

# **BANCO DE GUATEMALA**



**RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA  
MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 37-2012,  
CELEBRADA EL 26 DE SEPTIEMBRE 2012, PARA  
DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER  
DE LA POLÍTICA MONETARIA**

**Guatemala, 3 de octubre de 2012**

## **RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 37-2012, CELEBRADA EL 26 DE SEPTIEMBRE DE 2012, PARA DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA**

1. En sesión 37-2012 celebrada por la Junta Monetaria el 26 de septiembre de 2012, el Presidente del Banco de Guatemala y de la Junta Monetaria presentó el análisis efectuado por el Comité de Ejecución en su sesión 44-2012, del 21 de septiembre de 2012<sup>1</sup>, relativo a la conveniencia de ajustar o mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria. Al respecto, informó que con base en el análisis realizado por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, luego de haber presentado los pronósticos de inflación generados por el corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) correspondiente a septiembre de 2012 y el Balance de Riesgos de Inflación, se destacó que, en el ámbito externo, las proyecciones relativas al desempeño económico mundial efectuadas por varios entes internacionales (FMI, Banco Mundial, Naciones Unidas, *The Economist Intelligence Unit* y *Consensus Forecasts*), en promedio, no variaron significativamente respecto del balance de riesgos anterior, ubicándose la tasa de crecimiento de la actividad económica mundial para 2012 y para 2013 en 2.8% y 3.2%, respectivamente. A pesar de la ligera variación de los pronósticos, a nivel internacional existía el consenso de que aún persisten la incertidumbre y el incremento en la aversión al riesgo, focalizados principalmente en la Zona del Euro, en los Estados Unidos de América y, en menor medida, en la República Popular China. En el caso de la Zona del Euro, aunque se percibía menor volatilidad, en parte, debido a las medidas de estímulo monetario del Banco Central Europeo, todavía persistía la preocupación por la falta de acuerdos concretos por parte de las autoridades para resolver la crisis de deuda soberana, aunado a las tensiones en los sistemas financieros de algunos países de dicha región, lo que no permitió una recuperación de la confianza de los agentes económicos, en un ambiente donde aún predominaban altos niveles de desempleo. Por su parte, el crecimiento económico en los Estados Unidos de América en los últimos meses se ha venido recuperando a un ritmo más lento de lo previsto, reflejado

---

<sup>1</sup> El análisis efectuado por el Comité de Ejecución puede consultarse en el Acta No. 44-2012 correspondiente a la sesión del 21 de septiembre de 2012, publicada en el sitio Web del Banco de Guatemala ([www.banguat.gob.gt](http://www.banguat.gob.gt)).

en un estancamiento del empleo y del gasto del consumidor. En ese contexto, en septiembre, la Reserva Federal decidió adoptar una nueva ronda de estímulos monetarios, la cual busca propiciar una recuperación económica más sólida y una mejora sostenida del mercado laboral, en un contexto de estabilidad de precios. Existe consenso que la economía estadounidense crecería un poco más de 2.0% en 2012 (1.7% en 2011), similar crecimiento se prevé para 2013. Para ese último año, aún existía cierta incertidumbre respecto a los acuerdos políticos que tenían que alcanzarse para evitar un ajuste fiscal severo, derivado de la entrada en vigencia de la eliminación de algunos subsidios y exenciones fiscales y de importantes recortes al gasto gubernamental lo que se denominó “el precipicio fiscal”; no obstante, existía consenso a nivel internacional que la probabilidad de ocurrencia de ese evento era muy baja. En República Popular China, aún existía temor de una desaceleración económica más allá de lo previsto, dado el comportamiento de la demanda externa; sin embargo, existe consenso en que las medidas de estímulo monetario y fiscal adoptadas por las autoridades chinas desde finales de 2011 podrían tener un impacto positivo en la actividad económica en los próximos trimestres, mejorando las perspectivas de crecimiento económico de dicho país. En los mercados financieros internacionales se observaba una recuperación importante en los principales índices accionarios, la cual tuvo un efecto favorable en los índices de volatilidad implícita en los Estados Unidos de América, en la Zona Euro y en un conjunto de economías con mercados emergentes, debido a la implementación de nuevas medidas de estímulo monetario por parte de las principales economías avanzadas, a la mejora observada en algunos indicadores económicos en los Estados Unidos de América, así como a la expectativa de los inversionistas acerca de la decisión del Tribunal Constitucional alemán a favor de implementar el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), el cual beneficiaría a los países con altos costos de financiamiento dentro de la Zona del Euro. Los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación interna (petróleo, maíz y trigo), continuaban registrando incrementos importantes en sus niveles, lo cual podría implicar mayor inflación sobre todo en países en los que el gasto en alimentos representa una proporción importante de los ingresos de los consumidores. Si bien no era posible evitar el efecto directo (de primera vuelta) del aumento en los referidos precios, existía consenso en que los bancos centrales debían

estar atentos a los efectos de segunda vuelta derivados de dicho choque externo y adoptar las medidas correspondientes para evitar una contaminación de las expectativas de inflación. El repunte en los precios del petróleo se asociaba, por el lado de la oferta, a los problemas geopolíticos en Oriente Medio, particularmente en Irak, Siria y Egipto, los cuales podrían incidir en una interrupción de los suministros provenientes de dicha área y, por el lado de la demanda, a la expectativa de un incremento en la demanda por los nuevos programas de estímulo monetario en las principales economías avanzadas. En el caso del trigo y del maíz, el aumento en los precios se asociaba a las condiciones climáticas adversas que afectan las cosechas de los principales países productores y exportadores de dichos granos, entre ellos, los Estados Unidos de América, Rusia, Ucrania y Rumanía. Algunos organismos internacionales (como el Banco Mundial) consideraban que los precios de los alimentos a nivel mundial mantendrían un comportamiento volátil y al alza en el largo plazo, como consecuencia de la creciente incertidumbre sobre los niveles de inventarios ante la posibilidad de que los efectos derivados de las condiciones climáticas adversas perduraran por más tiempo, así como por el incremento en la demanda por parte de las economías emergentes. Por su parte, el FMI consideraba que los incrementos en los precios de los productos básicos tendían a tener efectos más profundos y duraderos sobre la inflación en aquellas economías donde el gasto en alimentos representa una alta proporción de los ingresos de los hogares, así como en las economías donde las expectativas de inflación no estaban firmemente ancladas; asimismo, los choques en los precios de las materias primas han tenido mayores efectos sobre la inflación interna en las economías emergentes y en desarrollo que en las economías avanzadas; por ello estiman que en el mediano y largo plazos, el efecto traspaso a la inflación interna del choque en los precios de los alimentos es cuatro veces mayor en las economías emergentes y en desarrollo que en las economías avanzadas. Sin embargo, el efecto traspaso de los precios del petróleo es menos dramático, pero la dispersión de dicho efecto es significativamente más fuerte en las economías emergentes y en desarrollo. Las proyecciones de inflación de Consensus Forecasts, para finales del presente año, apuntaban a que las presiones inflacionarias en las economías avanzadas seguirían contenidas; no obstante, para 2013 dicho ente estimó inflaciones levemente mayores. Para las economías emergentes y en

desarrollo, aun cuando se espera una moderación para 2012, se estima una reversión en su comportamiento para 2013, particularmente, en el caso de América Latina, en donde se estaría registrando un incremento en la inflación, respecto de la proyección anterior, debido fundamentalmente al aumento en los precios de las materias primas y los alimentos. En ese contexto, la mayoría de bancos centrales a nivel mundial (de la muestra de países a los que se les da seguimiento) mantuvieron invariables sus tasas de interés de política monetaria y sólo en aquellos países en donde las expectativas de inflación se mantenían ancladas se adoptaron medidas de relajamiento monetario, asociadas a la preocupación por la desaceleración en su actividad económica interna (Brasil y Colombia).

En el entorno interno, los departamentos técnicos señalaron que la variación interanual de la tendencia ciclo del IMAE continuaba registrando un dinamismo en la variación interanual, en congruencia con una tasa de crecimiento económico de entre 2.9% y 3.3% para 2012 y de entre 3.5% y 3.9% para 2013, también en línea con lo previsto por el panel de analistas privados en la Encuesta de Expectativas Económicas efectuada en agosto de 2012 (aumento interanual de 3.1% en 2012 y de 3.4% en 2013). En cuanto al comercio exterior, los departamentos técnicos señalaron que las cifras en términos de valor registradas en agosto para las exportaciones y las importaciones mejoraron ligeramente respecto del mes anterior. La notoria desaceleración del comercio respecto de 2011 se asociaba, fundamentalmente, a la reducción observada en los precios medios tanto de las exportaciones como de las importaciones, dado que en términos de volumen ambas variables mostraron un comportamiento más favorable y congruente con la estimación de crecimiento económico para 2012. El Ministerio de Finanzas Públicas (MFP) previó que el déficit fiscal para el presente año se situaría en 2.4% del PIB, inferior al registrado en 2011 (2.8% del PIB) y al estimado en el presupuesto aprobado por el Congreso de la República (2.6% del PIB). Para finales de 2012 el MFP estimaba un incremento en los ingresos tributarios de 6.6% y de 4.0% en los gastos totales. Con cifras preliminares a agosto, los ingresos tributarios registraron una variación interanual de 5.9%, mientras que el gasto se contrajo en 1.0%, lo que resultó en un déficit fiscal de Q2,446.4 millones (equivalente a 0.6% del PIB). En el proyecto de Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el ejercicio fiscal 2013, el MFP estimó que el déficit

fiscal se ubicaría en 2.2% del PIB, con un incremento de los ingresos tributarios de 17.3% y de los gastos de 14.2%. Los departamentos técnicos indicaron que las proyecciones econométricas del ritmo de inflación total (con datos de inflación observados a agosto) se situaron en 4.31% para diciembre de 2012 y en 5.27% para diciembre de 2013, las cuales eran ligeramente inferiores a las del balance de riesgos previo, pero superiores a las del mes anterior. Destacaron que la probabilidad de que la inflación se ubique dentro de la meta en 2012 era bastante alta (el valor proyectado se encuentra alrededor del valor puntual); aunque para 2013 la situación era diferente, dado que para finales de dicho año, el ritmo inflacionario excedería el límite superior del margen de tolerancia de la meta correspondiente. Sobre el particular, se subrayó que el comportamiento reciente de la inflación tuvo efectos, fundamentalmente, en el pronóstico de corto plazo, ya que en un horizonte más largo, ese continuaba por encima de la meta de inflación para 2013, por lo que desde un punto de vista prospectivo ello sugería prudencia en las decisiones de política monetaria que se adoptaran en esa oportunidad, debido a que impactarían en la trayectoria de la inflación no sólo en 2013, sino en un horizonte más largo, en particular, si se tomaba en consideración el componente inercial de la inflación en el país. En todo caso, reiteraron que, si bien los riesgos de inflación en el muy corto plazo parecían estar contenidos, los riesgos en un horizonte más largo persistían. Entre los riesgos destacaron: el alza reciente y pronósticos altos de los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación y la reversión de los factores temporales que disminuyeron el ritmo inflacionario en el presente año, lo cual se reflejaba en la tendencia al alza en la inflación intermensual. En ese sentido, resaltaron la importancia de que la autoridad monetaria continúe realizando esfuerzos para anclar las expectativas de inflación alrededor de la meta de inflación de mediano plazo, situación que de materializarse contribuiría a reducir el componente inercial de la inflación y a moderar los efectos de segunda vuelta. Los departamentos técnicos señalaron que el panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en agosto, habían venido reduciendo sus expectativas de inflación, al ubicar el ritmo inflacionario en 4.79% para diciembre de 2012 (5.32%, en la encuesta de julio), mientras que para diciembre de 2013 en 4.82% (5.43% en la encuesta de julio). El referido resultado, confirmaba que la prudencia y consistencia en las decisiones de política monetaria

contribuye a fortalecer la credibilidad de la autoridad monetaria respecto de su compromiso de procurar una inflación baja y estable. En el caso de las proyecciones econométricas del ritmo inflacionario subyacente, indicaron que para finales de 2012 y de 2013 esas se situaban en 3.96% y 4.75%, en su orden y superaban a las proyectadas en el balance de riesgos anterior y también a las efectuadas el mes previo; situándose en ambos casos dentro de los márgenes de tolerancia establecidos para las metas de inflación de los referidos años. Los departamentos técnicos subrayaron que en agosto de 2012, la inflación subyacente volvió a ser superior a la inflación total, lo cual podría considerarse también como un indicador de la reversión de los factores transitorios que habían venido impactando la inflación a la baja. Con relación al corrimiento mecánico del MMS efectuado en septiembre informaron que ese presentaba una trayectoria de inflación ligeramente más elevada para todo el horizonte del pronóstico, respecto de la presentada en el corrimiento trimestral efectuado en agosto, como consecuencia, principalmente, del aumento en la brecha del producto (debido fundamentalmente al aumento observado y proyectado del crédito bancario al sector privado) y del incremento en los pronósticos de inflación de corto plazo (resultado del aumento observado y proyectado en los precios de los combustibles, así como en los precios internacionales del trigo y del maíz) factores que incidían en los precios de diversos productos de la canasta básica. Para diciembre de 2012 y de 2013, las tasas de inflación podrían situarse en 4.31% y 4.75%, respectivamente, condicionadas a que la tasa de interés líder de política monetaria registrara una trayectoria orientada a restringir moderadamente la postura de la política monetaria con el objeto de que la inflación observada convergiera en 2013 hacia la meta de inflación de largo plazo. Los departamentos técnicos también indicaron que el crédito bancario al sector privado, al 13 de septiembre, continuó creciendo, al registrar una tasa de variación interanual de 16.7% (14.2% en moneda nacional y 22.9% en moneda extranjera). A ese respecto, mencionaron que dicha expansión se encontraba por arriba de la tasa de crecimiento de las captaciones bancarias, cuando lo usual era que el crédito creciera a un ritmo similar al de las captaciones, lo cual era indicador de que la postura de política monetaria continuaba siendo acomodaticia pues mantenía relajadas las condiciones crediticias, aunque esperaban que en lo que resta del año el crédito muestre una desaceleración hasta ubicarse alrededor de la proyección para

finales de 2012 de 14.0 +/- 1 punto porcentual (la cual fue revisada al alza respecto del balance de riesgos anterior). Los departamentos técnicos subrayaron que el índice sintético de las variables indicativas registró un aumento respecto del mes anterior y, si bien continuaba sugiriendo una orientación de política monetaria invariable, se encontraba en un nivel muy cercano a una orientación moderadamente restrictiva.

En resumen, los departamentos técnicos manifestaron que los riesgos a la baja en la actividad económica mundial no habían cedido, en un escenario de alta incertidumbre y de aversión al riesgo. En ese sentido, los riesgos para el país se concentraban en los efectos que pudieran evidenciarse, en orden de importancia, en los Estados Unidos de América, la Zona del Euro y en República Popular China. No obstante, destacaron que hasta el momento dichos riesgos no se habían materializado significativamente en la actividad económica de nuestros principales socios comerciales, ni en la economía interna. Lo que sí era una preocupación creciente era el comportamiento reciente en los precios internacionales de las materias primas que afectan la inflación en Guatemala y de sus respectivos pronósticos, por ser una fuente potencial de presiones inflacionarias, dado su impacto en el IPC y sus consecuentes efectos de segunda vuelta. En el entorno interno, las proyecciones del ritmo inflacionario para 2013 continuaban por encima del límite superior de la meta para dicho año, asociado al incremento en el precio internacional de las materias primas que afectan la inflación interna (principalmente trigo y maíz) y a sus pronósticos de precio promedio que permanecían altos para 2013; el MMS continuaba sugiriendo un incremento en la tasa de interés líder de la política monetaria en los próximos trimestres, como una condición para alcanzar la meta de inflación de mediano plazo; la demanda interna continuaba dinámica, particularmente por el consumo; la evolución del crédito bancario al sector privado mostraba un crecimiento importante y superior al crecimiento de la actividad económica nacional en términos nominales; y el comportamiento reciente de las remesas familiares se encontraba por arriba de lo previsto. Los factores anteriores, enfatizaron los departamentos técnicos, si no existieran los riesgos a la baja en la actividad económica mundial, aconsejarían un aumento de la tasa de interés líder de la política monetaria; no obstante, sugirieron al Comité de Ejecución que recomendara a la Junta Monetaria, en un marco de



prudencia y cautela, que en esa oportunidad mantuviera invariable la tasa de interés líder de la política monetaria en 5.00%.

El Presidente señaló que el Comité deliberó acerca del contenido de las presentaciones de los departamentos técnicos, con el objeto de presentar a la Junta Monetaria un análisis que pudiera ser útil para la decisión relativa al nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria.

En ese sentido, los miembros del Comité discutieron amplia y detenidamente la recomendación de los departamentos técnicos, expresando su opinión con base en un análisis completo de la actual coyuntura externa e interna, con énfasis en el Balance de Riesgos de Inflación. Un miembro del Comité indicó que el consenso de varios organismos internacionales que realizan proyecciones de crecimiento de la economía mundial prácticamente no variaron respecto del que se tenía en el balance de riesgos previo, manteniéndose casi iguales para 2012 y para 2013, lo cual era positivo para el proceso de recuperación global, dado que de alguna manera dichas estimaciones estarían reflejando que, aun cuando persistiera la incertidumbre sobre el desempeño de la actividad económica mundial, en los últimos meses no había variado significativamente la percepción de dichos entes; no obstante, consideraba que existía la probabilidad de que las tasas de crecimiento se pudieran moderar para el año siguiente, sin que ello pudiera alterar, de momento, las previsiones de crecimiento de la actividad económica interna. Mencionó que las recientes medidas de estímulo monetario anunciadas por la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón, impactaron positivamente en los mercados financieros internacionales, lo cual se evidenciaba en la menor volatilidad que observaron los principales índices accionarios; sin embargo, los mercados continuaban manteniendo un elevado nivel de prudencia, debido a la prevalencia de amplios márgenes de incertidumbre sobre el escenario fiscal estadounidense, dada la falta de un consenso político respecto a las medidas para una consolidación fiscal en el mediano y largo plazos. Asimismo, indicó que algunos de los indicadores de la actividad económica en los Estados Unidos de América todavía mostraban comportamientos mixtos, dado que el crecimiento del empleo se había ralentizado, reflejándose en tasas de desempleo que aunque disminuyeron respecto de 2011, aún eran altas; aunado a ello, no se vislumbraba que el aumento en el ingreso personal pudiera traducirse en un incremento en el gasto de

los consumidores. En ese sentido, indicó que había que estar atentos al impacto que las medidas recientemente anunciadas tuvieran en el apetito por riesgo y en el precio tanto de los activos financieros como de los *commodities*. Por ello, consideró que se puede enviar un mensaje claro a los agentes económicos acerca del compromiso de la autoridad monetaria con la meta de inflación de mediano plazo, por lo que por prudencia sugería ir en la dirección recomendada por los departamentos técnicos de mantener invariable la tasa de interés líder de la política monetaria en 5.00%.

Otro miembro del Comité manifestó que seguían prevaleciendo los riesgos a la baja para el desempeño económico mundial, los cuales estaban concentrados en los Estados Unidos de América, la Zona del Euro y, en menor medida, en la República Popular China. En el caso de los Estados Unidos de América, aunque la economía evidenciaba una recuperación en 2012 respecto del año anterior, lo había hecho a un ritmo moderado, lo cual implicaba una limitada recuperación en la confianza tanto del consumidor como del productor y, por ende, del gasto del consumidor y del empleo. Mencionó que la nueva ronda de estímulos monetarios acordada recientemente por la Reserva Federal, busca reducir en parte las referidas restricciones, ante lo cual los mercados habían reaccionado positivamente. No obstante, prevalecía alguna incertidumbre respecto de la ocurrencia del llamado “precipicio fiscal” (*fiscal cliff*), aunque algunos expertos internacionales habían descartado dicha posibilidad. En cuanto a la Zona del Euro, aun cuando la situación pareciera haberse calmado, todavía persistían tensiones en el sistema financiero e incertidumbre respecto de la solución de la crisis de deuda soberana. En ese sentido, las recientes medidas adoptadas por el Banco Central Europeo (compras ilimitadas de bonos soberanos) fueron bien recibidas por los mercados, aunque varios expertos manifestaron cierta inquietud respecto a la aplicación de la condicionalidad que se estaría imponiendo a los países. En el caso de la República Popular China, parecía haber consenso que la desaceleración de su economía no sería significativamente mayor a la prevista, por lo que la preocupación era menor. Subrayó que algunos entes como el FMI manifestaron que las medidas de estímulo monetario y fiscal adoptadas por República Popular China, mejoraron sus expectativas de crecimiento económico para los próximos trimestres y, aunque persistían riesgos a la baja, dicho país aún tenían suficiente espacio monetario y fiscal para adoptar medidas de naturaleza anticíclica. En cuanto al entorno interno, indicó

que aunque la demanda externa se desaceleró más de lo previsto, la demanda interna permanecía robusta, lo cual se reflejaba en el comportamiento dinámico del IMAE, de la recaudación tributaria y en el impacto positivo que tendría sobre el consumo privado el mayor dinamismo de las remesas familiares y del crédito bancario al sector privado. En ese sentido, el menor dinamismo de la demanda externa, estaría siendo compensado por un impulso vía demanda interna. En cuanto a la inflación, el comportamiento en la variación intermensual ya mostraba un punto de inflexión que estaría anticipando que, en los meses subsiguientes, las variaciones no sólo iban a ser positivas, sino con valores que podrían acercarse a niveles muy similares a los históricos, situación que enfatizaba la previsión que, a partir de septiembre, el ritmo inflacionario empezara a mostrar una tendencia al alza, que si bien no implicaría estar fuera de la meta para 2012, sugería la necesidad de actuar de manera prospectiva para evitar riesgos en 2013. Considerando lo anterior, manifestó su apoyo a la recomendación de los departamentos técnicos de mantener el nivel de la tasa de interés de política monetaria en 5.00%, con el propósito de ayudar a afianzar la credibilidad de la política monetaria, permitiendo que las expectativas de inflación, que ya era cercanas a la meta de mediano plazo, pudieran mantenerse así y ojalá contribuyera a contrarrestar en parte un entorno donde las noticias en los medios de comunicación daban cuenta, con alarma, de aumentos en los precios internos, principalmente de los alimentos y los combustibles.

Un miembro del Comité subrayó, que en el orden interno, el aumento del crédito bancario al sector privado era superior al congruente con el crecimiento estimado de la actividad económica y del ritmo inflacionario. Resaltó que aunque ese no alcanzara niveles como los que se observaron en los años de fuerte expansión (2006-2008), su comportamiento era bastante dinámico. Ello hacía necesario prestarle especial atención a ese aspecto considerando que, si bien en el muy corto plazo no representaba una fuente significativa de presiones inflacionarias, sí podría incidir en la calidad de la cartera crediticia, tomando en cuenta que dado el monto de recursos líquidos disponibles, podría resultar en una mayor aceleración del crédito al sector privado, dada la demanda existente; y que de materializarse podría implicar el resurgimiento de riesgos inflacionarios en un horizonte temporal más amplio. Asimismo, indicó que la utilización en 2012 de las líneas de crédito que los bancos

locales tenían contratadas con bancos del exterior, permitió financiar la expansión del crédito en moneda extranjera, en un ambiente de bajas tasas de interés externas. En ese sentido, mencionó que el Banco Central tenía que continuar con la consolidación de sus medidas de política monetaria y, ahora que las expectativas de inflación parecían estar contenidas, podría contribuir a fortalecer la credibilidad de los agentes económicos sobre el compromiso de la autoridad monetaria por mantener una inflación baja y estable. Por ello, indicó que la mejor postura en ese momento era la cautela, por lo que consideraba que mantener el nivel de la tasa de interés líder en esa oportunidad era una recomendación prudente a la Junta Monetaria, por lo cual estaba de acuerdo en acompañar la recomendación de los departamentos técnicos.

Otro miembro del Comité destacó su preocupación por la evolución del crédito bancario al sector privado, dado que de acuerdo con las estimaciones de crecimiento de esa variable para finales de 2012, el peso relativo del crédito total al sector privado respecto del PIB estaría representando alrededor del 31.0%, enfatizando que dicha proporción era superior incluso a las registradas en 2006 y en 2007, años en los cuales el crédito mostró tasas de crecimiento muy dinámicas. En ese sentido, lo deseable era que el crédito evolucione a un ritmo similar al crecimiento de las captaciones, pero que también crezca a un ritmo similar a la tasa de crecimiento del PIB nominal. Indicó que, con información de los departamentos técnicos, al comparar el crecimiento acumulado del PIB nominal durante el periodo de 2006 a 2012 con el crecimiento del crédito al sector privado, se evidenciaba que durante dichos años el crédito al sector privado creció en una proporción mayor que la actividad económica; es decir, se observaba que el crédito ha crecido más que el producto nominal. Asimismo, al observar la composición del total de activos del sistema bancario, se mostraba que el crédito al sector privado representaba el mayor porcentaje del total de activos de los bancos, lo cual reiteraba la expansión que se había venido observando en esa variable, en adición la evolución de las tasas de interés, sin excepción, mostraban una tendencia hacia la baja, por lo que era claro que no existían condiciones de restricción monetaria, es decir, la política monetaria estaba favoreciendo la expansión del crédito y ello se confirmaba además en la velocidad que a ese momento llevaba dicho indicador. En ese contexto, indicó que en ese momento era mejor actuar con prudencia por lo que acompañaba la recomendación de los departamentos técnicos y sugerir a la Junta

Monetaria que en esa oportunidad mantuviera invariable la tasa de interés líder de la política monetaria en 5.00%; sin embargo, recomendó poner atención a la evolución futura del crédito y de la inflación, para sugerir medidas consistentes con el objetivo de mediano plazo de mantener no solo una inflación baja, sino procurar que las expectativas de inflación se encuentren ancladas, para evitar el efecto inercial de la inflación.

Un miembro del Comité se refirió al anuncio de la Reserva Federal de mantener la tasa de interés objetivo de fondos federales en un rango entre 0.00% y 0.25% hasta mediados de 2015, enfatizando que en su opinión esa era una medida sin precedentes que buscaba, entre otros aspectos, incentivar la inversión para mantener el ritmo de recuperación en los Estados Unidos de América. Dicha medida se adicionaba a una nueva ronda de estímulos monetarios, la cual no tenía una vigencia determinada, ni un monto fijo de adquisición de títulos de agencias respaldados por hipotecas; sino que al contrario, fijaba un monto mensual de adquisición de activos sin especificar un plazo de compra y de duración como en ocasiones anteriores. Indicó que lo importante y novedoso de dicha decisión, es que hubo un cambio de estrategia importante en esa última decisión adoptada por la Reserva Federal, en el sentido de conceder una importancia relevante al tema de comunicación que al tema propiamente cuantitativo. En ocasiones anteriores, cuando la Reserva Federal había estipulado un plazo fijo o especificado un monto total, lo que se había observado era que la reacción de los mercados era muy positiva cuando se anunciaba y se implementaba la medida, pero cuando esa empezaba a llegar a su vencimiento, aumentaba la incertidumbre sobre la continuidad de la medida. De manera que en esa ocasión, si bien la medida podría ser relativamente modesta en términos de monto, como había sido expresado por algunos analistas internacionales, lo relevante era que en términos de comunicación podría ser más ventajosa, dado que el mensaje para los mercados al indicar que la medida iba a continuar hasta que la situación económica hubiera evolucionado de manera satisfactoria, es que podría tener un efecto positivo más perdurable en las expectativas de desempeño económico. Por otra parte, indicó que si bien existían riesgos sustanciales respecto de la situación financiera y fiscal de algunos países de la Zona del Euro, respecto de los ajustes fiscales efectuados en los Estados Unidos de América, el escenario base continuaba indicando que la economía estadounidense, la

más relevante para la economía nacional, crecería en 2012 y en 2013 a tasas cercanas al 2% anual, por lo cual no se esperaba que la demanda externa de la economía guatemalteca sufriera caídas sustanciales. En ese contexto, señaló que en su opinión parecería no haber espacios para reducir la tasa de interés líder de política monetaria, pues no era el caso que los pronósticos y las expectativas de inflación estuvieran claramente por debajo de la metas de inflación de mediano plazo y tampoco era el caso que se considerara la tendencia de claras presiones desinflacionarias de demanda agregada; por consiguiente, consideró oportuno apoyar la recomendación de mantener invariable la tasa de interés líder de política monetaria, enfatizando que era la decisión más prudente en ese momento.

El Presidente indicó que el Comité, al realizar un análisis completo y prospectivo de la inflación y luego de la amplia discusión, análisis y reflexiones, por unanimidad dispuso recomendar a la Junta Monetaria que, en esa oportunidad, se mantuviera invariable la tasa de interés líder de la política monetaria en 5.00%.

2. Con base en la exposición del análisis del Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, los pronósticos de inflación generados por el corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) correspondiente a septiembre de 2012 y 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 manifestó su acuerdo con la sugerencia del Comité de Ejecución de mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder; sin embargo, le preocupaba que en el futuro pudiera darse una posible contracción de la oferta a nivel internacional. Mencionó que en la Zona de Euro ocurrieron eventos importantes y que la situación en España se había vuelto más preocupante ante esa contracción de oferta, por lo que habrían posibilidades de que a nivel internacional los precios empezaran a bajar y conociendo que en Guatemala el ajuste entre la tasa de interés líder de la política monetaria y las distintas variables macroeconómicas presentaban un rezago de entre 6 y 8 meses, se debía mantener la expectativa respecto de bajar la tasa de interés líder en futuras oportunidades.

Otro miembro de la Junta recordó que en años anteriores la inflación era de dos dígitos por lo que una parte era inercial; es decir, había agentes económicos que por dicho motivo incrementaban los precios; sin embargo, era importante romper esa situación y la mejor manera de hacerlo era utilizar metas de inflación con horizontes más largos; en ese sentido, felicitó al Banco de Guatemala por mantener un compromiso más allá de 2013, porque eso generaba confianza en los inversionistas. Manifestó su acuerdo con la recomendación del Comité de Ejecución de mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria.

Otro miembro de la Junta señaló que coincidía con que se debía actuar en la línea recomendada por el Comité de Ejecución, pero le preocupaba que desde la última ocasión que se revisó la tasa de interés líder, los escenarios cambiaron ligeramente hacia una disminución de la actividad económica mundial, lo cual podría generar presiones desinflacionarias. Señaló que pensar sobre escenarios de inflaciones de mediano plazo menores, le parecía prematuro ya que habría que esperar qué sucedería en la Zona del Euro, en los Estados Unidos de América y en la economía mundial. Indicó además que dentro del presupuesto del Estado para 2013 el Ministerio de Finanzas Públicas estimaba un incremento en los ingresos tributarios de 17.3%, el cual le parecía alto dadas las perspectivas de crecimiento económico del país.

Por su parte, un miembro de la Junta manifestó que en ese momento lo prudente era aceptar la recomendación del Comité de Ejecución de mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder; sin embargo, no se debían ignorar las señales que se estaban dando, en el sentido de que podría haber un repunte en la inflación, porque eso implicaría un riesgo hacia el futuro y mientras más se difiriera la decisión la aumentar la tasa de interés líder podría ser más precipitada y pronunciada.

Otro miembro de la Junta señaló que el MMS visualizaba presiones inflacionarias y tanto el FMI como *Consensus Forecast* anticipaban presiones inflacionarias, mientras que en Guatemala, las expectativas de inflación a un año apuntaban a adoptar algunas medidas por el rezago de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Otro miembro de la Junta manifestó su acuerdo con la recomendación de mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder. Comentó que escuchó a dos

analistas de bancos internacionales que coincidían que el crecimiento de los Estados Unidos de América era más robusto del que se creía; indicó que derivado del proceso eleccionario norteamericano, los meses por venir serían de mucha crítica entre los candidatos, por lo que sería hasta diciembre cuando habría acuerdo sobre temas fundamentales (presupuesto y deuda). Además, expresó que le impactó que ambos analistas tenían una visión positiva de Guatemala por su crecimiento económico, baja inflación, deuda moderada e indicadores económicos.

3. Luego de haberse expuesto los argumentos para determinar el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, la Junta Monetaria decidió, por unanimidad, mantener el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 5.00%. 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 EN 5.00% EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA

La Junta Monetaria, en su sesión celebrada hoy, decidió mantener en 5.00% el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, con base en el análisis integral de la coyuntura interna y externa, luego de haber conocido el Balance de Riesgos de Inflación, así como los resultados del corrimiento mecánico de septiembre del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) y la orientación de las variables indicativas de política monetaria.

En su decisión, la Junta Monetaria tomó en consideración que en la coyuntura económica internacional persiste la incertidumbre y el incremento en la aversión al riesgo, principalmente en la Zona del Euro y, en menor medida, en los Estados Unidos de América. Sin embargo, los mercados financieros internacionales han registrado un comportamiento positivo debido, entre otros factores, a la implementación de nuevas medidas de estímulo monetario por parte de las principales economías avanzadas, mientras que ha habido un aumento de los precios internacionales de las principales materias primas (petróleo, maíz y trigo).

A nivel interno, la Junta Monetaria evaluó que si bien los riesgos de inflación en el muy corto plazo están contenidos, lo que anticipa el cumplimiento de la meta de inflación para 2012, los retos en un horizonte más largo persisten. Asimismo, destacó que aunque la demanda externa se ha desacelerado más de lo previsto, la demanda interna permanece robusta, lo cual se refleja en el comportamiento del Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), de la recaudación tributaria, de las remesas familiares y del crédito bancario al sector privado.

La Junta Monetaria, al hacer un balance del escenario internacional y tomando en consideración que en el escenario interno las variables relevantes mantienen un comportamiento dinámico, consideró prudente mantener el nivel actual de la tasa de interés líder, lo cual contribuiría a afianzar las expectativas de inflación.

La Junta Monetaria manifestó que continuará dando seguimiento al comportamiento de los pronósticos y expectativas de inflación y a los principales indicadores económicos, tanto internos como externos, en particular de aquéllos que generan incertidumbre, a fin de que, si se materializan algunos de los riesgos previstos en esta ocasión, se adopten las acciones oportunas que eviten que la trayectoria de la inflación se aleje de la meta de inflación de mediano plazo.

Guatemala, 26 de septiembre de 2012

*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.banquat.gob.gt](http://www.banquat.gob.gt)).*