abril de 2010, publicada en el sitio Web del Banco de Guatemala (www.banguat.gob.gt).

de Inflación, se destacó que en el ámbito externo las nuevas estimaciones de crecimiento económico del FMI, revisadas en abril, respecto de las estimaciones realizadas en enero, mostraban una clara mejoría para 2010 en las principales economías y regiones a nivel mundial (excepto en la Eurozona); en tanto que las estimaciones para 2011 vislumbraban un comportamiento estable. Dicha mejoría se evidenciaba en el comportamiento de los índices de producción industrial de las principales economías a nivel mundial, los cuales continuaban su proceso de recuperación. Por su parte, el volumen de comercio mundial empezó a reportar un comportamiento positivo en comparación con los niveles observados el año anterior. En contraste con esa mejoría del crecimiento económico y del comercio internacional, destacaba la debilidad de los mercados laborales (reflejado en las tasas de desempleo que aún permanecían elevadas en los países avanzados), aspecto que no aseguraba la sostenibilidad del proceso de recuperación económica y financiera global. Por otra parte, se mencionó que, de acuerdo con el último reporte de estabilidad financiera del FMI divulgado recientemente, la recuperación del crédito bancario al sector privado a nivel mundial sería débil mientras las familias y las empresas necesitaran reducir sus niveles de apalancamiento y restaurar sus hojas de balance; en tanto que la solidez del sistema bancario había mejorado, con un efecto positivo en la estabilidad financiera. Sin embargo, no debía descartarse que la gestión del riesgo soberano y los riesgos de financiamiento pudieran tener importantes consecuencias para la estabilidad financiera en el futuro ya que prevalecía incertidumbre con relación al refinanciamiento que requerirán algunas instituciones bancarias. Adicionalmente, se mencionó que en esa coyuntura, los precios internacionales de algunas materias primas como el maíz y el trigo permanecían estables, pero el precio futuro del petróleo era una fuente potencial de presiones inflacionarias, particularmente para las economías que eran importadoras netas de este producto y de sus derivados.

En el ámbito interno, se indicó que el ritmo inflacionario total registró un aumento, al pasar de 2.48% en febrero de 2010 a 3.93% en marzo de 2010. La variación mensual de la inflación fue de 1.16%, superior al promedio de las

variaciones registradas en febrero del período 2001-2007 (0.59%). El incremento observado en el ritmo inflacionario de marzo respondió principalmente a factores específicos de oferta (precios de tomate, gasolina, gastos derivados del servicio de electricidad, azúcar y transporte aéreo, entre otros). Por otra parte, se destacó que las proyecciones (con base en los métodos econométricos en uso), tanto de inflación total como de inflación subyacente, para finales de 2010 y 2011, aumentaron en relación a las estimadas en marzo. Asimismo, de conformidad con la encuesta realizada en marzo, las expectativas de inflación del panel de analistas privados para diciembre de 2010 y de 2011 fueron mayores a las reflejadas en la encuesta de febrero. Por su parte, el corrimiento mecánico del MMS de abril registró un aumento en los pronósticos de inflación para diciembre de 2010 y de 2011 respecto a los pronósticos del corrimiento mecánico de marzo. En ese sentido, la proyección econométrica de inflación total, los pronósticos del MMS para 2010 y las expectativas de inflación para 2011 se situaron por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación para esos años; mientras que las expectativas de inflación para 2010 y la proyección econométrica de inflación total para 2011 se ubicaron por arriba del valor puntual, pero dentro del margen de tolerancia para dichos años. Las proyecciones econométricas de inflación subyacente para 2010 y 2011 se ubicaron por debajo del valor puntual, pero dentro del margen de tolerancia. Del análisis de las proyecciones y expectativas de inflación, los departamentos técnicos indicaron que las citadas estimaciones continuaban confirmando un comportamiento más dinámico de la inflación para 2010 y para 2011. En cuanto al tipo de cambio nominal, los departamentos técnicos manifestaron que, en las últimas semanas, el tipo de cambio nominal se había mantenido en niveles cercanos a Q8.00 por US\$1.00, mostrando menos volatilidad que los tipos de cambio nominales de otros países latinoamericanos con metas explícitas de inflación. Con relación al comportamiento de las finanzas públicas se resaltó que la variación interanual del gasto público a marzo (14.1%) mostró un incremento, aunque menor al observado en febrero (20.1%), de manera que la política fiscal no estaba siendo tan expansiva como parecía ser el mes anterior. En este contexto, se indicó que la sostenibilidad del

gasto público y de la política fiscal anticíclica en 2010 dependían de que se obtuviera el financiamiento requerido, aspecto que todavía estaba rodeado de incertidumbre. Adicionalmente, se señaló que la liquidez continuó mostrando niveles históricamente altos; de manera que, por el lado de la oferta, había recursos disponibles para atender la demanda de crédito. Sin embargo, si bien el crédito había mostrado una leve recuperación en las últimas semanas, todavía continuaba deprimido, por lo que los efectos inflacionarios de la liquidez no parecían ser significativos. Al respecto, se destacó que desde el punto de vista de la oferta de crédito, el apetito por riesgo del sistema bancario se había incrementado marginalmente en el último mes, aunque aún no había mostrado señales claras de una recuperación. Los departamentos técnicos concluyeron que diez factores sugerían dejar invariable la tasa de interés líder, cinco factores sugerían aumentarla, mientras que un factor sugería reducirla. En ese sentido, el índice sintético de las variables indicativas, luego de haber sugerido una orientación de política monetaria invariable el mes anterior, en abril pasó a tener una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva, debido a incrementos en los pronósticos y expectativas de inflación, tanto para 2010 como para 2011. Los departamentos técnicos manifestaron que, al efectuar un análisis prospectivo, y tomando en consideración el aumento de los pronósticos y expectativas señaladas, así como el escenario interno y externo, en particular, la evolución de las perspectivas de recuperación de la economía mundial y el comportamiento futuro de los precios internacionales del petróleo y sus derivados, pero también la evolución de la brecha del producto y del crédito bancario al sector privado, en esta oportunidad recomendaban mantener invariable el nivel de la tasa de interés de la política monetaria, anticipando que en la medida en que se deterioren las expectativas de inflación o se modifiquen las condiciones de la demanda agregada, habría que iniciar un sesgo restrictivo de las condiciones monetarias a efecto de mantener ancladas las expectativas de inflación de los agentes económicos. El Comité deliberó acerca del contenido de las presentaciones de los departamentos técnicos, con el objeto de presentar a Junta Monetaria elementos de análisis que pudieran ser de utilidad en la decisión

respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria programada para el miércoles 28 de abril. Los miembros del Comité discutieron ampliamente la recomendación, expresando su opinión con base en un análisis integral de la coyuntura externa e interna.

En cuanto a la coyuntura externa, un miembro del Comité hizo referencia a que, aun cuando las últimas proyecciones de crecimiento económico del Fondo Monetario Internacional para 2010 evidenciaban cierto nivel de dinamismo en las principales economías a nivel mundial (excepto en la Eurozona), no se podía asegurar la sostenibilidad del mismo en el largo plazo, dado que para el caso de los Estados Unidos de América, la estimación de crecimiento económico para 2011 (2.6%) era inferior a la prevista para 2010 (3.1%), lo que estaría reflejando una pérdida de dinamismo en el ritmo de crecimiento de ese país, asociado fundamentalmente al cese previsto de las políticas de estímulo fiscal y monetario implementadas en años anteriores. Otro miembro del Comité enfatizó que, si bien los precios internacionales del petróleo y sus derivados mostraban una clara tendencia al alza en las últimas semanas, los precios de otras materias primas como el maíz y el trigo se mantenían en niveles estables, por lo que las presiones inflacionarias derivadas de estos productos podrían haber sido menores a las experimentadas en otros episodios cuando se observaron alzas generalizadas en las principales materias primas e insumos (petróleo, maíz y trigo, entre otros). Otro miembro del Comité indicó que, en la mayoría de países, las tasas de interés de política monetaria continuaban invariables, resultado de que las presiones inflacionarias estaban contenidas. En América Latina, sin embargo, los mercados anticipaban incrementos en dichas tasas, principalmente a partir del segundo semestre de 2010, previendo potenciales presiones inflacionarias por aspectos de demanda agregada. En el caso de economías avanzadas también se anticipaban incrementos de tasas, pero moderados, dado que se han ido revirtiendo las medidas no convencionales de estímulo monetario y fiscal.

En lo relativo a las condiciones internas, un miembro del Comité enfatizó que los pronósticos de inflación total generados por los modelos econométricos y por el Modelo Macroeconómico Semiestructural, así como las expectativas de inflación

del panel de analistas privados, continuaban confirmando mayores presiones inflacionarias, tanto para 2010 como para 2011. Sin embargo, indicó que también se debía tomar en consideración que los resultados del corrimiento mecánico del MMS aún mostraban una brecha del producto negativa, por lo que aún persistirían menores presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada. Otro miembro del Comité señaló que la liquidez en la economía había estado en niveles históricamente altos y, si bien en esa coyuntura no estaría ejerciendo presiones inflacionarias relevantes, debido a que la demanda agregada permanecía por debajo de su potencial, tal como lo evidenciaba el comportamiento del crédito bancario al sector privado, los excedentes de liquidez constituían un riesgo potencial de presiones inflacionarias a futuro. Otro miembro del Comité indicó que la evolución del gasto público a marzo continuó registrando un incremento, aunque menor al observado el mes anterior, por lo que la sostenibilidad del gasto público y de la política fiscal anticíclica en 2010 dependía de que se obtuviera el financiamiento requerido, aspecto que todavía estaba rodeado de incertidumbre. Al respecto, se destacó la importancia de que la política fiscal continuara evolucionando dentro de los parámetros acordados con el Fondo Monetario Internacional, que contemplan un déficit fiscal máximo de 3.1%. El Comité consideró que al realizar un análisis prospectivo de la inflación se podía visualizar que continuaban latentes los riesgos, tanto del entorno externo como del interno, que sugerían prudencia y gradualidad en las acciones de política monetaria. En particular, si se tomaba en cuenta que los pronósticos y expectativas de inflación para 2010 y para 2011 confirmaban que los espacios para una postura de política monetaria relajada habían desaparecido, de manera que debía prevalecer la cautela en las decisiones respecto de la tasa de interés líder, tomando en consideración los rezagos con que actúa la política monetaria.

La Presidenta indicó que, como resultado de una amplia discusión, análisis y reflexiones, en el seno del Comité había privado el consenso de que los cambios en el Balance de Riesgos de Inflación, desde la fecha en que se había tomado la última decisión sobre tasa de interés líder de política monetaria, continuaban apuntando a una mejor perspectiva sobre el crecimiento económico mundial

(aunque persistían los riesgos para la sostenibilidad de dicho proceso de recuperación) y del país, así como mayores riesgos de inflación. En efecto, se observaba un cambio importante en los pronósticos de inflación para 2010 y para 2011; y aunque éstos resultados devenían principalmente de factores exógenos, era importante que no se registrase un rápido deterioro de las expectativas de inflación para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación de mediano plazo. En ese contexto, había habido consenso en recomendar a Junta Monetaria que en esa oportunidad mantuviera invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 4.50%.

2. Con base en la exposición del análisis del Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, en el corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), correspondiente a abril de 2010, y el Balance de Riesgos de Inflación, los miembros de la Junta Monetaria iniciaron el análisis y la discusión en relación a la determinación de la tasa de interés líder de la política monetaria.

Al respecto, un miembro de la Junta manifestó que de acuerdo con las estimaciones del Fondo Monetario Internacional se observó una leve mejora en el crecimiento económico de las principales economías y regiones a nivel mundial. Asimismo, expresó que las perspectivas de crecimiento para Centroamérica eran mayores que las de Guatemala; también le preocupaba el comportamiento del crédito bancario al sector privado; y, el hecho de que la brecha de producto continuara negativa implicaba que no persistían presiones inflacionarias por el lado de la demanda, ya que éstas provenían de factores de oferta, situación que debía tomarse en cuenta, pues al aprobar el Congreso de la República la emisión de bonos del tesoro por Q4,500.0 millones, y que éstos se colocaran en quetzales, podría provocar un *crowding out*, dada la competencia de fondos del sistema bancario. Consideró que existía espacio monetario para reducir la tasa de interés líder pues, de los agregados monetarios, sólo la base monetaria amplia estaba por encima de su corredor, por lo que en esta ocasión propuso una disminución de 25 puntos básicos en dicha tasa. Expresó que con dicha medida propiciaría que las tasas de interés continuaran bajando. Además, comentó que estaba convencido de que la falta de demanda de crédito tenía un componente de precio muy importante. Por otra parte, indicó que le

extrañaba el énfasis sobre la tasa de interés real, pues si bien este año se tornaría negativa, en 2009 fue positiva y no se le dio esa importancia y tampoco ese peso para la toma de decisiones sobre la tasa de interés líder.

Otro miembro de la Junta señaló que el efecto *crowding out* podría generarse si existiera demanda de crédito y falta de recursos prestables, pero en este momento no ocurría tal situación. Por otra parte, indicó que el análisis de la tasa de interés real no era un asunto de coyuntura, porque lo que se buscaba para financiar la actividad económica de cualquier país era la existencia de fuentes disponibles de recursos que se generan mediante el ahorro, lo cual demandaba que un inversionista tuviera los estímulos suficientes para posponer una decisión actual de consumo y ello se lograba al asegurarle una tasa real de interés positiva. Agregó que el año pasado, por primera vez en la historia de Guatemala, la tasa de interés real se tornó positiva y la gran duda para muchos economistas era si se lograría sostener, pues para que una economía funcionase debía existir ahorro y éste se lograba con tasas de interés positivas en términos reales; si ello no estaba sucediendo, entonces habría que cuestionarse qué lo estaba impidiendo.

Otro miembro de la Junta expresó que en la actualidad no había evidencia de un crecimiento dinámico en el país, por lo que aumentar la tasa de interés líder no sería lo mejor; y, sería negativo reducir dicha tasa porque los espacios para una postura de política monetaria relajada habían desaparecido, por lo que estimaba prudente y adecuada la recomendación del Comité de Ejecución, en el sentido de mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria. Además, expresó que en Guatemala la incertidumbre era grande en temas como las expectativas de más impuestos y la forma de financiamiento del presupuesto del Estado y que no había peor forma para desalentar la inversión que tener ese *impasse* que había durado por cuatro meses; en ese sentido, no observaba liderazgo en las instituciones cuyas funciones estaban relacionadas con la política económica y fiscal, pues no era el gasto social el que debía promover el crecimiento económico del país, sino la inversión que genera más empleo.

Otro miembro de la Junta indicó que, tomando en cuenta el comportamiento de las variables macroeconómicas, estimaba prudente mantener el nivel de la tasa de interés líder.

Por su parte, un miembro de la Junta manifestó que, al analizar la tasa de inflación observada en marzo y las respectivas proyecciones, así como los cinco factores que sugerían incrementar la tasa de interés líder, y que sólo un factor sugería reducirla, consideraba que la discusión debía ser entre mantener el nivel de dicha tasa o incrementarlo. Agregó que siempre consideró que si se reducía la tasa de interés más de lo debido, posteriormente se tendría que incrementar de manera drástica; pero haberla reducido a 4.50% fue prudente, lo cual permitía mantenerla en ese nivel hasta en tanto la inflación lo consintiera; es decir, que no se debía incrementar dicha tasa porque generaría expectativas en los agentes económicos, ya que el aparato productivo lo que requería era inversión; en ese sentido, estaba de acuerdo con la recomendación del Comité de Ejecución de mantenerla invariable.

Otro miembro de la Junta expresó que debía trasladarse a los agentes económicos la mayor certeza, pero también era obvia la preocupación no sólo de la Junta sino de todas las instituciones relacionadas con la política económicas del país, porque aún cuando el Fondo Monetario Internacional señalaba que el crecimiento podía ir por encima de las proyecciones del Banco Central, eso no era suficiente. Señaló que entendía que mantener la tasa de interés líder invariable en este momento parecía ser lo más recomendable, pero dicha medida no haría que el país creciera de manera sostenida y por encima del crecimiento de la población, por lo que se debía buscar una solución porque de lo contrario no se superarían los indicadores de pobreza que eran dramáticos y trágicos.

Otro miembro de la Junta resaltó la mejora en las perspectivas de crecimiento económico global y la prevalencia de algunos riesgos como el desempleo alto, la incertidumbre sobre los retiros de los paquetes de estímulo fiscal y monetario y alguna turbulencia financiera derivada de la sostenibilidad de la deuda en algunos países de Europa; también indicó que el balance de riesgos de inflación mostraba aumentos de las presiones de inflación en América Latina y que, en el caso de Guatemala, si bien estaban asociadas a choques externos por el aumento del precio internacional del petróleo y sus derivados y a choques internos como la sequía del año pasado, que afectó los precios de los vegetales, sí le preocupaba la evolución de los pronósticos y expectativas de inflación que se situaban por arriba de la meta. Señaló la importancia

de mantener ancladas las expectativas de inflación porque de lo contrario el efecto de segunda vuelta podía afectar la trayectoria de la inflación en el corto y mediano plazos.

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 4.50%. 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 EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA EN 4.50%

La Junta Monetaria, en su sesión celebrada el 28 de abril de 2010, luego de conocer el Balance de Riesgos de Inflación, los resultados del corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) y la orientación de las variables indicativas, con base en un análisis integral de la coyuntura interna y externa, decidió por unanimidad mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 4.50%.

La Junta Monetaria en su análisis tomó en consideración que las perspectivas de recuperación de la economía global continúan siendo favorables y que, en el ámbito interno, la evolución del comercio exterior, del IMAE y de la recaudación fiscal continuó evidenciando señales de recuperación. El IPC en marzo registró un aumento mayor al previsto, particularmente por el efecto de choques externos e internos en los precios de varios productos de la canasta básica, mientras que las presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada interna continúan contenidas.

La Junta Monetaria consideró que al realizar un análisis prospectivo de la inflación interna se puede visualizar que continúan latentes los riesgos, tanto del entorno externo como del interno, que sugieren prudencia y gradualidad en las acciones de política monetaria, en particular, si se toma en cuenta que los pronósticos y expectativas de inflación para 2010 y 2011 confirman que los espacios para una postura de política monetaria relajada han desaparecido.

La Junta Monetaria indicó que se continuará observando la evolución del Balance de Riesgos de Inflación, para lo cual dará seguimiento estrecho a las principales variables e indicadores macroeconómicos relevantes, tanto internos como externos, a efecto de establecer sus cambios y orientaciones en la próxima decisión relativa a la tasa de interés líder.

Guatemala, 28 de abril de 2010

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