

BANCO DE GUATEMALA



**RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA
MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 44-2010,
CELEBRADA EL 27 DE OCTUBRE 2010, PARA
DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER
DE LA POLÍTICA MONETARIA**

Guatemala, 8 de noviembre de 2010

RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 40-2010, CELEBRADA EL 27 DE OCTUBRE 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 decidirá 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 27 de octubre de 2010, para fijar su posición respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria.

En sesión 44-2010 celebrada por la Junta Monetaria el 27 de octubre de 2010, el Presidente del Banco de Guatemala y de la Junta Monetaria presentó el análisis efectuado por el Comité de Ejecución en su sesión 47-2010 del 22 de octubre de 2010¹, relativo a la conveniencia de mantener en esa oportunidad invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria. Al respecto, informó que dentro del análisis realizado por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, luego de haber presentado el corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural, correspondiente a octubre de 2010 y el Balance

¹ Un detalle más amplio del análisis efectuado por el Comité de Ejecución puede consultarse en el Acta No. 47-2010 correspondiente a la sesión del 27 de octubre de 2010, publicada en el sitio Web del Banco de Guatemala (www.banguat.gob.gt).

de Riesgos de Inflación, en cuanto al ámbito externo se destacó que las perspectivas económicas continuaban siendo dispares entre países y regiones. Durante el primer semestre de 2010, la recuperación económica mundial continuó afianzándose, reflejo de un fuerte dinamismo observado en el crecimiento de las economías emergentes en comparación con el de las economías avanzadas, lo que evidenciaba que la economía mundial continuaría recuperándose, aunque de manera menos dinámica respecto de lo originalmente previsto. En ese contexto, se indicó que para el caso de las economías avanzadas, uno de los principales obstáculos para acelerar aún más el crecimiento económico de 2010 y de 2011 lo continuaba constituyendo el nivel de desempleo. En ese sentido, las proyecciones de crecimiento económico del Fondo Monetario Internacional, en las Perspectivas de la Economía Mundial de octubre de 2010, previeron para Estados Unidos de América las tasas siguientes: 2.6% para 2010 y de 2.3% para 2011 (en julio, 3.3% y 2.9%, respectivamente). En contraste, las proyecciones de crecimiento económico para la Zona del Euro registraron un alza, al ubicarse para 2010 en 1.7% y para 2011 en 1.5% (1.0% y 1.3% en julio, respectivamente). Adicionalmente, las distintas proyecciones, tanto para la economía de los Estados Unidos de América como para la de la Zona del Euro, evidenciaban que la recuperación sería lenta. Se mencionó además que, en las últimas semanas, los mercados bursátiles mostraban relativa estabilidad. Para el caso del mercado estadounidense, éste había sido influido positivamente por un aumento en los precios de los títulos del sector de materias primas, en tanto que el mercado europeo se había visto afectado negativamente por los temores respecto de la solidez de la banca en Irlanda. En lo que respecta a las economías emergentes, éstas continuaban mostrando un desempeño bastante positivo en sus índices accionarios y de riesgo soberano. Se indicó que en el aumento observado en el precio internacional del petróleo en las últimas semanas había influido el debilitamiento del dólar y las noticias de que los bancos centrales de algunas economías avanzadas (particularmente de los Estados Unidos de América y de Japón) continuarían dando soporte a la recuperación económica. En cuanto al repunte observado en el precio internacional del maíz, se informó que éste se

asociaba principalmente al pronóstico de una menor producción; mientras que la volatilidad observada en el precio internacional del trigo en las últimas semanas había estado determinada, principalmente, tanto por condiciones climáticas favorables para Rusia como desfavorables (clima seco) para Estados Unidos de América. Para 2010 y para 2011, los pronósticos de precios del maíz y del trigo fueron superiores a los estimados el mes previo, mientras que los pronósticos de precios del petróleo se mantuvieron básicamente en sus mismos niveles. La inflación en las economías avanzadas permanecía contenida, no así en las emergentes. De esta cuenta, economías emergentes como las de China (que subió su tasa de préstamo referencial y las tasas de depósito por primera vez desde 2007), Chile, Perú y Brasil habían incrementado sus tasas de interés de política monetaria en el orden de 225, 175 y 200 puntos básicos, respectivamente, en lo que iba de 2010, aunque recientemente Brasil y Perú habían hecho una pausa a las alzas en sus tasas de interés de política monetaria, dado que se habían contenido sus presiones inflacionarias, aunque Chile sí la aumentó la semana previa; todas estas decisiones se adoptaron previendo presiones que llevarían sus tasas inflacionarias a niveles distintos a sus metas, afectando potencialmente su crecimiento de largo plazo; en contraste, las economías avanzadas habían mantenido dichas tasas a niveles muy bajos. Con la información presentada del escenario externo, habiendo tomado en cuenta las condiciones de crecimiento económico mundial, el comportamiento en los mercados financieros y la evolución de precios de las materias primas, se indicó que podían preverse algunas presiones inflacionarias por choques de oferta para lo que restaba de 2010 así como para 2011, lo que podría ser compensado por las modestas proyecciones de crecimiento económico, donde uno de los principales obstáculos lo constituían los niveles de desempleo, principalmente para las economías avanzadas, y por las acciones que han tomado algunos bancos centrales para evitar brotes inflacionarios futuros. En ese contexto, la inflación externa estaba relativamente contenida y las proyecciones de inflación de cierre para 2010 y 2011 se ubicaban en niveles bajos para las economías avanzadas y en niveles cercanos a las metas de los bancos centrales de las economías emergentes.

En cuanto al ámbito interno, se indicó que la actividad económica seguía recuperándose respecto de 2009, como se reflejaba en el comportamiento del Índice Mensual de la Actividad Económica, en el comportamiento del comercio exterior (que, con cifras agosto, continuó creciendo de manera dinámica) y en la evolución de otros indicadores de corto plazo como generación de energía, IVA doméstico y remesas familiares. En cuanto al ritmo inflacionario total, se indicó que éste se ubicó a septiembre en 3.76%, reflejo de una variación mensual de 0.29% respecto del mes previo, la cual fue menor al promedio de las variaciones registradas en ese mes durante el período 2001-2007 (0.34% mensual), por lo que dicho comportamiento fue consistente con la meta de inflación para éste y el próximo año. Se resaltó que tanto las proyecciones de inflación total como de inflación subyacente (con base en métodos econométricos) para finales de 2010 y de 2011 aumentaron con relación a las estimadas el mes previo. En cuanto a las expectativas de inflación del panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en septiembre, se indicó que las de diciembre de 2010 mostraban una disminución marginal respecto de las previsiones del mes anterior; sin embargo, se resaltó que las previstas para 2011 registraron, por segundo mes consecutivo, un aumento respecto de las obtenidas en la encuesta de julio. En cuanto al corrimiento mecánico del MMS de octubre, se señaló que los pronósticos de inflación para diciembre de 2010 y de 2011 disminuyeron levemente respecto de los correspondientes al corrimiento mecánico de septiembre, pero se mantenían por encima del valor puntual de la meta de inflación y aún sugerían ajustar la tasa de interés líder de política monetaria hacia el alza en todo el horizonte del pronóstico. Se destacó que las proyecciones econométricas de inflación total para 2010 y para 2011, los pronósticos del MMS para 2010 y para 2011 y las expectativas de inflación para 2010 se situaban por arriba del valor puntual de la meta de inflación, pero dentro del margen de tolerancia de la referida meta para esos años; que si bien la proyección econométrica de inflación subyacente para 2011 se ubicaba por debajo del valor puntual de la meta de inflación, se encontraba dentro del margen de tolerancia de la referida meta para ese año; mientras que las expectativas de inflación para 2011 se ubicaban por arriba del límite superior del

margen de tolerancia de la meta de inflación para ese año. Del análisis de las proyecciones y expectativas de inflación se indicó que había una alta posibilidad de cerrar 2010 en un valor cercano a la meta de inflación pero aún por encima del valor puntual, mientras que para 2011, los departamentos técnicos indicaron que, aunque las citadas estimaciones evidenciaban una leve moderación de las presiones inflacionarias, aquellas aún se ubicaban, en general, por encima del valor puntual de la meta pero dentro de su margen de tolerancia (5.0% +/- 1 punto porcentual). Con relación a las finanzas públicas, se indicó que, a septiembre, el crecimiento interanual de los ingresos tributarios fue de 9.6%, ligeramente superior al del mes anterior (9.5%), mientras que el de los gastos totales, de 12.0%, fue inferior al de agosto (15.6%); el déficit fiscal de Q6,337.1 millones (equivalente a 1.9% del PIB) fue superior al observado en igual período de 2009 (Q5,355.2 millones, equivalente a 1.7% del PIB), pero quedó por debajo del nivel previsto en el Acuerdo *Stand-By* con el FMI para el tercer trimestre del año (2.4% del PIB). En cuanto a la tasa de interés líder de política monetaria en términos reales, se observó que la misma continuaba siendo negativa, calculada con base en las expectativas de inflación. Los departamentos técnicos indicaron que doce factores sugerían dejar invariable la tasa de interés líder, dos factores sugerían aumentarla; mientras que dos factores sugerían reducirla. El índice sintético de las variables indicativas, que prácticamente se mantuvo en octubre en un valor similar al de septiembre, continuaba señalando una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva. Los departamentos técnicos manifestaron que, al efectuar un análisis prospectivo del escenario externo se anticipaba que la actividad económica mundial continuaría recuperándose, aunque de manera modesta, y a nivel interno la brecha del producto, el comportamiento de la inflación subyacente, las variaciones modestas del crédito bancario al sector privado y las proyecciones de inflación total y subyacente para fin de año, que se habían venido reduciendo levemente en los últimos meses, sugerían que las presiones inflacionarias de demanda seguirían contenidas para lo que restaba de 2010; por otro lado, indicaron que persistían los riesgos provenientes de factores de oferta, como los precios internacionales de las materias primas (maíz y trigo), así como los

precios de algunos productos vegetales en el mercado interno, que permitían prever la ocurrencia de choques de oferta inflacionarios en los próximos meses, lo cual podría afectar las expectativas de inflación de los agentes económicos y generar efectos de segunda vuelta en detrimento del logro del objetivo de inflación de mediano plazo; situación que podía explicar el hecho de que las expectativas de inflación, por parte de los analistas privados para 2011, se habían incrementado. Asimismo señalaron que los pronósticos de inflación estaban por encima del valor central de la meta. En ese contexto, consideraron fundamental la conveniencia de reforzar una postura prudente de política monetaria con el objeto de mantener ancladas las expectativas de inflación respecto de la meta, a efecto de que no se materialicen los efectos de segunda vuelta de los choques de oferta esperados, manteniendo invariable la tasa de interés líder. 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 27 de octubre. Los miembros del Comité discutieron ampliamente la recomendación, relativa a mantener invariable la tasa de interés líder, expresando su opinión con base en un análisis integral de la coyuntura externa e interna, con énfasis en el balance de riesgos de inflación.

En cuanto a la coyuntura externa, un miembro del Comité mencionó que la recuperación económica continuó afianzándose en el primer semestre de 2010 y que se esperaba que la economía mundial continuara recuperándose, aunque de manera modesta, cercana a los niveles de crecimiento previos a la crisis, destacando el crecimiento más dinámico por parte de las economías emergentes. Indicó que tal como lo evidenciaban las estadísticas para el caso de las economías avanzadas, el nivel de desempleo seguía constituyendo uno de los principales obstáculos para consolidar el ritmo de crecimiento económico en 2010 y en 2011 y, particularmente, para el caso de los Estados Unidos de América se proyectaba un menor crecimiento en el segundo semestre de 2010 y primero de 2011, explicado en parte por los menores niveles de confianza y gasto de los consumidores en dicho país. Otro miembro del Comité hizo referencia también a algunos

componentes que habían estado afectando la recuperación en los Estados Unidos de América, como el consumo y la recuperación en el sector inmobiliario. Indicó que el consumo estaba siendo influenciado por los bajos niveles de empleo y del ingreso y por el estancamiento de la confianza, en tanto que el sector inmobiliario se mantenía deprimido debido al bajo nivel de ventas, a la reducción importante en la liquidez de las familias y a las condiciones crediticias relativamente restrictivas que mantenía el sistema bancario, con su correspondiente efecto en la demanda de crédito. Otro miembro del Comité comentó el comportamiento de los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo. Señaló que el aumento en el precio del petróleo en las últimas semanas había sido influenciado por el debilitamiento observado en la cotización del dólar estadounidense respecto de las principales monedas convertibles y por algunas acciones de política orientadas a estimular la actividad económica en las economías avanzadas. Asimismo comentó respecto del alza en el precio de maíz ante los pronósticos de una menor producción en Estados Unidos de América, lo cual puede incidir en el comportamiento futuro de algunos precios a nivel doméstico, que conjugado con volatilidad en el precio internacional del trigo en las últimas semanas permitía anticipar la ocurrencia de choques de oferta inflacionarios en los próximos meses.

En cuanto a las condiciones internas, un miembro del Comité indicó que aún cuando la brecha del producto seguía siendo ligeramente negativa, pero en menor magnitud, la actividad económica continuaba mostrando señales de recuperación, lo que, como se indicó, se manifestó en el comportamiento del IMAE a agosto, en el desempeño favorable del comercio exterior, en la evolución de la recaudación tributaria y en otros indicadores de la actividad económica; y que si bien las expectativas de crecimiento para 2010 y para 2011 se habían reducido marginalmente, las estimaciones del crecimiento del PIB seguían confirmando un crecimiento más dinámico que el del año previo y dentro de los rangos que los técnicos anticiparon, ello tomando en cuenta las perspectivas de crecimiento para la economía norteamericana y sus posibles efectos en la economía nacional. Otro miembro del Comité señaló que la meta de inflación para 2010 ya no era relevante para la toma de decisiones en cuanto a la tasa líder y que en ese momento

resultaba más importante enfocarse en la meta de inflación del próximo año. Destacó que las expectativas de inflación del panel de analistas privados para 2011 mostraron un comportamiento al alza en los últimos dos meses, ubicándose para finales de dicho año en un valor superior al 6%. Asimismo indicó que los cambios en la tasa de interés de política monetaria tienen un efecto rezagado; es decir, no generan un efecto de manera inmediata, lo cual impacta en los mecanismos de transmisión de la política monetaria, como son las expectativas de inflación, el tipo de cambio y la demanda agregada, siendo este último el canal por medio del cual se transmite el efecto en el crédito, en el consumo y en la inversión, por lo que había que tomar en consideración los rezagos con que actúa la política monetaria, dado que las acciones que se adoptaran tendrán efectos en un horizonte de 12 a 24 meses, en el cual el banco central debiera de estar convergiendo a la meta de inflación de mediano plazo (4% +/- 1 punto porcentual). En ese sentido, indicó que se debía ser cuidadoso con la interpretación del dato más reciente de inflación, pues podría considerarse que, por reflejar una variación intermensual menor al promedio de una serie de años, había un problema de demanda, cuando lo relevante de dicha información era que el nivel registrado a esa fecha permitía anticipar que la inflación podría cerrar muy cercana a la meta de inflación en 2010. Recordó que la información de otros bancos centrales en América Latina reflejaba que las acciones adoptadas eran consistentes con sus respectivas metas de inflación y habían tenido un carácter preventivo a fin de consolidar, en cada caso, la credibilidad del banco central a fin de anclar las expectativas de inflación. Señaló que el comportamiento de la inflación en Guatemala a esa fecha y conforme a los pronósticos y proyecciones no reflejaba que existieran márgenes para sentirse cómodos con su comportamiento y más bien el corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural apuntaría a un nivel superior de la tasa líder. Otro miembro del comité recordó que la evidencia histórica indicaba que una inflación elevada vendría acompañada de tasas de interés altas y que durante los años 50's, 60's y 70's reconocidos economistas argumentaban que aumentos en la inflación eran un precio bajo a pagar por una mayor tasa de crecimiento del producto y el empleo. La evidencia demostró que esa doctrina fue insostenible pues mientras la

inflación sube lentamente cuando la economía comienza a operar con un exceso de gasto agregado, si este no se modera a tiempo la inflación se acelera y genera señales destructivas en la asignación eficiente de recursos y distorsiona las decisiones de ahorro, consumo e inversión, aspectos que pueden crear burbujas especulativas, lo que ocasiona marcada volatilidad en las tasas de interés. Todo esto termina reduciendo la capacidad de la economía para crecer de manera sostenida y generar empleo productivo y permanente.

Otro miembro del Comité indicó que el comportamiento de los precios internacionales de las materias primas y la situación de las finanzas públicas eran aspectos en los cuales existía mucha incertidumbre y podían afectar, en el corto y mediano plazos, los precios internos reflejados en el comportamiento del índice de precios al consumidor, aspectos que podrían inducir a que la política monetaria tuviera una postura más restrictiva. En ese sentido, indicó que aunque el gasto público perdió cierto dinamismo en septiembre, principalmente debido a una reducción del gasto de capital, había que tomar en consideración el impacto que tendría la aprobación, por parte del Congreso de la República, de la emisión de Bonos del Tesoro por Q1,680.0 millones y la consiguiente ejecución del gasto público adicional, sobre las expectativas y sobre la demanda agregada. Otro miembro del Comité señaló que una reducción en la tasa de interés de política monetaria, en esas condiciones, no tendría efecto en incentivar un aumento en el crédito bancario al sector privado, debido principalmente a que la debilidad de la demanda de crédito no respondía a restricciones de liquidez, sino más bien se asociaba a otros factores exógenos derivados de la coyuntura internacional y que de acuerdo a la Encuesta sobre Condiciones Crediticias del Sistema Bancario, por el lado de la oferta, los bancos del sistema no preveían cambiar las condiciones en el otorgamiento de crédito en lo que restaba del año; en tal sentido, existía en este caso más bien un componente de aversión de riesgo por parte del sistema bancario que un estancamiento en las condiciones de flexibilización crediticia. Otro miembro del Comité indicó que el objetivo fundamental del banco central es mantener la estabilidad de precios y para ello utiliza los instrumentos que la ley le confiere; el uso de dichos instrumentos genera costos pero de igual manera una

política monetaria no debiera tener objetivos múltiples, por ejemplo el de tipo de cambio o de costos de política, de lo contrario podría tener conflicto para la consecución de su objetivo fundamental. Resaltó los beneficios claros que para una economía y para la política monetaria tiene el logro de una inflación baja, la cual si bien no es una condición suficiente para el crecimiento económico, es indispensable para que éste sea sostenido en el largo plazo. Recordó que para reducir esos costos de política monetaria, a finales de los ochenta hubo consenso en proveer de más independencia y autonomía (funcional y financiera) a los bancos centrales y luego de determinar una serie de causas que generaban pérdidas cuasifiscales, surgieron una serie de acciones, que en muchos casos requirieron de reformas legales, recapitalizaciones de bancos centrales y recomendaciones para que en lo posible se hiciera uso de instrumentos del tesoro en las operaciones de estabilización monetaria. Los resultados de dichas acciones han demostrado en el caso de varias economías de América Latina que se ha sido más exitoso en la conducción de la política monetaria, como lo refleja la desaparición de elevadas inflaciones e hiperinflaciones.

El Comité consideró que, al realizar un análisis integral prospectivo de la inflación, se podía visualizar que aun cuando los pronósticos y expectativas de inflación para 2010 se encontraban dentro del rango meta correspondiente y persistía todavía incertidumbre en cuanto a la evolución de crecimiento en la economía norteamericana; los precios de algunas materias primas importantes como el maíz y el trigo, habían mostrado una tendencia al alza y las expectativas de inflación para 2011, y los pronósticos, se mantenían por encima del valor puntual de la meta de inflación para dicho año y existía aún incertidumbre en cuanto a la evolución futura de las finanzas públicas, elementos que podían traducirse en un riesgo inflacionario en el corto y mediano plazos. Por ello, consideró que debía prevalecer la cautela en cuanto a las decisiones respecto de la tasa de interés líder, tomando en consideración los rezagos con que actúa la política monetaria.

El Presidente indicó que como resultado de la amplia discusión, análisis y reflexiones, en el seno del Comité privó el consenso de que los cambios en el

Balance de Riesgos de Inflación, desde la fecha en que se tomó la última decisión sobre tasa de interés líder de política monetaria, mostraban que las perspectivas económicas continuaban siendo dispares entre países y regiones a nivel mundial y que la demanda agregada, tanto externa como interna, continuaba recuperándose, pero todavía sin ejercer presiones inflacionarias. Por su parte, en el orden interno la brecha del producto, el comportamiento de la inflación subyacente y las variaciones modestas del crédito bancario al sector privado sugerían que las presiones inflacionarias de demanda seguirían relativamente contenidas, además de que las proyecciones de inflación total y subyacente para fin de año se habían venido reduciendo levemente en los últimos meses; sin embargo, los precios internacionales de las materias primas (maíz y trigo) y los precios en el mercado interno de algunos productos vegetales permitían prever la ocurrencia de choques de oferta inflacionarios en los próximos meses y, tomando en consideración que las expectativas inflacionarias para 2011 se ubicaban por arriba de la meta de inflación para ese año, el relajar la política monetaria no contribuiría a que se mantuvieran ancladas las expectativas en torno a la referida meta. Además, las acciones de política monetaria adoptadas entonces tendrían efectos en un horizonte de 12 a 24 meses, en el cual ya se estaría convergiendo a la meta de inflación de mediano plazo (4% +/- 1 punto porcentual), la cual es más baja que la meta de inflación correspondiente a 2010 y a 2011 (5% +/- 1 punto porcentual). En ese contexto, hubo 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%. Indicó también que el Comité continuaría dando un seguimiento estrecho al comportamiento de la inflación subyacente, a las expectativas de inflación y a las principales variables e indicadores macroeconómicos relevantes, tanto internos como externos, a fin de adoptar las acciones oportunas que fuesen necesarias.

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 octubre de 2010, y en el Balance de Riesgos de Inflación, los miembros de la Junta Monetaria iniciaron el análisis y la

discusión en relación con la determinación de la tasa de interés líder de la política monetaria.

Al respecto, un miembro de la Junta indicó que en la última semana se intervino en el mercado cambiario en las dos direcciones y podría interpretarse que el Banco Central tiene una meta de tipo de cambio; sin embargo, a nivel mundial se discutía el utilizar devaluaciones para que los países fueran más competitivos, mientras en Guatemala se salía a defender una depreciación derivada de las fuerzas del mercado. Señaló que el tipo de cambio efectivo real estaba muy apreciado y el índice “*Big Mac*”, que prepara *The Economist*, lo confirmaba; reiteró su solicitud de una reflexión para determinar si se debía cambiar la regla de participación y propuso que no debería ser simétrica, ya que una devaluación favorecería la competitividad del país. Señaló que casi todas las variables de seguimiento continuaban fuera de su corredor, lo que indicaba que había una política monetaria restrictiva; además, el Congreso de la República podía aprobar la emisión de bonos por Q1,680.0 millones. Finalmente, se refirió a la adquisición de títulos que anunció la Reserva Federal y cuestionó si ello se podría interpretar en el sentido de que el mercado estimaba que habría deflación, porque de ser así no había riesgo de inflación importada.

Otro miembro de la Junta señaló que el tema de que algunas economías estaban buscando medidas para contrarrestar las apreciaciones que afectaban la competitividad se debería contextualizar porque podía estarse interpretando de manera errónea; puso de ejemplo los casos de Colombia, Chile y Brasil que entre mayo y octubre registraron apreciaciones cambiarias nominales de 12%, 11.1% y 14.5%, respectivamente, mientras que en Guatemala en el mismo período la apreciación; apenas fue de 0.7%, por lo que las magnitudes son incomparables y ese tema, más de las economías avanzadas, fue objeto de debate en la última reunión del G-20 porque se podía afectar el crecimiento económico global mediante una práctica nada sana para el comercio mundial.

Otro miembro de la Junta indicó que dentro de las medidas extraordinarias que implementaría la Reserva Federal estaba la de adquirir más instrumentos del Tesoro; ello llevaría a una monetización muy grande y habría más inflación que

deflación. Indicó que estaba de acuerdo con la recomendación del Comité de Ejecución de mantener la tasa líder en 4.5%, ya que los indicadores estaban bastante estables.

Por su parte, un miembro de la Junta señaló que habían muchas expectativas por la decisión que podría tomar la Reserva Federal en los próximos días, porque era algo que provocaría más monetización y acrecentaría el riesgo de inflación futura, ya que ellos no estaban pensando en deflación sino en medidas para que la economía siguiera reactivándose; en ese sentido, estaba privando el criterio de que la economía necesitaba de un apoyo de la Banca Central, pero había una gran discusión filosófica-económica al respecto.

Otro miembro de la Junta manifestó que en Estados Unidos de América habían señales de recuperación, pero con menor dinamismo, lo que preocupaba a las autoridades fiscales y monetarias y les estaba llevando a considerar medidas no convencionales debido a que el papel de la política monetaria en ese país demostró ineficacia y las acciones fiscales llegaron a su límite, por lo que buscaban opciones de financiamiento con participación de la banca central. Indicó que se debía tener cuidado en adoptar medidas a tiempo, ya que algunos analistas creían que las decisiones de Junta Monetaria fueron en la dirección correcta, pero tardíamente. Señaló que la meta de inflación no siempre se había cumplido, por lo que, si se midiera al Banco de Guatemala por esa meta, no saldría bien evaluado y, el año pasado que sí se cumplió y casi fue deflacionario, se debió a circunstancias ajenas a la política monetaria. Indicó que la efectividad de la política fiscal con apoyo monetario de Estados Unidos de América también tendría un rezago y, como en Guatemala el rezago es de entre 12 y 24 meses, se preguntó si no sería ese el momento de tomar medidas para anticiparse a la situación externa señalada en cuanto a que la recuperación perdería dinamismo, para que cuando se llegara a esos meses no se pensare que se debieron haber tomado antes las medidas.

Otro miembro de la Junta indicó que el doctor Bernanke en la última reunión de la Reserva Federal señaló algún temor de deflación y si estaba pensando adoptar medidas no convencionales para aumentar la liquidez era porque veía que

en el futuro cercano el crecimiento económico no era sostenible. Indico que él no veía presiones inflacionarias por el lado de la demanda externa e interna, excepto por los precios del trigo y del maíz, por lo que no habrían tales presiones por el lado de la demanda en Guatemala, porque la brecha del producto estaba negativa; además, el mes pasado se indicó que el efecto en la tasa de interés activa de una baja de 50 puntos básicos en la tasa líder es mínimo y con un rezago de entre 12 y 24 mese; entonces, no habría una baja significativa en el precio del dinero que es lo que podría dar algún empuje a la economía y a la demanda; razón por lo que una baja en la tasa líder evitaría una desaceleración mayor de la economía. Indicó que la inflación subyacente terminaría por debajo de la meta, que es la que según él debería preocupar, porque la inflación total estaba contaminada por los efectos de oferta por los problemas climatológicos y tampoco veía problemas por ese lado. En ese sentido, propuso una reducción de la tasa de interés líder de 50 puntos básicos, porque consideraba que se tenían los espacios monetarios para hacerlo y porque el año siguiente no era halagüeño y el país no se podía conformar con un crecimiento económico que en términos per cápita fuera negativo, por lo que compartía el criterio de que se tomaron decisiones tardías y temerosas. Finalmente, señaló que en ese momento se tenía la oportunidad de tomar decisiones audaces y responsables, bajando la tasa de interés líder, y que ello no tendría efecto en la inflación del año corriente y se anclarían las expectativas de inflación y enviaría a los agentes económicos el mensaje de que no se veían presiones inflacionarias en el futuro.

Un miembro de la Junta indicó que la economía americana crecería en 2010 por encima de la caída que registró en 2009, pero había riesgos de que el crecimiento no fuera sostenido. Señaló que las preocupaciones de la Reserva Federal evidenciaban la dificultad de los bancos centrales que tienen objetivos múltiples, porque la Reserva Federal sí tiene un objetivo de empleo y lo que se había evidenciado con las acciones que había tomado era que no era la política monetaria la que estimulaba la actividad económica y el empleo. Indicó que dos premios nobeles de economía habían manifestado su preocupación por el uso de este tipo de estímulos para reactivar la economía, porque estaban convencidos de

que había tantos excedentes de liquidez en esa economía que cualquier acción del banco central generaría un desequilibrio en sus hojas de balance que se tendría que pagar con inflación en los próximos años. Aclaró que las metas de inflación son de Junta Monetaria y el Banco de Guatemala es sólo instrumental en su consecución, por lo que quien indirectamente es evaluada es la autoridad monetaria; que los técnicos lo que hacían era trasladar información relevante a considerar y que podría poner en riesgo la consecución del objetivo, que en muchos casos, si bien no se había logrado la consecución de inflación meta, ello también reflejaba que Junta Monetaria no había seguido todas las recomendaciones de los técnicos; incluso ello había sido motivo para proponer cambios que garantizaran la independencia y autonomía de la banca central, buscando mejores prácticas para la conducción de la política monetaria, entre otras, incluso la más reciente de adoptar en 2005 el esquema de metas de inflación, que se sustenta en buscar la credibilidad del Banco Central respecto de los objetivos que se traza, mediante las decisiones y compromisos de su máxima autoridad por alcanzar sus metas de mediano plazo. Complementariamente, señaló que en la medida que se lograra una inflación más baja desaparecerían las preocupaciones de algunos directores respecto al tipo de cambio real, pues si la inflación fuese equivalente a la de los socios comerciales y los tipos de cambio mostrarán cambios relativos similares, entonces no se perdería competitividad; pero aclaró que ese no era el único indicador para medir la competitividad, sino que ésta debe contrastarse con la evolución de otras variables. Señaló que los bancos centrales que fueron más agresivos en bajar su tasa de interés son aquéllos que tienen credibilidad para alcanzar su objetivo y puso de ejemplo a Chile, que bajó su tasa objetivo porque sabe que tiene eficientes mecanismos de transmisión y que con ajustes al alza había podido retornar a sus objetivos de mediano plazo, lo cual aún no era el caso de Guatemala que aún estaba consolidando la credibilidad del Banco Central; sin embargo, señaló que Guatemala, a diferencia de muchos países, absorbió los choques de la crisis de una mejor manera que otras economías. Indicó que las decisiones respecto a la tasa de interés líder, si bien buscan alterar las tasas de largo plazo, eso no sucedía de manera inmediata; por

esa razón el impacto en las tasas activas podría ser moderado y, por lo tanto, no se conseguiría el objetivo de estimular el crecimiento económico como consideraban algunos. Puso de ejemplo que las economías avanzadas que bajaron sus tasas a casi 0% no habían logrado reactivar el crédito, pero dijo que lo que sí puede ser muy dañino es que un banco central sin credibilidad podría ser ineficaz ante un rebrote inflacionario; indicó que sí hay indicadores que denotaban presiones inflacionarias, tal como lo denotaban los pronósticos de inflación que estaban arriba de la meta y si se deseaba ser creíbles se debía de persistir en adoptar las acciones que permitieran alcanzar el objetivo de inflación de mediano plazo. Señaló que los bancos centrales de Brasil, Chile, Perú, Colombia y México estaban más preocupados de su tasa de inflación que por el crecimiento económico, porque este último no es su objetivo fundamental, pero estaban conscientes de que es fundamental una tasa de inflación moderada para procurar que el crecimiento, aunque moderado, fuera sostenible en el mediano plazo. Finalmente, indicó que el Comité de Ejecución observaba que las expectativas de inflación en Guatemala no estaban ancladas, por lo que no sería un buen mensaje bajar la tasa líder y podría confundir a los agentes económicos, que sí entienden cómo funciona la economía y de los riesgos de determinadas variables.

Otro miembro de la Junta indicó que las tasas de interés activas promedio ponderado sí habían bajado, especialmente para créditos empresariales mayores y menores y para vivienda, pero las que habían subido, y que pesan mucho en el promedio, eran las de créditos para consumo; además, hay muchos créditos en dólares de bancos extranjeros que no se registran en las estadísticas. Señaló que el país sí estaba creciendo aunque no al ritmo deseado y eso se demostraba con el PIB del segundo trimestre y el IMAE. Indicó que había razones para ser pesimistas por el clima de violencia y por la falta de una política económica y fiscal coherentes, pero eso no quería decir que la reactivación se debía arreglar con la política monetaria porque podría destruirse algo que estaba funcionando.

Otro miembro de la Junta manifestó que el impacto de las políticas económicas no es inmediato a excepción de la política tributaria que incide inmediatamente en los ingresos y preguntó cuáles eran los criterios para

determinar el rezago de las decisiones de política monetaria, porque si los efectos se empezarían a sentir en 12 meses, y considerando que el año entrante sería un año electoral, se debía analizar históricamente qué pasaba en los años electorales con la inversión tanto pública como privada y si a ello se le agregara la inseguridad ciudadana, sería un año complicado.

Un miembro de la Junta recordó que la semana anterior se tomó una decisión con relación a instrumentos y mecanismos de control de liquidez, derivado de lo cual la tasa líder sería una tasa de referencia; en ese sentido, dado que en tres semanas entraría en vigencia, la referida decisión, podía ser inadecuado modificar la tasa de interés líder en aquel momento, porque podía dar lugar a una situación confusa; por lo que apoyaba la propuesta de mantener invariable la tasa líder. Sin embargo, compartía que quizá se pudo haber sido más agresivo en el pasado, pues las decisiones de 2008 podían haber sido sobrereacciones.

Otro miembro de la Junta señaló que él estaba convencido de que el objetivo de todos los bancos centrales era el crecimiento económico; que el medio para alcanzarlo sea la política de metas explícitas de inflación es otro tema, pero si no se tenía el objetivo de crecimiento económico y el mantenimiento ordenado de la economía sería irrelevante que existieran los bancos centrales. Señaló que él no observaba presiones inflacionarias en el mediano plazo, porque si los países que bajaron la tasa a 0% no habían tenido un impacto en el crecimiento del crédito al sector privado ni en la inflación no entendía cuál era el temor de bajarla. Indicó que no sería un mensaje confuso para los agentes económicos bajar la tasa porque ellos desde hace meses se lo estaban pidiendo al Banco Central; además, esa decisión no tendría impacto en la tasa de interés activa ni en la demanda de crédito; sin embargo, bajaría el costo de la política monetaria. Finalmente, indicó que con la modificación de pasar a una tasa líder de referencia, esta seguiría siendo para el plazo de 7 días, por lo que no afectaría la decisión que se tomara ese día.

Otro miembro de la Junta señaló que el propósito de una inflación baja es consistente con el de fomentar condiciones de estabilidad de precios para un desarrollo ordenado y un crecimiento económico sostenido. Recordó que existen

países sin un banco central o sin política monetaria y ello no quiere decir que sus economías no crezcan. Reiteró que si no hubieran riesgos los pronósticos apuntarían a una inflación por debajo de la meta, y la meta de Guatemala no es precisamente una meta de inflación muy baja, y que la coyuntura internacional, las finanzas públicas y otras variables como las expectativas, que sitúan la inflación arriba de 6% para 2011, eran evidencia de que los riesgos de que no se alcanzase la meta existían; indicó que el Banco Central en el pasado actuó con sensatez en los momentos de la crisis y los resultados y evaluaciones de otros organismos lo confirman, además de que no se enfrentaron problemas como los que están enfrentando otras economías.

Por su parte, un miembro de la Junta indicó que en la Junta Monetaria se hace política monetaria en base al sustento teórico de los técnicos y los directores de la Junta debían considerar ese análisis técnico para tomar decisiones respecto a su visión del mediano y largo plazos; indicó que le preocupaba que en las últimas sesiones en las que se había discutido el tema, la discusión respecto a mantener invariable la tasa líder habían sido más fuertes y más distantes las posiciones, porque había una resistencia clara y una posición respecto a la necesidad de hacer un viraje. En ese sentido, para él podía ser un buen mensaje reducir la tasa de interés líder, porque no veía riesgos de inflación y porque a través de los meses se había mantenido la misma posición esperando un resultado diferente, pero haciendo lo mismo no se van a obtener resultados diferentes. Indicó que se tenían que tomar acciones que no fueran las convencionales y ver si se lograba la reactivación económica, porque la última decisión de tasa de este año sería la del próximo mes y de no tomarse entre éste y el próximo mes habrán cinco meses sin poder despejar la duda al respecto y sería un mensaje de que las presiones inflacionarias estaban contenidas, por lo que se pronunciaba en contra de la recomendación del Comité de Ejecución.

Otro miembro de la Junta indicó que si se tomara la decisión de bajar la tasa líder para dar una señal positiva a los agentes económicos, podía conllevar a que en pocos meses se tuviera que revertir la decisión en un porcentaje tal vez mayor, lo que daría una señal negativa de mucho más peso que la señal positiva que se

pretende enviar. Señaló que se había indicado que era importante bajar la tasa líder para motivar la demanda, pero las tasas de interés para préstamos de vivienda en quetzales estaban en alrededor de 8% y él no recordaba que éstas en el pasado hubieren estado más bajas de ese nivel; entonces, la conclusión era que si las tasas estaban bajas y no había demanda el problema es otro, no era una cuestión de precios, pero si lo que se quería era bajar la tasa para que los agentes económicos adquirieran nuevos bienes y se endeudaran más de la cuenta, sería caer en el mismo error en que cayeron los países desarrollados cuando por propiciar crecimiento económico con tasas artificiales en un nivel insostenible, en el momento en que la inflación obligó a subirlas hubo quiebras significativas, por lo que lo más importante debía ser mantener estabilidad en la tasa de interés; en ese sentido, consideraba prudente mantener la tasa en el nivel actual.

Otro miembro de la Junta indicó que la inflación es la que más afecta a toda población y estaba de acuerdo en que sería mejor mantener la tasa líder en ese nivel por mucho tiempo, pero él observaba que el crédito al sector privado no repuntaba y la tasa líder no estaba haciendo una gran presión en la inflación; entonces, el mensaje podía ser que la tasa se revisara hacia abajo para hacer crecer el crédito al sector privado para reactivar la economía, pues se podía interpretar que todos los sectores estaban bien y eso no era cierto.

Un miembro de la Junta manifestó que no compartía el comentario respecto a que si se bajaba la tasa líder sería una imprudencia porque habría más deudas que no se iban a poder atender y que en algunos meses se estaría revisando hacia el alza, porque si el efecto de estas decisiones tienen un rezago de 12 a 24 meses, en seis meses no habría presión por esa decisión y tampoco se podría caer en lo que hicieron los países desarrollados, porque según los técnicos el impacto de bajar la tasa líder era menos de 0.1%. Señaló que su propuesta de bajarla 50 puntos básicos era congruente y comprometida con la meta de inflación, ya que en ningún momento estaba proponiendo abandonar la meta y mandar mensajes equivocados; por el contrario, estaba de acuerdo con que el mejor legado que pueden dar la Junta Monetaria y el Banco Central es una tasa de inflación baja y estable. Se dijo que para el año entrante se ve una desaceleración en el

crecimiento económico mundial, especialmente en los principales socios comerciales, por lo que reiteró que él no veía presiones inflacionarias y que se señaló que podrían haber por el tema de vegetales y legumbres derivado de problemas de oferta, pero en su opinión ese efecto ya se dio cuando se tuvo problemas en la infraestructura y se esperaba que en el corto plazo se solucionará ese problema; por lo tanto, consideraba que era el momento para tomar la decisión de bajar en 50 puntos básicos la tasa líder.

Otro miembro de la Junta indicó que estaba de acuerdo con que las tasas de interés para préstamos de vivienda y para créditos corporativos estaban en niveles históricos más bajos, por lo que había que diferenciar las tasas para comprender mejor el mercado de éstas. Señaló que los técnicos indicaron que en ese momento no había presiones inflacionarias adicionales, pero que la inflación a mediano y largo plazos sí presentaba riesgos, por lo que estaba de acuerdo en mantener invariable la tasa líder, para mandar un mensaje de estabilidad.

Otro miembro de la Junta señaló que la tentación de pensar que la tasa líder va a influenciar las tasas de interés activas hacia abajo o hacia arriba para apoyar el crecimiento económico era delicada, porque en un esquema de metas explícitas de inflación la tasa líder se utiliza para dar una señal sobre la meta de inflación y su control. Indicó que era cierto que la Junta Monetaria no tiene el mandato de promover el crecimiento económico, pero si se deseaba habría que discutirlo para ver por qué no se estaba creciendo como se desearía; dijo que sería un error bajar la tasa para dar un mensaje sobre el crecimiento económico habiendo riesgos de inflación.

Por su parte, un miembro de la Junta indicó que un activo importante del Banco Central y de la Junta Monetaria era su credibilidad; en ese sentido, le preocupaba bajar la tasa de interés líder en ese momento, con el riesgo de que en algunos meses se tuviera que corregir el rumbo, porque eso sí afectaría la credibilidad. Indicó que la inflación se alimenta de las expectativas, por lo que se debían considerar las señales de alerta.

Otro miembro de la Junta señaló que en 2008 los análisis iban exclusivamente a las presiones inflacionarias de ese año con una visión de corto

plazo, por esa razón la Junta decidió subir la tasa en varias ocasiones y su posición siempre fue que se trataba de choques coyunturales; sin embargo, ahora se estaba haciendo una prospección de varios años, por lo que se debe tener los mismos criterios de análisis, porque la distorsión actual con una tasa líder alta viene de las decisiones tomadas en aquél momento, que de no haberse subido se podría estar con una tasa más baja sin que se tuviera ningún tipo de presión inflacionaria; en ese sentido, el tema de credibilidad tiene que ser considerado dentro y fuera de la Junta.

3. Luego de haberse expuesto los argumentos para determinar el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, la Junta Monetaria decidió, por mayoría, 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 LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA EN 4.50%

La Junta Monetaria, en su sesión celebrada el 27 de octubre 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 mayoría mantener invariable la tasa de interés líder de la política monetaria en 4.50%.

En su análisis, la Junta Monetaria tomó en consideración que la recuperación económica mundial continuó fortaleciéndose, aunque en forma moderada, observando mayor dinamismo en las economías emergentes. De hecho, las perspectivas económicas continúan siendo dispares entre países y regiones y, para el caso de las economías avanzadas, el nivel de desempleo continúa siendo uno de los principales obstáculos para el crecimiento económico de 2010 y de 2011.

En el ámbito interno se indicó que la actividad económica sigue recuperándose, lo que se refleja en el comportamiento del Índice Mensual de la Actividad Económica. También se tomó en cuenta que la mayoría de los pronósticos y expectativas de inflación para 2010 y para 2011 se encuentran dentro de la meta.

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 fin de adoptar las acciones oportunas que sean necesarias.

Guatemala, 27 de octubre 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