

# **BANCO DE GUATEMALA**



**RESUMEN CIRCUNSTANCIADO DE LO ACTUADO POR LA JUNTA  
MONETARIA CON MOTIVO DE LA EVALUACIÓN Y REVISIÓN DE LA  
POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2012**

**Guatemala, enero de 2013**

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

En cumplimiento de lo dispuesto en el artículo citado, a continuación se presenta el resumen de lo actuado por la Junta Monetaria, con motivo de la Evaluación y Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2012, contenida en resoluciones JM-136-2012 del 19 de diciembre de 2012 y JM-139-2012 del 26 de diciembre de 2012.

## **I. EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA A NOVIEMBRE DE 2012**

A. En oficio del 17 de diciembre de 2012, el Presidente del Banco de Guatemala sometió a consideración de los señores miembros de la Junta Monetaria el documento “Evaluación y Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2012”, elaborado por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, con el propósito de que, conforme se establece en los artículos 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala y 26 inciso a) de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, se procediera a evaluar la referida política.

B. En sesión número 48-2012, celebrada por la Junta Monetaria el 19 de diciembre de 2012, la autoridad monetaria conoció el referido documento. En la misma, el Gerente Económico del Banco de Guatemala presentó los principales aspectos analíticos y evaluativos de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2012.

C. Derivado de la exposición del Gerente Económico, los miembros de la Junta Monetaria consideraron pertinente analizar y discutir ampliamente lo relativo a los fundamentos, las tendencias y los aspectos relevantes contenidos en el referido informe, a

efecto de identificar los principales eventos y resultados que incidieron en la conducción de la política monetaria, cambiaria y crediticia en 2012.

En ese contexto, un miembro de la Junta expresó que, por las implicaciones que conlleva, era conveniente que el programa monetario se presentara en forma trimestralizada. Comentó que en su opinión no existe suficiente coordinación entre el Banco de Guatemala y el Ministerio de Finanzas Públicas (MFP), ya que el Banco Central únicamente es tomador de decisiones de la política fiscal. Un aspecto era que se enteraran de lo que está haciendo el MFP en materia fiscal y otro es que hubiera una verdadera coordinación, particularmente porque como se explicó, en 2013 se prevé un déficit fiscal superior al de 2012, lo cual hacía necesario tener una comunicación más estrecha, más allá de los números que se estén observando. Además, recordó que en otros años, cuando se aprobaba anualmente la política monetaria, cambiaria y crediticia, se hacían por lo menos dos escenarios, uno activo y otro pasivo, porque siempre había alguna incertidumbre respecto a algunas decisiones del Gobierno Central y en esta oportunidad fue diferente, a pesar que la incertidumbre siempre existe, porque originalmente en el proyecto de presupuesto para 2013 se previó un déficit fiscal de 2.2% del PIB y al final se espera de 2.5% del PIB. Adicionalmente, comentó que surgían dos temas que están sobre la mesa y que eran de conocimiento de la Junta Monetaria y no se podrían soslayar como un escenario muy probable. El primero era que se cumpliera con el artículo de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala relativo a la restitución de las pérdidas operacionales del Banco Central, eso era indispensable y lo más probable era que dicho monto representara alrededor de un tercio del 1% del PIB, lo que incrementaría el referido déficit de 2.5% del PIB a 2.8% del PIB; y el segundo era el tema que se ha discutido ampliamente en esta Junta, en un ambiente de incertidumbre, como lo era el pago de la deuda flotante. Mencionó que se realizó una auditoría que nunca funcionó y que ahora los ministros responsables y un director de un fondo social expresaron que el monto es alrededor de Q700.0 millones y Q3,500.0 millones, respectivamente, lo que representa, por lo menos, 1.0% más de déficit fiscal respecto del PIB. Comentó que la ley se estaba incumpliendo, aun cuando habían restituido las pérdidas, porque la ley no dice que la tasa de interés es la que determine el MFP; la ley específica con claridad, que es la tasa de mercado, por lo que, era importante

que se informara a esta Junta, la forma de determinación de dicha tasa. También comentó que en varias oportunidades, cuando se determinaba la política monetaria, cambiaria y crediticia siempre surgía el tema de la efectividad de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, porque estimaba que no se ha avanzado en ese tema, por lo que expresó que en 2013, el anteproyecto de la Ley del Mercado de Valores lo analizaría la Junta Monetaria, porque era un instrumento importante para desarrollar el mercado secundario de valores. Además, indicó que sería conveniente conocer cuál era el nivel de bancarización y de los mecanismos alternos de transferencia electrónica de fondos, específicamente, las redes de celulares, que recibían remesas fuera del sistema bancario, influyendo directamente en el sistema de pagos y que podría generar riesgos, particularmente, en el manejo de la política monetaria.

Otro miembro de la Junta expresó que habría que añadir una resolución sobre la no restitución del patrimonio del Banco Central, mediante la deficiencia neta y la gran preocupación que existía, en el sentido de que no había comunicación entre el MFP y el Gabinete Económico. Comentó que los demás temas eran interesantes, además de académicos, pero el de fondo era el que estaba relacionado con la solvencia y patrimonio del Banco Central, sus implicaciones sobre la credibilidad del Banco de Guatemala y los posibles reparos que harían los auditores externos, lo cual podría tener implicaciones serias en la calificación país. Expresó que no creía que hubiera un miembro de la Junta Monetaria que realmente no estuviera preocupado por las implicaciones de ese tema, por lo que creía que se debía profundizar y discutir para llegar a una recomendación.

Un miembro de la Junta expresó que la resolución JM-171-2011 que contiene la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia con vigencia indefinida, que fue incluida como anexo en el documento de mérito, continuaría con las modificaciones que se le realicen y que fueren aprobados por la Junta Monetaria con ocasión de la revisión que se estaba realizando, de tal manera que no habría un proyecto de resolución de política monetaria porque la que está vigente seguiría con los ajustes que se aprobarán en esta oportunidad.

Otro miembro de la Junta expresó que el anteproyecto de la Ley del Mercado de Valores se encontraba en la fase de revisión y en la primera semana de enero se estaría dando a conocer a los sujetos pasivos del mercado bursátil para su socialización y, además,

se estaría colocando en la página Web del Banco de Guatemala. Posteriormente, a finales de febrero se enviaría a la Junta Monetaria para que en marzo, por conducto del Ministerio de Economía, el señor Presidente de la República la presente como iniciativa de ley al Congreso de la República. Con respecto al tema de otros mecanismos alternativos de pago que se están utilizando por medio de teléfonos celulares, expresó que de ello la Junta Monetaria había aprobado un reglamento que estipula que cualquiera de esas empresas que quisieran realizar ese tipo de operaciones de depósito tendrían que hacerlo por intermedio de una institución bancaria.

Un miembro de la Junta señaló, en relación con las pérdidas operacionales del Banco de Guatemala, que algunos medios de comunicación daban a entender que las referidas pérdidas eran responsabilidad del Banco de Guatemala y que de ello se beneficiaban los bancos privados. Sin embargo, el Gerente Económico explicó claramente su origen, por lo que expresó que sería conveniente elaborar un documento sobre el particular. Comentó que le llamó la atención el tema de las operaciones de reporto que se manejan fuera de la Bolsa de Valores y mencionó que de las que se realizan en bolsa, el costo era insignificante y tenían la ventaja de la seguridad en las operaciones que se realizan.

Otro miembro de la Junta expresó, con relación al tema de la coordinación entre el Banco de Guatemala y el MFP, que la Junta Monetaria emitió una resolución y que el Ministerio de Finanzas Públicas debía de realizar un Acuerdo Gubernativo en el que expresara que había un compromiso institucional. Sin embargo, dicho Ministerio no emitió el referido acuerdo. Además, expresó que sí se realizaban las sesiones semanales y al más alto nivel, pero lamentablemente el Banco de Guatemala no tiene el poder coercitivo para instruir al Ministerio de Finanzas Públicas para que elabore el referido acuerdo.

Un miembro de la Junta expresó que le preocupaba la eficacia del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) en virtud de que los pronósticos de inflación se desviaron considerablemente y obviamente, cuando se revisaba el nivel de la tasa de interés líder, los miembros de la Junta tomaban en cuenta los pronósticos del modelo para adoptar decisiones y mencionó que, si se hubiera procedido de esa forma durante 2012, seguramente se estaría con una tasa de interés líder de alrededor de 6.5% y a lo mejor, con

una tasa de inflación negativa, por lo que sugirió que se elaborara un escenario, con el supuesto de qué habría sucedido si se hubiera seguido con las recomendaciones del referido modelo. Además, expresó que tenía dos inquietudes, la primera era como se definía el nivel óptimo de inflación para el país, si era 3% por qué no 1% o 5%; y recordó la recomendación del doctor Sebastián Edwards, relativa a que en el mediano plazo la tasa de inflación debería ser 3%; y la segunda inquietud estaba relacionada con cuál debería ser el nivel de encaje adecuado para el país.

Otro miembro de la Junta reiteró que la política monetaria, cambiaria y crediticia no tenía vigencia específica, sino que era indefinida, por lo que la Junta Monetaria podría hacer los ajustes que se estimaran convenientes en una próxima sesión. Sobre el tema de los pronósticos del MMS, expresó que no le llamaría fallos en los pronósticos, porque si así fuera todos los bancos centrales, los organismos internacionales y los expertos económicos hubieran fallado también, porque los pronósticos se elaboraban con base en la información que se tenía en el momento de proyectar y de modelar y en el transcurso del año se iba incorporando la información más actualizada que se tuviera y por ende, se ajustaban los pronósticos. Comentó que el mismo Fondo Monetario Internacional revisaba el crecimiento económico mundial y la demanda agregada mundial, por lo que realizaba los ajustes correspondientes, de igual forma lo hacía la Reserva Federal de los Estados Unidos y con esa base se elaboraban los pronósticos. En cuanto al nivel de inflación óptimo, el doctor Edwards explicó en su documento que si el país quisiera mantener algunos niveles de competitividad, el nivel de inflación debería estar alrededor de la inflación de nuestros socios comerciales, de lo contrario se tendría disparidad y esos son los parámetros que incluso él planteaba y son parámetros que no son nuevos, los utilizan muchos países que han avanzado en términos de política monetaria y para el Banco Central ese era un parámetro que se tomaba, como es llegar a registrar el nivel de inflación de los socios comerciales, porque permitiría aumentar el nivel de competitividad y que, claro, subyacen otros elementos como invertir en infraestructura y seguridad, entre otros.

Otro miembro de la Junta comentó que en el tema del tipo de cambio real de equilibrio le parecía acertado que se estuvieran evaluando otros modelos que se incorporarán y que se tratara de ajustar el desalineamiento, el cual no era significativo.

Agregó que era preocupante el nivel de déficit fiscal para 2013, ya que se estaba previendo 2.5% del PIB, con una recaudación tributaria de 1% del PIB por arriba de lo que fue en 2012 (10.8% de recaudación respecto del PIB) y ahora se tendría 11.8% del PIB, pero el déficit aumentaría a 2.5% del PIB y con probabilidades de aumentar.

Un miembro de la Junta señaló que la inflación mientras más baja fuera apoyaba la competitividad del país y como Banco Central no se debía analizar ningún otro indicador para mantener la competitividad y señaló que en el futuro era conveniente que se contara con un nivel de inflación por debajo de la meta fijada por la Autoridad Monetaria, porque a pesar de que la inflación estuvo por debajo de la meta siempre hubo estabilidad macroeconómica. Además, consideraba que 2012 fue un año positivo para el país, ya que el Banco de Guatemala cumplió a cabalidad con su objetivo y por esa razón se debía de estar muy satisfechos. Agregó, respecto del tema de las pérdidas operacionales, que se debería cambiar de estrategia, en el sentido de realizar una campaña divulgativa del déficit fiscal y sus implicaciones. Sobre el tema de la banca móvil, expresó que tenía duda de quién supervisaba a las compañías telefónicas porque las mismas estaban fuera del ámbito de la Superintendencia de Bancos (SIB).

Al respecto, otro miembro de la Junta expresó que existía la Superintendencia de Telecomunicaciones que supervisaba ese tipo de entidades, y que, en términos de investigaciones del delito de intermediación financiera había una unidad especial en la SIB que de detectar alguna situación, ya sea por denuncia de alguien que pudo haber ahorrado en una institución no supervisada y que posteriormente no se le honró, en ese caso la SIB tendría que investigar por el lado del delito de intermediación financiera. Sobre el comentario de la tasa de interés de mercado, expresó que se tienen conceptos diferentes, el Banco de Guatemala maneja tasa de interés de mercado que es la de los Bonos del Tesoro, es decir la tasa de interés que paga el MFP cuando coloca los Bonos del Tesoro al público, mientras que el Ministerio de Finanzas Públicas manejaba que la tasa de interés de mercado era la tasa de interés de las operaciones pasivas del sistema bancario, es decir que se utilizan dos conceptos de tasas de interés de mercado.

Un miembro de la Junta señaló que el tema de los costos operativos del Banco de Guatemala estaba contenido el documento presentado por los departamentos técnicos.

Comentó que se debía diferenciar entre el costo de la política monetaria y las deficiencias netas del Banco Central. Expresó que cualquier banco central siempre tendrá costos de política y que la deficiencia neta era otro tema y expresó que se debía tener cuidado con el manejo de algunos conceptos, porque todo funcionaba de manera integral. Sobre la coordinación entre el MFP y el Banco de Guatemala, expresó que el doctor Edwards describe en su documento que es conveniente fortalecer la coordinación y para ello se requiere que también el MFP tenga un cuerpo técnico, para que elabore sus propios modelos macroeconómicos y de esa forma se lograría una mayor efectividad en las discusiones y por eso era que estaba planteado que se necesita fortalecer también los cuerpos técnicos a nivel del Estado. Comentó que tanto la política fiscal como la política monetaria tienen instrumentos bien definidos. El déficit fiscal no siempre era perjudicial, ya que podría ser un instrumento de política, pero lo que si suele ser nocivo era el déficit primario porque evidencia que se estarían financiando actividades con deuda, en virtud que no alcanzarían los ingresos fiscales y ahí era donde se debía ser cuidadoso. Agregó, que las consecuencias del déficit fiscal era otro tema y esa situación era que la estaba sucediendo en Europa.

Otro miembro de la Junta expresó que el tema de fondo no eran sutilezas, ya que en esta oportunidad habría una pérdida de alrededor 20.0% del patrimonio. Consideró que si fuera una de las autoridades del Banco Central estaría preocupadísimo de que si mi patrimonio se reduciría en dicho porcentaje y no veía en ellas esa preocupación que los demás miembros de la Junta expresaban.

Un miembro de la Junta expresó que la primera opción fue agotar las instancias administrativas; en ese caso se enviaron los oficios al MFP y al Congreso de la República. Comentó que se trató de propiciar una reunión con el gabinete económico, pero lamentablemente no se pudo realizar, por lo que solicitó a un miembro de la Junta la factibilidad de concertar otra reunión. Además, mencionó que en enero de 2013 se tenía previsto realizar una reunión con la Junta Directiva del Congreso de la República y la última instancia era interponer acciones legales que era el camino que la Junta Monetaria había definido en su oportunidad.



Otro miembro de la Junta expresó que compartía la preocupación de otros miembros de la Junta respecto a las pérdidas operativas del Banco de Guatemala, ya que prácticamente se estaba hablando de un banco que estaría en una situación totalmente en quiebra, entonces a pesar de que era un banco central, sí era una situación delicadísima y también compartía la sugerencia de hacer una campaña divulgativa sobre el particular. Expresó que no obstante se había presentado un anexo en el documento, se debería elaborar otro anexo que fuera de más fácil comprensión.

Otro miembro de la Junta expresó que antes de 2000, el Banco de Guatemala prácticamente tenía capital negativo, posteriormente con la entrada en vigencia de la nueva Ley Orgánica del Banco de Guatemala se reconoció esa deuda, incluso en el balance general está registrado como una cuenta por cobrar y es aceptable por los auditores externos y así se reconoce y eso ha valido para que no se haya incluido una salvedad en el informe de los auditores externos, pero sí una nota a los estados financieros, que es lo que ha venido sucediendo. Antes de 2000, sí se generaba ese problema: un banco central con capital negativo. Acotó que la nueva ley ha permitido solventar esa situación.

Sobre ese mismo tema, un miembro de la Junta expresó que la primera discusión se dio en 1982, año en el cual empezó a registrar pérdidas el Banco de Guatemala y hubo una controversia, desde el punto de vista contable, entre los técnicos del Banco de Guatemala y los de la Superintendencia de Bancos, ya que el ente fiscalizador consideraba que el patrimonio del Banco de Guatemala se estaba erosionando, pero la Junta Monetaria le dio una connotación económica, por lo que se decidió por capitalizar las pérdidas. La Superintendencia de Bancos estimaba que se redujera el patrimonio para que se evidenciara el problema, pero la decisión de la Junta fue que un Banco Central no podía quebrar. Expresó que sería conveniente que se revisara y trajera a la Junta el estudio que, en su oportunidad elaboró la Superintendencia de Bancos.

Otro miembro de la Junta expresó que el tema de las pérdidas operativas de los bancos centrales y las deficiencias fue un tema que estuvo de moda precisamente a finales de los ochenta, porque muchos bancos centrales comenzaron a tener ese mismo problema y la solución que se encontró para todos ellos fueron varias, una fue eliminar las fuentes que originaban las pérdidas, dándole claridad al objetivo del Banco Central, es decir

prohibiendo dar créditos o avales al Estado, medida que casi fue generalizada en la mayor parte de América Latina. Además, modificaron la conformación de las Juntas de Gobierno de los bancos centrales, porque eso era el verdadero origen de todas esas pérdidas, por lo que se hicieron esfuerzos para darle mayor independencia a la Banca Central. Señaló que en Guatemala se hizo un intento pero no fue aprobado cuando se hizo el referéndum de la Constitución. Comentó que los bancos centrales, a diferencia de las instituciones bancarias privadas, sí habían trabajado con pérdidas, pero que era fundamental recapitalizar a los bancos centrales y no era tanto un tema de patrimonio, porque al final tienen el respaldo del Estado, pero sí mermaba su credibilidad al realizar la política monetaria. Mencionó que el Banco Central realiza su política monetaria por delegación del Estado y por ese motivo se considera necesaria la capitalización. Mencionó que el tema del reconocimiento de las deficiencias netas deviene de la necesidad de encontrar flujos que permitan reducir las deficiencias netas futuras y ahí es donde se tiene total preocupación de que se perdiera algo que se había ganado y que era darle certeza jurídica a una obligación, en tanto se dieran deficiencias netas. Expresó que las deficiencias netas desaparecieron cuando por razones también extraordinarias, hubo excelentes rendimientos de las reservas monetarias internacionales en 2008 y 2009, mientras que en los dos años siguientes ese superávit absorbió parte de las deficiencias futuras y reiteró que el tema sí le preocupa enormemente e inquieta también que, desde la perspectiva legal, la certeza jurídica que el Banco Central diera a los agentes económicos. Asimismo, le preocupaba la perspectiva de cómo verían dicha situación los inversionistas del exterior y por esos motivos creía que la práctica de reconocer la deficiencia neta era fundamental y estaba sirviendo de pilar para el Banco Central cuando realizaba las presentaciones de país, porque estaba explícito ese reconocimiento que se estaba dando. Además, expresó que el tema del bono para cubrir las deficiencias netas anteriores a la vigencia de la nueva ley orgánica no se ha cumplido y los organismos internacionales siempre mencionan ese tema y ahí se tenía una dificultad, pero más por la credibilidad y confianza que se le había dado a la institución, la emisión de dicho bono por alrededor de Q17,000.0 millones, porque le permitiría mostrar al Banco Central una posición patrimonial favorable, ese es un tema que efectivamente tiene implicaciones legales. Comentó que se debía meditar la forma en que se procedería, el plan

que adoptó Junta Monetaria era un camino, pero era necesario señalar que el estudio que se hizo en su oportunidad, fue el que determinó dicho monto y este ha sido trasladado todos los años, porque originalmente se envió al Congreso de la República, el expediente se perdió, se repuso en 2004, se desconoce la situación del expediente y año con año el Gerente del Banco Central se dirige al MFP solicitándole que inicie los trámites sobre ese tema o inicie de nuevo en el Congreso de la República para que se reconozca dicho monto y, agrego, que ha sido un gran esfuerzo y agradecería a los miembros de la Junta que se involucraran en ese tema haciéndolo del conocimiento público, porque en realidad era un tema de sociedad. Expresó que las autoridades del Banco Central han realizado todo lo que ha estado a su alcance y asistieron al Congreso de la República a explicar estos temas, pero lamentablemente no han tenido el éxito deseado, por ello es necesario, como es un tema de sociedad, cambiar la estrategia.

Luego de haberse expuesto y discutido los argumentos y observaciones respecto del contenido de la Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Noviembre de 2012, la Junta Monetaria dio por evaluado el contenido de la misma.

## **II. REVISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA**

A. En sesión número 49-2011 celebrada por la Junta Monetaria el 26 de diciembre de 2012, la autoridad monetaria continuó discutiendo el documento “Evaluación y Revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia”, elaborado por los departamentos técnicos. En la referida sesión, el Gerente Económico del Banco de Guatemala hizo la presentación de los principales aspectos relativos a la revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, así como de otros temas que fueron requeridos por Junta Monetaria en la sesión anterior.

B. Derivado de la exposición del Gerente Económico y de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, los miembros de la Junta Monetaria consideraron pertinente analizar y discutir la revisión de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, a efecto de generar los elementos de juicio que permitieran la elaboración de la resolución que daría

lugar a las modificaciones que se realizarían a dicha política, que por mandato constitucional y legal corresponde a la autoridad monetaria.

Al respecto, un miembro de la Junta indicó que desearía saber cómo se determinó el 14.6% de encaje legal y las razones del por qué no podía ser 10% o 16%. Además, consultó si se realizaba permanentemente ese tipo de análisis y si existía un disparador que explicara si se debiera aumentar o disminuir la tasa de encaje. Recordó que para la crisis de 2008 se flexibilizó el cómputo del encaje, pero no se abordó el porcentaje de la misma.

Sobre ese mismo tema, otro miembro de la Junta expresó que mientras más bajo fuere el encaje era mejor, obviamente dentro de ciertos límites porque si se utilizaban los recursos para la compensación entre bancos, entonces era importante que existiera una reserva, así como un resguardo de liquidez. Mencionó que en otros países se permitía que la proporción de resguardo pudiera ser invertido en instrumentos que generaran un rendimiento y que esos tuvieran acceso al mercado secundario. Agregó que el encaje influye en la liquidez del sistema y en las tasas de interés más que una variación en la tasa de interés líder. Expresó que en Guatemala, si se redujera la tasa de encaje se tendrían que incrementar las operaciones de mercado abierto, situación que no sería necesaria, pero reiteró que como regla, mientras más bajo fuere el porcentaje del encaje se reduciría el diferencial en las tasas de interés.

Un miembro de la Junta expresó que la tasa de encaje de 14.6%, de la cual el 14.0% es no remunerado, data de varios años, pero en el fondo llevaba un tema de prudencia financiera y, en parte, está en función de los requerimientos operativos de compensación. Mencionó que existen una serie de requerimientos del lado del encaje requerido y del encaje computable y ello producía un nivel de reserva de liquidez en el cual los montos se van ajustando a los requerimientos operativos, además, los montos han venido aumentando porque los depósitos también se han incrementado, por ende, los requerimientos de compensación también se incrementaron y, en los últimos quince años, los niveles de reservas de liquidez habían sido aceptables.

Otro miembro de la Junta expresó la conveniencia de que en esa oportunidad no se revisara la tasa de encaje. Comentó que la política que adoptó la Junta Monetaria, desde hace años, fue dar preferencia a las operaciones de mercado abierto como instrumento de

política monetaria. Luego indicó que sería conveniente conocer cuál sería el porcentaje de encaje óptimo, mediante la elaboración de un estudio sobre ese tema.

Con relación al mismo tema, otro miembro de la Junta expresó que si se disminuyera la tasa de encaje implicaría algún costo en la política monetaria y comentó que la tasa de encaje efectiva era menor, porque en el cómputo del encaje se le permitía a las instituciones bancarias desencajarse cierto número de días, situación que era verificada diariamente por la Superintendencia de Bancos, es decir que el 14.6% nominal, en términos efectivos era un poco menor y ahí era donde se iba ajustando las necesidades operativas de reserva de liquidez del sistema bancario.

En el caso de la tasa de encaje óptima, los departamentos técnicos señalaron que era un tema muy interesante y el consenso que existe a nivel de la academia y de la práctica bancaria internacional, era que la tasa óptima de encaje debiera ser aquella que equivaliera a la reserva operativa, porque en términos de que no hubiera ningún requerimiento legal, los bancos del sistema de todas formas mantendrían una reserva operativa. Expresaron que cuando se hizo el proceso de disminución gradual del encaje se tomaron en consideración varios elementos, entre los que se encontraba las características propias del país, por lo que las medidas de encaje deben de ser cuidadosamente estudiadas y que una forma de cómo el Banco de Guatemala le daba seguimiento a esa idoneidad de la tasa de encaje era la siguiente: desde cuatro o cinco años existía en el sistema bancario, el denominado sobre encaje estructural, ya que la tasa de encaje efectiva era de alrededor de 15.5% y la legal era de 14.6%, es decir, un punto porcentual por arriba de la tasa de encaje nominal. Eso indicaba que los bancos del sistema preferían tener niveles de liquidez superiores a los prescritos por la ley, porque muchas veces las estimaciones de liquidez quizás no eran tan precisas y se prefería mantener un nivel por arriba del legalmente requerido para cumplir o asegurarse el cumplimiento del requerimiento legal, mientras la reserva operativa solía ser alta comparada con el encaje requerido. Sin embargo, en la medida que han mejorado los procesos de estimación de liquidez por parte de los bancos, coadyuvado por la forma en que se instrumentalizaba operativamente la política monetaria, el nivel de sobre encaje estructural ha venido disminuyendo, de manera que ya no se observaban excedentes de encaje de Q300.0 millones o Q350.0 millones mensuales que era lo que se observaba en

promedio e inclusive habían meses que tendían a cero y en la medida en que eso ocurre y que la brecha va disminuyendo, la tasa de encaje efectivo se convierte en una *proxi* de la reserva operativa; entonces, tomando en consideración sólo ese punto, considerar medidas de encaje; sin embargo, si se observaran niveles de liquidez estructural, sería a priori una forma de decir que era necesario modificar la tasa de encaje legal. Agregaron que una reducción en la tasa de encaje legal incrementaría de manera permanente los niveles de liquidez y, por ende, las operaciones de estabilización monetaria y eso obviamente implicarían aumento en la tasa de interés en el mercado de dinero, porque también tendría que aumentar la participación del Banco Central en ese mercado. Señalaron que la experiencia de México era ilustrativa que al igual que Guatemala tenía un excedente de liquidez estructural; que el Banco de México al igual que el Banco de Guatemala efectuaba operaciones de estabilización monetaria para regular la liquidez de corto plazo y disminuyó la tasa de encaje legal, de hecho la tasa de encaje era cero, pero lo hicieron mediante lo que se denominaba depósitos de regulación monetaria, que consistía en constituir un monto muy grande de liquidez que era cerca del 10% de la base monetaria y volverlos en un depósito que estaba neutralizado de manera permanente en el banco central y eso pagado a una tasa de mercado. En la medida en que se iban generando nuevos niveles de liquidez estructural, utilizaban bonos de regulación monetaria, que pagaban también tasas de interés de mercado y la tasa de encaje se fijó cuando se empezó con el esquema de metas explícitas de inflación, la cual era muy baja, pero existía el tema de los depósitos de regulación monetaria. En resumen, la *proxi* para darle seguimiento a qué tan lejos se está de ese encaje, que se podría denominar ideal era comparar la tasa de encaje efectivo con la tasa de encaje legal.

Con relación al mismo tema, otro miembro de la Junta expresó que el encaje era un tema que se ha analizado alrededor del mundo, principalmente por los efectos distorsionantes que tiene su manejo y en Guatemala, en los años ochenta, la política monetaria era expansiva y el encaje era el principal instrumento de regulación monetaria, por lo que llegó a ser 33%, pero también se utilizaban las operaciones de mercado abierto que en ese momento, en la práctica encarecían y dificultaban el proceso de intermediación financiera, de esa cuenta, en la medida que se fue perfeccionando el mercado de

operaciones de estabilización monetaria, también hubo espacios para reducir el nivel de encaje y por eso era que algunos agentes económicos no les parecía el esquema de metas de inflación, porque decían que el costo se había trasladado al Banco Central, ya que antes lo pagaban los depositantes, debido a que el *spread* era amplio en el caso de Guatemala respecto a los países de Centro América y se comentaba de que era por ineficiencias del sistema bancario, pero en realidad era por el costo del encaje donde a los depositantes se les pagaba una tasa del 1% o 2% y a los créditos se les cobraban tasas de 35% a 40%. Señaló que en la medida que el Banco Central fue utilizando más las operaciones de estabilización monetaria, como instrumento de regulación monetaria, se pudo ir haciendo una reducción gradual del encaje hasta llevarlo a un nivel que de acuerdo con la experiencia misma de los bancos, permitía cubrir todas las necesidades de liquidez del día siguiente, razón por la cual se le daba seguimiento a la liquidez de corto plazo del sistema bancario, en la que se analiza si existen recursos suficientes en caso de una corrida de depósitos en una institución bancaria. Se consideró que el 14.0%, en ese momento, era el porcentaje adecuado y además, los cambios debían ser graduales por el impacto en el costo del crédito y porque era un instrumento de regulación monetaria. Lo que se buscaba era que contribuyera a evitar distorsiones en la política monetaria; sin embargo, por los efectos de distorsión que generaba en la tasa de interés para créditos, era que contribuía al costo de la política del Banco Central porque mientras más alto fuera lo que se esterilizaba por la vía del encaje, menor era el volumen de las operaciones de estabilización monetaria. Expresó que actualmente los bancos ya no necesitaban el sobre encaje, porque existe una tasa que se denomina *overnight* y los excedentes de liquidez los pueden traer al Banco Central y con eso cubren ese costo. Comentó que se debe tener cuidado si se permitiera invertir los recursos en instrumentos de calidad, cuando su propósito es resguardo de liquidez y en un mercado secundario poco desarrollado puede ser nocivo al sistema porque lo que necesita una institución, en ese momento, es hacer liquido el instrumento y lo que se permite muchas veces es que se invierta en instrumentos líquidos, pero primero tiene que haber mercado secundario. Agregó, que como una medida prudencial de carácter muy temporal, puede ser más efectivo que la tasa de interés líder si, por ejemplo, se estuviera en un *boom* de crédito donde no se lograra detener con aumentos en las tasas de interés líder, que a

veces tampoco se requiere que fueran demasiado fuertes, porque lo que uno desearía es que se anclaran las expectativas de inflación, entonces, se podría hacer uso de un aumento de la tasa de encaje y eso provocaría que subiera el costo del crédito inmediatamente y de esa forma se desestimularía la actividad crediticia, pero eso se dejaría para casos muy excepcionales.

Otro miembro de la Junta señaló que se debería priorizar los temas de política monetaria y consideraba que el del encaje, en la actualidad, no era importante. Además, expresó que el estudio de la situación financiera del Banco de Guatemala data de 2001, pero que serviría para iniciar la discusión.

Al respecto de la interrogante de la bancarización en el país, los departamentos técnicos expusieron aspectos conceptuales, algunos indicadores, así como la experiencia internacional sobre dicho tema. Respecto al nivel óptimo de inflación expresaron que según el economista Frederic Mishkin, la inflación óptima es aquella que es baja y estable, pero positiva. Agregaron que las inflaciones bajas y estables promueven el crecimiento económico, justamente porque permiten la asignación de recursos en los distintos mercados de la economía y en adición a eso hay un componente que tiene que ver con el ahorro de largo plazo, ya que tasas de inflación bajas y estables estimulan el ahorro de largo plazo y tiene otra contrapartida, ya que el ahorro se convierte en inversión, siempre y cuando exista una asignación efectiva y una estabilidad macroeconómica, por esa razón se considera que la inflación distorsiona la asignación de recursos y eso mina la competitividad de un país. Mencionaron que con el esquema de metas explícitas de inflación era necesario la determinación de una meta que se fije de manera anual, que las metas de años anteriores eran ligeramente superiores y, además, que se anunció una meta de mediano plazo que estaría cobrando vigencia a partir de 2013, que era de 4.0% +/- 1.0 punto porcentual. Continuaron expresando que para determinar la meta de mediano plazo, se tomó en cuenta las inflaciones de los socios comerciales del país y al calcular el promedio aritmético de las inflaciones para ese período, se obtuvo un resultado de alrededor de 4.0%, en consecuencia, la meta de inflación está ligeramente por encima del promedio de inflación, pero es congruente y cercana a la de los socios comerciales en términos ponderados. Además, hicieron mención del estudio reciente que hizo el profesor Edwards, que sugiere que la



meta de inflación estaría más cercana a los países que tienen esquemas de metas explícitas de inflación, es decir, Chile, Colombia y México, el profesor Edwards, en el mismo estudio también hace referencia a los beneficios que tendría una inflación más baja, pero, además, realiza planteamientos relativos a que es necesario un mayor apoyo fiscal. Asimismo, sugiere un horizonte de entre 3 y 5 años en el que dicha situación se debería atender y propone para el mediano plazo una meta de inflación de 3%. También hace relación con el tema de la competitividad, menciona que menores niveles de inflación mejoran la competitividad, respecto de los socios comerciales que pudieran tener tasas de inflación mayores. En relación con la tasa de interés natural, neutral o de equilibrio, los departamentos técnicos mencionaron que es aquella compatible con una brecha del producto cerrada, es decir que la diferencia entre el producto observado y el producto potencial es cercana a cero. En el caso de Guatemala, se tiene el valor calculado y la tasa de interés real de política monetaria está por debajo de la tasa de interés neutral. Mencionaron que el Banco de Guatemala utiliza para medir la tasa de interés neutral, la tasa de interés parámetro y al igual que el MMS resultaba una tasa muy cercana a 6%, mientras que la tasa de interés de política monetaria se ubicaba en 5%. Si se observaba, esa diferencia, respecto de lo que planteó el FMI, existe consistencia, en el sentido que la tasa de interés de política monetaria está por debajo de la tasa de interés neutral, que es aquella tasa de interés de equilibrio o tasa de interés de largo plazo que es coherente con una brecha del producto cerrada y con una inflación determinada en el mediano plazo.

Un miembro de la Junta expuso que las autoridades del Banco Central estaban proponiendo mantener la política monetaria, cambiaria y crediticia que se aprobó en 2011, con excepción del calendario en que la Junta Monetaria decidiría sobre el nivel de la tasa de interés líder y de la instrucción que se estaría girando a las instituciones financieras para brindar información, es decir, se mantiene la estrategia de metas explícitas de inflación con una meta de 4.0% +/- 1.0 punto porcentual.

Otro miembro de la Junta, respecto al tema de la tasa neutral, manifestó que todavía tenía inquietud sobre la referida tasa y que continuaba con la duda sobre los pronósticos de inflación que se derivan del MMS. Asimismo, reiteró que si se hubiera actuado conforme el referido modelo, actualmente el nivel de la tasa de interés líder estuviera por arriba del

6.0% y muy probablemente con una tasa de inflación más baja, entonces creía que a él le faltaban algunos elementos de juicio para entender bien esos indicadores. Agregó que le gustaría conocer la ponderación de las variables indicativas en el índice sintético y consideraba que podría haber alguna discusión de esa ponderación, con el propósito de calibrar el referido índice. Comentó que siempre ha tenido duda en la variable de las expectativas de inflación del panel de analistas privados, ya que ha habido poca consistencia y van muy detrás de la proyección del Banco Central. En el tema del tipo de cambio, comentó que en los últimos años ha sido tema de discusión en la Junta y que algunos miembros no han estado cómodos con el comportamiento del tipo de cambio nominal. Expuso que el doctor Edwards manifestó que una depreciación en el tipo de cambio tendría un efecto en los costos, hablaba de las exportaciones específicamente, aunque él siempre ha comentado que no es sólo a los exportadores a los que les beneficia o perjudica una depreciación o apreciación, sino que también a la industria nacional que compite con las importaciones, por lo que no estaba de acuerdo con la afirmación del doctor Edwards. Comentó que nunca ha propuesto que se buscara la competitividad del país a través del tipo de cambio nominal, pero que si era importante que se persiguiera el equilibrio. El mismo miembro de la Junta, leyó la recomendación cuatro del doctor Edwards que dice: tener como un objetivo blando el mantener el tipo de cambio real entorno a su valor de equilibrio; así como el Plan de Acción propuesto que expresa: pasar gradualmente de la situación actual de leve sobre depreciación a la de un equilibrio promedio, implicaba una depreciación gradual del tipo de cambio de entre 3.5% y 4.5%, o sea, lo que él propone en esa recomendación era que se debiera buscar en el mediano plazo que hubiera una depreciación casi que deliberada, incluso lo denomina, objetivo blando, además, expresó que el doctor Edwards no estaba proponiendo que hubiera dos objetivos en la Junta, porque sería inconsistente, pero él si lo manifestó claramente y hasta entre comillas como un objetivo blando y por eso es que en esta Junta se ha planteado desde hace varios años, la posibilidad de tener una asimetría en la participación del Banco de Guatemala buscando que no participe mientras no se alcanzara ese objetivo que el doctor Edwards propone o en equilibrio y si se tiene que estar desviados, que fuese un poquito en la sobreapreciación y no en la sobredepreciación que era perjudicial para la competitividad

del país. Además, el doctor Edwards expresó que no era el único elemento para aumentar la competitividad, pero si tiene su importancia. Comentó que cuando se aprobó la regla de participación del Banco del Guatemala, se estipuló un nivel discrecional al Banco Central para participar, cuando así se considerara, por alguna volatilidad excesiva, pero dicha facultad no debe ser sólo cuando se deprecia excesivamente o se aprecia, si no que de repente la facultad discrecional era también no actuar. Reiteró que se debía hacer una reflexión sobre ese tema y hacerla siguiendo la recomendación que dice el doctor Edwards, creía que se debería buscar una forma de estar cercano a ese equilibrio que él mencionaba y si se tenía que desviar un poco, era preferible estar un poco desviado en la depreciación del tipo de cambio.

Un miembro de la Junta, sobre la política cambiaria expresó que únicamente se había participado cuando la regla se activaba, por lo que no se había actuado con el mecanismo de discrecionalidad que faculta al Banco de Guatemala, porque se estima que el referido mecanismo se debe de utilizar en aquellos casos que verdaderamente existiera una volatilidad extrema, ya sea de depreciación o de apreciación, considera que la medida de participación es bastante transparente, la conocen los agentes económicos y el nivel de participación del Banco de Guatemala fue mínimo. Comentó que consideraba que estaba de acuerdo en el tema de política monetaria y que el de política cambiaria era donde se debería centrar la discusión.

Otro miembro de la Junta expresó que estaba totalmente de acuerdo con la política monetaria y la cambiaria vigente, pero le preocupaba un poco el tema de la asimetría, pues partía del principio que debía ser el mercado el que regulara los precios, o sea, si el Banco Central entrara a comprar o a vender de una manera agresiva como buscando un objetivo, primero, creía qué pasaría si la Junta Monetaria se equivocara en ese objetivo y segundo, que inclusive se podría poner en riesgo en algún momento el nivel de las reservas monetarias internacionales. Comentó que la competitividad se debía ganar a través de una inflación baja, o sea, el hecho de tener una inflación del 4.0%, posteriormente pensar en el 3.0%, porque obviamente la inflación de los Estados Unidos y de Europa estará por debajo de la nuestra, pero existen otros países que estarán por encima, el promedio ponderado estaba por encima y ello ayudaría a ser más competitivos, entonces consideraba que debería

preservarse la regla, que no sea simétrica. En el tema del programa monetario preguntó si se pudiera tratar de proyectar dos o tres años, cuál sería el volumen de operaciones de mercado abierto.

Un miembro de la Junta expresó que compartía el criterio que la inflación debe ser baja y estable para una economía, ya que promueve el crecimiento económico, pero que, además, se debían adoptar otras medidas para que el país fuese más competitivo. Comentó que era sobresaliente el hecho de que el doctor Edwards haya dicho que se tenía que buscar el equilibrio porque existe una desalineación en el tipo de cambio de 3%, 4% o 5%, ya que era un elemento básico para la competitividad de las exportaciones. Expresó que le llamó la atención que hubo transacciones de miles de millones de dólares durante 2012 y el Banco de Guatemala participó con un porcentaje mínimo, pero se vendió el doble de lo que se compró. Entonces esa situación pudo haber hecho un cambio sustancial si hubiese sido al revés, pero por qué no pasó así, porque nos preocupábamos de que se no se disparara, porque entonces no se aplicó el criterio de aprovechar el momento para comenzar a alinear el tipo de cambio, porque el mercado lo estaba definiendo y en la Junta prevalece el criterio de que el mercado es el que tiene que definir el tipo de cambio en función de la oferta y demanda, pero no, no se hizo así y entonces se desaprovechó a lo mejor una oportunidad muy valiosa y, además estaba de acuerdo de tender a una inflación de 4.0% +/- 1 punto porcentual, ya que le parecía una ruta correcta. Expresó que le preocupaba el déficit fiscal y que la regla cambiaria de alguna manera estuviera desbalanceada, particularmente, en el momento de una tendencia en el mercado y ya hubo un cambio de tendencia y que no se hubiera intervenido en términos de la discrecionalidad cuando correspondía. Indicó que a la fecha, el tipo de cambio oscilaba entre Q7.90, Q7.85 o Q7.95 y nadie se había quejado porque ningún exportador ni industrial estaban buscando la competitividad vía el tipo de cambio. Expresó que ninguno lo quiere y no lo miraba desde esa perspectiva, pero si se veía desde el punto de vista de que era un elemento importante, y en tanto, ese 4.0% que serían casi Q0.32 por cada dólar, era una cantidad significativa en una economía que transaba US\$10,500.0 millones para ingresarlas a la economía. Manifestó que estaba de acuerdo con todo, excepto con el tema cambiario, pues creía que se debía revisar.

Otro miembro de la Junta Monetaria agradeció la presentación de la trimestralización del programa monetario, porque hacía dos o tres años que no se presentaba de esa forma, además, era una señal de que existía coordinación entre el Banco de Guatemala y el MFP, porque allí obligadamente tenían que ponerse de acuerdo aunque no se cumpliera después. Agregó, que la referida trimestralización, era conveniente para que los agentes económicos conocieran cuando se tenía programado las colocaciones de bonos y el nivel de gasto, entre otros, así como que la Junta Monetaria conociera cuándo se debían realizar mayores esfuerzos de estabilización monetaria. Expresó que tenía dudas a sabiendas de que no se le reconoció al Banco de Guatemala, las pérdidas por Q1,017.0 millones y aun así no se elaboró un escenario. Comentó que el Congreso de la República, por primera vez, desde hace diez años no aprobó el reconocimiento de las pérdidas del Banco Central. Manifestó que el Presidente de la República dio declaraciones de que se reconocerá la deuda de contratistas del Estado, lo cual representa por lo menos Q3,500.0 millones, según el MFP y alrededor de Q800.0 millones, según un director de FONAPAZ. Asimismo, en 2013 se tendrán Q1,850.0 millones y se supone que ya están incluidos en el presupuesto, por lo que aumentará significativamente el déficit fiscal, por lo que era necesario encontrar la forma de financiarlo y ahí es donde tenía la inquietud de la coordinación entre el MFP y el Banco de Guatemala, por lo que podría revisarse la resolución debido a que la propuesta de política no contenía dicho aspecto. Concretamente, propuso que en el punto 7 de la literal e, donde se indica de las medidas para contribuir a la efectividad de la política monetaria, donde dice coordinación con la política fiscal le parecía adecuado el contenido, pero podría agregarse una oración que expresara: “el Banco de Guatemala deberá informar oportunamente a la Junta Monetaria sobre los efectos de las decisiones de política fiscal que pudieran afectar los resultados de la política monetaria”. Con relación al tema cambiario, expresó que prefería las reglas no discrecionales, porque resultaba muy complicado para quién ejerce la función pública de la política monetaria, explicar porque en un caso actúa de una manera y luego de otra, además, la historia y la experiencia había demostrado que siempre había ganadores y perdedores. Comentó que se debería revisar la regla cambiaria, pero no actuar sin regla.

Un miembro de la Junta expresó que compartía la preocupación de otros miembros de la Junta Monetaria respecto de que el Congreso de la República no reconoció las pérdidas netas del Banco de Guatemala y que entre otros aspectos, afectará la imagen ante los organismos financieros internacionales. En cuanto a la actual regla cambiaria, expresó que sería conveniente ilustrar algunos escenarios si se modificara. Además, comentó que la coordinación con la política fiscal era un tema que estaba en tela de juicio y quizá, la sugerencia de otro miembro de la Junta era acertada, ya que alertaría rápidamente en el futuro a la Junta.

Otro miembro de la Junta reiteró que se presentara la ponderación del índice sintético, así como que se analizara el calendario de revisión de la tasa de interés líder, ya que le parecía largo que se hiciera la sesión, tres meses después de la última revisión. Además, solicitó que le recordaran las sesiones que hubo en 2012. Con relación al tema del tipo de cambio expresó que ni la discrecionalidad era lo más adecuado ni la asimetría, pero tal vez si regresar a 0.75% la banda cambiaria, además, hace abortar la recomendaciones del doctor Edwards cuando decía que no se tuviera miedo a flotar, ya que ampliar la banda era tender a esa flotación. Expresó que existe un sentimiento, en los agentes económicos, que el Banco de Guatemala controla el tipo de cambio y como al final la percepción se convierte en realidad, normalmente cuando empieza la depreciación, los agentes piensan que el Banco de Guatemala participará en el mercado, lo que incide que el tipo de cambio regrese a su nivel, porque la percepción era que el Banco de Guatemala quiere que el quetzal oscile alrededor del siete ochenta. Expresó que al ampliar la banda se mandaría un mensaje de que la oferta y la demanda determinarían el precio del dólar y, como recomendara el doctor Edwards, se logrará el equilibrio promedio y con ello no se afectaría a ningún sector de la economía.

Un miembro de la Junta expresó, con relación a la tasa de inflación óptima, que era un tema que tenía que ver con las posibilidades de incentivar el ahorro de largo plazo, además, del tema de la competitividad y ese ha sido un tema complicado en Guatemala. Recordó que no fue sino hasta 2005 que se comenzó a colocar Bonos del Tesoro de largo plazo por parte del Gobierno, colocadas internamente, lo anterior porque había más credibilidad en la autoridad monetaria, respecto de la posibilidad de mantener inflaciones

bajas y eso permitía que se colocaran dichos bonos en el mercado doméstico e impulsar el ahorro de largo plazo. Esos fueron elementos que no se miden con números, sino que se miden con base en la actitud de los agentes económicos respecto a la credibilidad que tengan en cuanto de preservar el valor de la moneda, tanto presente como futuro. Expresó que el 3%, que propuso el doctor Edwards, es el promedio de la inflación mundial aceptable. Manifestó que los Estados Unidos de América registró 2% de inflación que es 40% del peso, mientras que los otros socios pueden tener inflaciones cercanas a dicho país, por su parte, El Salvador que es otro socio comercial alcanzó una tasa de inflación de 1% y de esa forma se tiene 60%, por lo tanto, 3% estaría alrededor de dichos aspectos y al registrar ese nivel de inflación se podían estimular políticas de ahorro de largo plazo, para que los agentes económicos ahorraran, incluso en el país, sabiendo que no perderán el valor del dinero. Con el tema de la tasa de interés neutral, expresó que no existía valor fijo para la tasa porque esa era dinámica. Agregó que en cada sesión de la Junta Monetaria se revisaba cuál debiera ser ese valor, en función de lo que estaba sucediendo con respecto al objetivo del Banco Central y por eso los modelos dan señales, ilustran cómo podría ser la decisión; sin embargo, en varias ocasiones, el Comité de Ejecución, en contra de los pronósticos del MMS, propuso no modificar la tasa de interés líder, porque el juicio experto complementaría al MMS, al índice sintético y a otras variables que se presentan para la decisiones que adoptó la Junta Monetaria. Sobre tema del tipo de cambio expresó que, en otras oportunidades, se había sugerido flexibilizarlo. Recordó que hace un año se hizo la sugerencia de ampliar la banda a 0.75%, con el propósito de darle mayor flexibilidad y por la crisis se tuvo que revertir la medida proponiéndose 0.60% y en esa ocasión se planteó que podría ampliarse, se discutió entre los cuerpos técnicos, pero el tema era que en la Junta se había planteado que la crisis no había finalizado y que existía mucha incertidumbre en los mercados, criterio que compartieron los departamentos técnicos, como para ampliar ese margen de 0.65% o 0.70%. Agregó que a juicio de algunos expertos que participan en las discusiones no era el momento para ampliar la banda; sin embargo, como la política monetaria, cambiaria y crediticia se puede revisar era preferible realizarlo cuando disminuyera la incertidumbre. Comentó que cuánto de volatilidad se requería, 0.60% o 0.75%, pues hasta ahí actuaría el Banco Central y definitivamente la discrecionalidad que la

mayoría de bancos centrales tienen sí funciona como parte del esquema de metas explícitas de inflación, ya que tienen una política flexible y total discrecionalidad para intervenir en el mercado cambiario cuando lo considerara oportuno, mencionó que ello funciona cuando la independencia y la autonomía del Banco Central está garantizada. Sobre el costo de política, expresó que cuando el Banco Central intervenía comprando en momentos de apreciación, ahí sí había un aumento del costo de política y muchas veces aquí se ha cuestionado dicho costo como que fuera objetivo también del Banco Central y entonces había que plantearse si no se estaba teniendo varios objetivos; en ese sentido, la sugerencia de los departamentos técnicos era mantener el margen, dada la incertidumbre prevaleciente.

Sobre las inquietudes planteadas, los departamentos técnicos expusieron la estructura y ponderaciones de las variables indicativas que integran el índice sintético. En relación al calendario propuesto, plantearon que se mantenían los meses del calendario de 2012, y que en marzo se modificó una semana por la fecha de la Semana Santa. Además, indicaron que el principal ajuste estaba en febrero y era por la disponibilidad de información. Sobre las operaciones de estabilización monetaria, la estimación para 2013 es que aumentarán Q922.0 millones, básicamente, por el aumento de reservas monetarias internacionales, del encaje y de los depósitos del resto del Sector Público; para 2014, se tomó como referencia el Presupuesto General de Ingresos y Egresos indicativo para dicho año, que está contenido en el presupuesto aprobado para 2013, ahí se tiene una disminución estimada de Q1,823.0 millones. También se refirieron a la recomendación del profesor Edwards, porque la lectura que tienen los departamentos técnicos era diferente, mencionaron que ese documento contiene una parte textual y otra contextual. En efecto, el profesor Sebastián Edwards, cita “que el Banco de Guatemala debiera tener como un objetivo blando, el mantener el tipo de cambio real en torno a su valor de equilibrio”. Posteriormente, manifestaron que ello representaba pasar gradualmente de la situación actual de sobreapreciación a una de equilibrio en promedio, continuaron leyendo “este objetivo en la actualidad significaría una depreciación real, depreciación real no es depreciación nominal”, expresaron que ese aspecto se debía remarcar, una depreciación real de aproximadamente entre 3.5% y 4.5%, continuaron leyendo “esto se debe lograr de manera gradual y no en forma abrupta”, además, comentaron que el profesor Edwards



planteaba que la diferencia de 4.0% se debía ir cerrando gradualmente y ello estaba relacionado con el ITCER que se calcula con la inflación y no con el tipo de cambio real de equilibrio. Mencionaron que el tipo de cambio real (ITCER) contiene dos variables: tipo de cambio e inflación. Al examinar el ITCER que se planteaba, cobraba relevancia la sugerencia del profesor Edwards, de que se tuviera una inflación más baja. Comentaron que actualmente la apreciación acumulada era de 44.0%, pero resultaba que dicha apreciación tenía un alto componente que se refería a la inflación, ya que la inflación que registró Guatemala era considerablemente más alta que la de sus socios comerciales, principalmente los Estados Unidos de América y México, de ahí la recomendación de 3.0% de inflación, porque sí el país lograba tener inflaciones más bajas, lo que ocurriría era que dicha diferencia se reduciría.

Con relación a la regla cambiaria vigente, los departamentos técnicos indicaron que el Banco Central cumplió con el objetivo de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal sin afectar su tendencia, como es uno de los principios establecidos en la resolución de política monetaria, cambiaria y crediticia; además, las participaciones del Banco Central, tuvieron un efecto estabilizador en el comportamiento del tipo de cambio nominal puesto que habrían permitido un aumento en la oferta de divisas en el mercado, en aquellos episodios en los que el tipo de cambio se había incrementado con las participaciones del Banco de Guatemala por medio de las ventas, así como un aumento en la demanda de divisas cuando dicha variable registró tendencia a la apreciación manifestada a través de la convocatoria de subastas de compra que hubiera afectado al Banco Central. Agregaron que la aplicación, por parte del Banco de Guatemala, de la regla cambiaria no debía interpretarse como la existencia de una banda cambiaria móvil, ya que no implicaba que el Banco Central tuviera el compromiso de mantener un tipo de cambio de mercado dentro de los límites constituidos por los disparadores diarios, simplemente eran disparadores que se habían establecido y considerado que eran los adecuados para aceptar una volatilidad diaria en el tipo de cambio; además, la regla de participación del Banco Central en el mercado cambiario se basa en criterios objetivos y transparentes y, además, es totalmente simétrica, lo cual era importante para dar un mensaje a los agentes económicos, de la neutralidad de la participación del Banco Central en el mercado cambiario. Durante

2012, el Banco de Guatemala participó comprando divisas por US\$106.2 millones y vendiendo US\$249.5 millones, equivalentes al 0.65% y 1.54%, respectivamente, del total de las divisas negociadas en el mercado; el resultado de esa participación fue de ventas netas por US\$143.3 millones y se convocó a 30 subastas de compra en 30 días y en ventas en 26 días. El resultado de que las compras fueran menores a las ventas no fue una decisión del Banco Central, fue una decisión de mercado donde se puso a disposición de las instituciones que constituyen el Mercado Institucional de Divisas, el monto de US\$8.0 millones en cada subasta y las adjudicaciones correspondieron a las posturas que recibieron. Mencionaron que entre 2008 y 2012 el Banco Central efectuó compras por US\$932.4 millones y ventas por US\$1,082.7 millones, el monto neto fueron ventas por US\$150.4 millones, es decir, en cinco años, la participación neta del Banco Central fue absolutamente marginal. Trajeron a cuenta el hecho de qué hubiera pasado en 2012 si el margen de fluctuación hubiera sido de 0.75%; las participaciones para la compra en lugar de haber sido en 30 oportunidades se hubiera reducido a 10; y para la venta en lugar de haber sido 26 se hubieran realizado en 12 oportunidades; y si el margen de fluctuación hubiera sido de 1% no hubiera habido participación del Banco Central.

Otro miembro de la Junta expresó que estaba de acuerdo en el tema de política monetaria, así como de aprobar los cambios sugeridos, a pesar de otro miembro de la Junta indicaba que miraba lejano la próxima reunión de la revisión de la tasa líder, pero como indicaron los departamentos técnicos se propuso dicha fecha por la disponibilidad de información. Además, otra modificación sería la que instruye a algunas entidades a informar al Banco de Guatemala y la de introducir un párrafo que proponía otro miembro, en el sentido que se informe oportunamente a la Junta Monetaria sobre los efectos que pudiese tener alguna decisión de carácter fiscal. Además, en esta oportunidad, se trajo el aumento al presupuesto de alrededor de Q100.0 millones, pero no sólo fue por decisiones de política fiscal, fue también porque bajó la tasa de interés en el mercado internacional respecto de la que se tenía prevista, por lo que aumentó el volumen de operaciones de estabilización monetaria. Comentó que la política crediticia se propone que se mantenga sin cambios, por lo que sólo estaría pendiente la política cambiaria.

Un miembro de la Junta expresó que en 2011 fue muy activa la compra de divisas porque el precio de los productos de exportación estaba a niveles muy superiores a los que había sido el promedio, pero no creía que siempre había sido más una política de vender, aunque los montos no eran tan grandes. Compartía el criterio de otro miembro de la Junta de aumentar la banda de 0.60% a 0.75%, porque se observaba que no era tanto lo que participaba el Banco Central, por lo que es el mercado el que determinara el verdadero precio de la divisa y al final de cuentas podría ayudar a que se deprecie el tipo de cambio.

Un miembro de la Junta expresó que la discrecionalidad era fundamental, la tienen todos los bancos centrales y obviamente era opcional y se hará uso de ella cuando corresponda. En cuanto al costo, no creía que hubiese habido un costo importante en ese sentido; pero sí hubo un costo en términos de promover las exportaciones y ese costo sí puede ser significativamente importante para el país. Expresó que si el 0.75% fue una propuesta o sencillamente una inquietud, pero si eso era lo más conveniente también se acoplaba a 0.75%; lo importante era que debía buscarse una neutralidad en el tema.

Otro miembro de la Junta expresó que la neutralidad en ese tema se buscaría por dos vías. Una, aplicando una medida simétrica y la otra reduciendo en el mediano plazo la inflación. Consideró que lo más prudente sería un deslizamiento en la regla cambiaria de 0.65%, porque, ya se tuvo 0.75% y en esa oportunidad se analizaron las grandes volatilidades y tomando en consideración, el ciclo agrícola del país, en el primer semestre tiende a una apreciación cambiaria y un 0.75% aumentaría significativamente, donde obviamente algún sector se beneficiaría, por lo que sugería que de manera gradual se podría ir buscando un equilibrio y eso estaba en función de ir dándole la mayor certeza posible a los agentes económicos y por esa razón propuso, que si se modificara la regla cambiaria, fuera de manera gradual y que en esa oportunidad se aprobara, a partir del 1 de enero de 2013, 0.65% y, además, se comunicara a los agentes económicos que cuando la Junta Monetaria lo estime conveniente podrá revisar la regla cambiaria.

Al respecto, un miembro de Junta la expresó que se debía ser prudente en estar modificando la banda cambiaria, ya que cuando se tenía 0.75%, la economía se encontraba en una coyuntura en la que se tuvo que entrar a una revisión muy drástica para volver a bajarla a 0.50%, posteriormente, por las circunstancias del momento se llegó a la

conclusión de que debería ser 0.60%, porque lo que se propuso en ese momento era regresar a 0.70%, por lo que creía que era muy prudente subirla a 0.65% y estar pendientes de modificarla de acuerdo a las circunstancias.

Otro miembro de la Junta expuso que en las sesiones de coordinación siempre se conviene con el MFP que la colocación de los Bonos del Tesoro se realice en el transcurso del año, generalmente se comienza en febrero y finaliza en octubre y se monetiza con base en la coordinación, pero a veces se tomaban algunas decisiones que se salían de ese esquema de recomendaciones como pasó en 2012, por ejemplo, ninguno previó la colocación de US\$700.0 millones, pero que eso era potestad del Ministerio de Finanzas Públicas, pero lo ideal era que hubiera habido coordinación con el Banco Central. Expresó que había dos propuestas, una modificación a la regla cambiaria de 0.75% y otra de 0.65%.

Al respecto, un miembro de la Junta expresó que valdría la pena tomar la recomendación que se modificara a 0.65%. En ese sentido, otro miembro de la Junta expuso que entendería que Junta Monetaria estaba de acuerdo en modificar la regla cambiaria de 0.60% a 0.65%, a partir del 1 de enero de 2013. Agregó que la resolución de la Junta que se aprobó en 2011 fue con vigencia indefinida, por lo que según las circunstancias, se podría revisar en cualquier momento. Expresó, a manera de resumen, que se aprobaba el calendario de sesiones en que la Junta Monetaria revisará el nivel de la tasa de interés líder, las instrucciones a los agentes financieros para informar al Banco de Guatemala, un párrafo que se estaría adicionando a la resolución en términos de la coordinación con la política fiscal; en materia cambiaria un ajuste a la regla cambiaria de 0.60% a 0.65% y que eran las modificaciones a la política monetaria, cambiaria y crediticia.

Luego de haberse expuesto los argumentos y observaciones respecto del contenido de la revisión de política, monetaria, cambiaria y crediticia, se arribó a la conclusión de que la política monetaria, cambiaria y crediticia vigente con las modificaciones aprobadas, contenía los instrumentos y las medidas que la hacían coherente con un esquema de metas explícitas de inflación, el cual consiste en fundamentar la política monetaria en la elección de la meta inflación como ancla nominal de dicha política, basada en un régimen de tipo cambio flexible, en la realización de las operaciones de estabilización monetaria privilegiando las decisiones del mercado, así como en el perfeccionamiento de la

transparencia de las actuaciones del Banco Central, todo lo cual permite seguir consolidando la estabilidad y la confianza en las principales variables macroeconómicas y financieras. En ese sentido, la Junta Monetaria procedió a aprobar las modificaciones de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, para cuyo efecto emitió la resolución JM-139-2012 del 26 de diciembre de 2012, la cual entró en vigencia el 1 de enero de 2013.