

# BANCO DE GUATEMALA



**RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA  
MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 45-2012,  
CELEBRADA EL 28 DE NOVIEMBRE 2012, PARA  
DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER  
DE LA POLÍTICA MONETARIA**

Guatemala, 28 de diciembre de 2012



## **RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 45-2012, CELEBRADA EL 28 DE NOVIEMBRE DE 2012, PARA DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA.**

1. En sesión 45-2012 celebrada por la Junta Monetaria el 28 de noviembre 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 55-2012 del 23 de noviembre de 2012<sup>1</sup>, relativo a la conveniencia de ajustar o mantener el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria. Al respecto, el Presidente 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 noviembre de 2012 y el Balance de Riesgos de Inflación, se destacó en el ámbito externo que las proyecciones relativas al crecimiento económico mundial efectuadas por varios entes internacionales (FMI, Banco Mundial, Naciones Unidas, *The Economist Intelligence Unit* y *Consensus Forecasts*), en promedio, no variaron respecto del balance de riesgos anterior, ubicándose las tasas de crecimiento para 2012 y para 2013 en 2.8% y 3.2%, respectivamente. En cuanto al desempeño de la actividad económica en los Estados Unidos de América, la estimación de crecimiento económico para 2013 fue revisada ligeramente al alza y se ubicó en 2.2% (2.1% el mes anterior). Los principales indicadores de la actividad económica de dicho país evidenciaron un comportamiento favorable tanto en el sector manufacturero como en el sector servicios; la confianza del consumidor continúa elevada; y el mercado inmobiliario seguía evidenciando signos de mejora, asociados al comportamiento al alza reflejado en la venta de viviendas nuevas y existentes, así como a las reducciones en la tasa de interés de largo plazo. Por otra parte, la tasa de desempleo registró un leve incremento respecto al balance de riesgos anterior, al pasar de 7.8% a 7.9% y la tasa de desempleo hispano aumentó de 9.9% a 10.0%; el ingreso personal siguió creciendo y el gasto de los consumidores mostró el inicio de una recuperación. Para el próximo año, el reto de las autoridades será tratar de elevar aún más en la confianza

---

<sup>1</sup> El análisis efectuado por el Comité de Ejecución puede consultarse en el Acta No. 55-2012 correspondiente a la sesión del 23 de noviembre de 2012, publicada en el sitio Web del Banco de Guatemala ([www.banguat.gob.gt](http://www.banguat.gob.gt)).

de los agentes económicos, algo que podría lograrse mediante un plan creíble de consolidación fiscal de mediano plazo, al mismo tiempo que se evita una contracción fiscal severa en el corto plazo conocida como “precipicio fiscal”. En la Zona del Euro las estimaciones de crecimiento económico para 2012 se mantuvieron sin cambio (-0.4%), en tanto que para 2013, aunque continuaban estimando una recuperación, lo hacen con menor intensidad respecto del mes previo (al pasar de 0.5% a 0.3%). La actividad económica en la Zona del Euro continua contrayéndose ante la crisis de confianza que afecta a los mercados financieros y al sector real, en un ambiente donde priva la incertidumbre respecto de la solución de la crisis de deuda soberana y del sistema financiero. Los indicadores adelantados, tanto de la producción industrial como del sector servicios, se siguen ubicando en la zona de contracción y son más bajos que los observados el mes previo; la confianza del consumidor continua decayendo y la del empresario, a pesar de una recuperación en meses recientes, aún permanecen en zona negativa y predominan altos niveles de desempleo, principalmente en los países de la periferia de dicha zona. No obstante, el Presidente subrayó que las medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el Banco Central Europeo continuaron teniendo un efecto favorable sobre el diferencial de los bonos soberanos de España e Italia respecto de los bonos alemanes a 10 años. En la República Popular China, las proyecciones de crecimiento económico tanto para 2012 como para 2013 se mantuvieron sin cambios (8.1% y 8.4%, respectivamente). La actividad económica, en el tercer trimestre, fue congruente con lo que anticipaba el mercado y las perspectivas para los próximos trimestres denotaban una mejora en el crecimiento económico, atribuidas al efecto rezagado de las medidas de política fiscal y monetaria implementadas por el gobierno chino y a una mejora reciente en la demanda externa. En ese sentido, el índice de producción industrial empezó a ubicarse en la zona de expansión y la dinámica de las exportaciones parece estar anticipando la reversión de la desaceleración registrada desde mediados de 2010. Los mercados financieros internacionales mostraron, en las últimas semanas, una reducción de los principales índices accionarios, particularmente, en la Zona del Euro y en los Estados Unidos de América, debido, entre otros factores, a la expectativa de que la solución de la crisis en la Zona del Euro sería prolongada y a la incertidumbre, aunque menor, que aún continuaba generando la posible ocurrencia del llamado

“precipicio fiscal” en los Estados Unidos de América. El crédito bancario al sector privado evidencia tasas de crecimiento negativas en la Zona del Euro, pero ya positivas en los Estados Unidos de América. En los países de América Latina, con esquemas de metas explícitas de inflación, también se observa una ligera tendencia a la desaceleración del crédito bancario al sector privado, luego de que en algunos casos registró crecimientos de alrededor de 20.0%. Sobre el particular, destaca el hecho que en un estudio recientemente del FMI para un conjunto de economías emergentes y en desarrollo, dicho ente determinó que un auge del crédito (*boom*), duplicaba la probabilidad de que la tendencia positiva del crecimiento económico se revirtiera más rápidamente, lo que confirmaba que un monitoreo constante de dicha variable era prudente. Los precios internacionales de las materias primas que afectaban la inflación interna (petróleo, maíz y trigo) continúan registrando cierta volatilidad y las proyecciones para 2013 evidencian una leve tendencia al alza. En cuanto a la evolución del precio del petróleo, por el lado de la demanda, destaca la incertidumbre sobre el desempeño de la economía mundial (que empuja el precio a la baja); y, por el lado de la oferta, existe una combinación de factores que lo afectan al alza y a la baja; por una parte, continúan los conflictos geopolíticos en Siria e Irán y, recientemente, la intensificación del conflicto bélico entre Israel y Palestina incrementó la expectativa de una posible interrupción en los suministros provenientes de Oriente Medio (que empujan el precio al alza); y, por la otra, el aumento de la producción e inventarios de petróleo en los Estados Unidos de América (que empuja el precio a la baja). En el caso del trigo y del maíz, los precios continúan altos, debido, fundamentalmente, a factores de oferta, asociados principalmente a factores climáticos, debido a las sequías que afectaron a los principales países productores. El ritmo inflacionario, tanto en economías avanzadas como emergentes (incluyendo la región centroamericana), detuvo la tendencia decreciente que venía registrando en meses anteriores y comenzó a consolidarse una trayectoria al alza. Esto influido fundamentalmente por dos factores, precios más altos de la energía e incrementos en la inflación de alimentos, el cual a su vez estaba asociada al estrecho margen entre la oferta y demanda de cereales, sugiriendo que algunos países podrían experimentar algunas presiones inflacionarias en 2013. En efecto, *Consensus Forecasts* estima que en América Latina la inflación promedio para 2013 podría ubicarse en 6.4%, tasa

superior al 6.0% esperado para 2012. En cuanto a las tasas de interés de Política Monetaria se observó que todos los bancos centrales (de la muestra de países a los que se les da seguimiento) mantuvieron invariables sus tasas de interés de política monetaria. De conformidad con un estudio publicado por el FMI relativo a la tasa de interés neutral en América Latina, se observa que en países como Chile, Colombia y Perú, las tasas de interés de política monetaria en términos reales se encuentran cercanas a su nivel neutral; en tanto que países como Brasil, México, Costa Rica y Guatemala, entre otros, tienen tasas de interés de política monetaria en términos reales inferiores a la tasa de interés neutral, evidenciando cierto estímulo de la política monetaria a la economía.

En el entorno interno, el Presidente destacó que los departamentos técnicos señalaron que la variación interanual de la tendencia ciclo del IMAE sigue registrando dinamismo en términos interanuales; en tanto que la variación intermensual exhibe una ligera desaceleración, en congruencia con las estimaciones de crecimiento económico de entre 2.9% y 3.3% para 2012 y de entre 3.5% y 3.9% para 2013, así como con lo previsto por el Panel de Analistas Privados en la Encuesta de Expectativas Económicas efectuada en octubre de 2012 (aumento interanual de 3.0% en 2012 y de 3.2% en 2013). En cuanto al sector externo, las remesas familiares registraron un comportamiento más dinámico respecto del previsto y se estima que cierren 2012 con crecimientos de entre 7.0% y 9.0%, registrando al mes de octubre un crecimiento interanual del valor acumulado de 9.6%. Por su parte, en el comercio exterior, las cifras en términos de valor registradas en septiembre para las exportaciones mejoraron ligeramente respecto de las del mes anterior, impulsadas por incremento en términos de volumen que predominó sobre la reducción en el precio medio; en tanto que las importaciones registraron una reducción en términos de valor respecto a agosto, derivado de que la reducción en el volumen contrarrestó el incremento en los precios medios. La combinación de dichas variables dio como resultado un incremento en el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, el cual podría ubicarse en 3.6% del PIB en 2012 (3.1% del PIB en 2012). Las finanzas públicas podrían cerrar con un déficit fiscal de 2.2% del PIB, según la última estimación proporcionada por el Ministerio de Finanzas Públicas, inferior al registrado en 2011 (2.8% del PIB) y al estimado en el presupuesto vigente (2.6% del PIB), con una variación interanual

estimada para los ingresos tributarios de 5.8% y para los gastos totales de 1.0%. A octubre, los ingresos tributarios registraron un aumento interanual de 5.6% y los gastos totales de 1.8%, por lo que el déficit fiscal se ubicó en Q3,932.7 millones (equivalente a 1.0% del PIB). El Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2013, estimó que el déficit fiscal se ubicaría en 2.5% del PIB (incremento de los ingresos tributarios de 15.5% y de los gastos totales de 12.7%), lo cual representaría un factor de riesgo importante para la generación de expectativas de los agentes económicos ya que dicho nivel implicaba que el proceso de consolidación fiscal iniciado en 2011 se interrumpiría, lo cual retrasaría la convergencia del déficit fiscal a su nivel de sostenibilidad de mediano plazo (2.0% del PIB). Los departamentos técnicos indicaron que la proyección econométrica del ritmo de inflación total, con datos observados a octubre, se situaba en 3.90% para diciembre de 2012 y en 5.21% para diciembre de 2013. Destacaron que la probabilidad de que la inflación se ubique en meta en 2012 era alta; aunque para 2013 la situación era diferente, pues excedería el límite superior del margen de tolerancia de la meta correspondiente. Dichos resultados se asocian, principalmente, al hecho de que en octubre el precio del gas propano tuvo nuevamente una importante incidencia a la baja en la variación intermensual y que en términos interanuales se redujo en un 48.67%, a pesar de que el que el precio internacional del gas natural registró una tendencia al alza, lo cual estaría sugiriendo que la tendencia a la baja en dicho precio podría no ser sostenible y dejar de representar una fuente de contención de la inflación. No obstante, el alza en términos de ritmo inflacionario continuaba concentrándose en alrededor de 50% en la división de gasto de alimentos y bebidas no alcohólicas; por lo que, desde un punto de vista prospectivo, esos elementos sugerirían prudencia en las decisiones de política monetaria que se adoptaran, debido a que esas impactarían la trayectoria de la inflación de mediano plazo. Los departamentos técnicos señalaron que el panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en octubre, mantuvo sus expectativas de inflación para 2012 y las redujeron para 2013, al ubicar el ritmo inflacionario en 4.56% para diciembre de 2012 (4.55%, en la encuesta de septiembre), y en 4.68% para diciembre de 2013 (5.08% en la encuesta de septiembre). Dicho resultado, confirmaba que la prudencia y la consistencia en las decisiones de política monetaria contribuyen 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 para finales de 2012 y de 2013, indicaron que esas se ubicaron en 3.63% y 4.63%, en su orden; 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 octubre el ritmo inflacionario subyacente volvió a ser superior al ritmo inflacionario total, lo cual estaría confirmando la reversión de los factores transitorios que vinieron impactando la inflación total a la baja. Con relación al corrimiento trimestral del MMS (efectuado en noviembre), informaron que éste proyectaba una trayectoria de inflación ligeramente más reducida para los primeros cuatro trimestres del horizonte de pronóstico, pero con un dinamismo por arriba del proyectado en el corrimiento anterior (realizado en agosto) para el resto del horizonte de pronóstico, derivado de una moderación en los precios proyectados del petróleo y de la reducción de las expectativas de inflación para 2013. En ese sentido, el dinamismo en el resto del horizonte de pronóstico estaría asociado al comportamiento que registraría la brecha del producto interno bruto, la que a su vez era resultado del crecimiento observado y esperado del crédito bancario al sector privado; y del incremento reciente en la inflación de los principales socios comerciales, el cual se podría manifestar en los precios internos más adelante, debido al rezago con que operan. Para diciembre de 2012 y de 2013, las tasas de inflación podrían situarse en alrededor de 3.90% y 4.60%, respectivamente, siempre condicionadas a que la tasa de interés líder de política monetaria registrara una trayectoria orientada a restringir moderadamente las condiciones monetarias con el propósito de que la inflación observada converja a la meta de inflación de mediano plazo (4.0% +/- 1 punto porcentual) y de que las expectativas de inflación se anclaran a dicha meta. Los departamentos técnicos también indicaron que el crédito bancario al sector privado al 15 de noviembre registró una tasa de crecimiento interanual de 15.7% (14.7% en moneda nacional y 18.1% en moneda extranjera). Al respecto, mencionaron que dicha expansión se encuentra por arriba de la tasa de crecimiento del producto interno bruto nominal y de la tasa de variación interanual de las captaciones bancarias, lo cual reflejaba que la postura de política monetaria continuaba siendo acomodaticia, pues mantenía relajadas las condiciones crediticias. De acuerdo con la revisión realizada en noviembre se preveía que el crédito bancario al sector privado cierre en 15.0% +/- 1



punto porcentual en 2012 y en 15.2% +/- 1 punto porcentual en 2013; previsiones que coincidían con las presentadas en el balance de riesgos anterior. De conformidad con las referidas estimaciones la razón crédito bancario al sector privado y PIB se ubicaría al finalizar 2012 en 30.9% y superaría el máximo histórico alcanzado en la expansión crediticia de 2007, fecha en la cual se ubicó en 30.0%. En ese sentido, estudios realizados por los departamentos técnicos indican que cuando el crecimiento del crédito bancario al sector privado se ubica muy por arriba de su tendencia de largo plazo, ello podría conllevar a una serie de riesgos microeconómicos y macroeconómicos similares a los ocurridos en 2007, por lo que lo más recomendable era mantener la prudencia en la conducción de la política monetaria para no sobre-estimular el crédito al sector privado. Los departamentos técnicos subrayaron que el índice sintético de las variables indicativas registró un aumento respecto del mes anterior y continuaba sugiriendo una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva. En resumen, los departamentos técnicos manifestaron que continuaban predominando los riesgos al alza en el escenario inflacionario de mediano plazo. En el orden externo, los precios internacionales del maíz y del trigo se habían estabilizado, aunque aun se encontraban en niveles altos, tanto en términos de sus valores actuales como de sus pronósticos; y los precios internacionales del petróleo y sus derivados disminuyeron recientemente, aunque las tensiones geopolíticas en el Oriente Medio podrían provocar un alza en dichos precios. En el orden interno, el crecimiento del crédito al sector privado se ubicaba por arriba del crecimiento del PIB nominal, de las captaciones y de su tendencia de largo plazo; el IMAE mostraba un comportamiento dinámico congruente con las estimaciones de crecimiento económico para 2012 y para 2013; el proceso de consolidación fiscal se interrumpiría en 2013, dado que se esperaba un déficit fiscal superior al previsto para 2012; la proyección de la inflación total para 2013 se ubicaba por arriba de la meta y la proyección de la inflación subyacente se situaba cerca del límite superior de la meta; y el MMS continuaba sugiriendo incrementos en la tasa de interés líder en los próximos trimestres, lo cual era consistente con la orientación de la tasa de interés parámetro y el índice sintético de las variables indicativas. Sin embargo, aunque los niveles de incertidumbre respecto del crecimiento económico mundial habían disminuido respecto del balance de riesgos anterior, los riesgos a la baja continuaban siendo significativos para 2013.

Dichos riesgos estaban concentrados en los países avanzados, fundamentalmente, en la Zona del Euro, dado que en los Estados Unidos de América se evidenciaban signos de una recuperación un poco más sólida y en las economías de mercados emergentes se anticipaba un crecimiento más dinámico, en particular en el caso de la República Popular China la actividad económica estaba mejorando. No obstante, si los riesgos a la baja se materializaran, ello podría generar presiones desinflacionarias en el país (vía la reducción de la demanda agregada y del precio internacional de las materias primas). Por el contrario, si se disipaban las dudas respecto a Europa ante los anuncios recientes de un rescate a Grecia por parte de la *troika* y avanzan las negociaciones políticas en los Estados Unidos de América, respecto al ajuste fiscal, podría consolidarse el proceso de recuperación con los efectos consiguientes en la demanda. En ese sentido, los departamentos técnicos sugirieron al Comité de Ejecución que recomendara a la Junta Monetaria que, en un marco de prudencia y cautela, en esa oportunidad se mantuviera 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 señaló que los pronósticos de crecimiento para la economía mundial prácticamente no cambiaron respecto del último balance de riesgos; sin embargo, cualitativamente prevalecían dos elementos que seguían mostrando ciertos niveles de incertidumbre a nivel mundial. El primero se refería a que las tensiones fiscales en la Zona del Euro se habían acrecentado, lo cual se reflejaba de alguna manera en los resultados del crecimiento económico, ya que con dos trimestres consecutivos en valores negativos, eran indicadores de que técnicamente dicha Zona entró en recesión por segunda ocasión en los años recientes. El segundo elemento a considerar era el clima político en los Estados Unidos de América, dado que aún con la victoria del Presidente Obama en las recientes elecciones presidenciales, resurgieron

la discusión del denominado “precipicio fiscal”, ya que de no lograrse un acuerdo para evitar un ajuste fiscal severo en el corto plazo, se generaría una situación complicada no sólo desde la perspectiva financiera sino desde la perspectiva de apoyo al crecimiento en dicho país, algo que muchos inversionistas esperaban; adicionalmente, el tema del techo de la deuda era otro factor relevante ya que de no tomarse acciones inmediatas, dicho techo podría superarse en febrero de 2013. Por otra parte, indicó que recientemente el FMI manifestó que en las economías avanzadas existen espacios para mantener en niveles bajos las tasas de interés y continuar con una política monetaria acomodaticia, principalmente porque no hay una reactivación del crédito bancario al sector privado. La experiencia de las economías avanzadas con tasas de interés muy bajas y crédito bancario al sector privado que todavía no se reactiva, demuestra que hay otros factores que motivan la demanda de crédito. En contraste, subrayó que cuando en una economía el crédito bancario al sector privado crece más rápido que las captaciones y que el PIB nominal, puede inducir el surgimiento de una burbuja o de un *boom* de crédito que poner en peligro la estabilidad financiera y ese sí era un riesgo que no se podía dejar de considerar, aun cuando la inflación estuviera baja o moderada, como lo era en el caso de Guatemala. En ese sentido, resaltó que la política monetaria tiene como objetivo estrictamente la inflación, pero para que los mecanismos de transmisión funcionen los bancos centrales debían preocuparse también por la estabilidad financiera evitando así que problemas de esa índole se convirtieran en un obstáculo para la estabilidad de precios. Asimismo, comentó que era posible que la reducción de 50 puntos básicos en la tasa de interés líder de la política monetaria realizada en junio del presente año, hubiera propiciado una expectativa de tasas activas bajas con el consiguiente efecto en la aceleración en el crecimiento del crédito al sector privado. En adición, enfatizó que la inflación de alimentos estaba subiendo más rápido que la inflación total en la mayoría de países de América Latina (incluyendo Guatemala) y, adicionalmente, en el país, la inflación subyacente se encontraba por arriba de la inflación total, lo que sugería que existen factores de demanda interna que podrían estar afectando la evolución presente y futura de los precios. Por otra parte, indicó que el índice sintético continúa de manera consistente sugiriendo restringir moderadamente la política monetaria, lo cual podría estar evidenciando que el nivel actual de la tasa de interés líder de la política

monetaria se debía equiparar con el de la tasa de interés neutral, a que se refería el estudio del FMI. Señaló que las remesas familiares habían venido creciendo más rápido de lo previsto y que el déficit en cuenta corriente se había ampliado, evidenciando dinamismo en la demanda, pero que aún no habían afectado la evolución de los precios internos. En el contexto descrito, concluyó que era un tema complejo pues por una parte, persistía incertidumbre ante las condiciones externas, pero por otro lado los indicadores de actividad económica continuaban dinámicos y la trayectoria futura de la inflación permanecía por encima del valor puntual de la meta de mediano plazo, lo cual demandaba un esfuerzo adicional para anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos, por lo que mantener una postura prudente y apoyar la recomendación de los departamentos técnicos de mantener invariable la tasa de interés líder de política monetaria en 5.0%, le parece razonable.

Otro miembro del Comité indicó que los pronósticos de crecimiento económico mundial, prácticamente no cambiaron respecto del balance previo y continuaba el proceso de recuperación; sin embargo, los riesgos a la baja habían aumentado y el FMI, señalaba que la materialización plena de dichos riesgos podría conllevar que el producto mundial se ubicara en alrededor de 2.0% en un escenario pesimista, mientras que en el escenario optimista dicho organismo indicaba que de implementarse las acciones necesarias el crecimiento económico mundial podría ubicarse en alrededor de 5.0%. Adicionalmente, manifestó que en el caso de los precios de las materias primas en lo que iba del año habían tendido a subir, aunque de forma más moderada a la que se anticipaba a inicios de año, situación que había contribuido a que la inflación permaneciera baja, derivado del efecto traspaso; sin embargo, debía considerarse que dichos efectos, generalmente, actuaban con un rezago mayor y era precisamente en esos casos cuando la política monetaria podría actuar para evitar el efecto de segunda vuelta en la inflación. Por otra parte, señaló que la opción de reducir la tasa de interés de política monetaria se podría justificar como medida preventiva si se materializaran los riesgos a la baja de la economía mundial y se observara una marcada desaceleración del crédito, pero eso no estaba sucediendo en Guatemala como ya se había demostrado y una medida de esa naturaleza no siempre generaba los resultados deseados en el tiempo apropiado (lo que se denomina inconsistencia temporal), puso de ejemplo el caso de Brasil en donde se había propiciado bajas en las tasas de

interés, pero el crédito bancario al sector privado continuaba con una tendencia a la baja al igual que la actividad económica, lo cual confirmaría el postulado teórico de que el crédito baja más bien por efectos de la disminución de la actividad económica que por efectos de los niveles en las tasas de interés; en adición, Brasil seguía manteniendo una inflación más alta que el resto de países de América Latina, que operan bajo un esquema de metas explícitas de inflación, con una brecha de producto negativa. Por otra parte, comentó que el tema de la tasa neutral, del estudio del FMI, era relevante, ya que tanto el MMS como la tasa de interés parámetro coincidían en sugerir tasas de política monetaria mayores que los niveles observados actualmente. Coincidió en que las expectativas de los agentes económicos eran fundamentales en el comportamiento futuro de la inflación y llamó la atención en dos aspectos relacionados con las finanzas públicas: el primero, era que la política de consolidación fiscal, que inició en 2011 podría revertirse en 2013, dado que el déficit fiscal aprobado en el presupuesto sugeriría que podría ser más alto que el de 2012; y el segundo, se refería a que no era sólo la consolidación per se la que debía preocupar, sino la sostenibilidad de la deuda pública en el largo plazo, que de acuerdo con diferentes estudios técnicos, para el caso de Guatemala se requería que el déficit fiscal disminuyera a niveles por debajo de 2.0% del PIB; por lo que esos elementos se debían tomar en consideración en la decisión de la autoridad monetaria, dado que en las encuestas al panel de analistas privados, constantemente señalaban que la política fiscal era un elemento que consideraban para sus proyecciones. Por lo anterior, manifestó que en esa oportunidad acompañaba la recomendación de los departamentos técnicos de mantener en 5.0% el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, únicamente por el ambiente de alta volatilidad y aversión al riesgo en el entorno externo, dado que en condiciones normales lo conducente sería un aumento en dicha tasa de interés.

Un miembro del Comité indicó que existía otro elemento que convenía mencionar y era el relativo al déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, el cual estaba subiendo y eso significaba que había un aumento en la demanda interna, debido a que las importaciones mostraban un comportamiento más dinámico que las exportaciones y ese era un factor que podía contribuir a generar presiones inflacionarias de demanda agregada en el futuro, que aunque en ese momento no se

estuvieran materializando, era importante considerarlos en las proyecciones de mediano plazo. Adicionalmente, los pronósticos de inflación del MMS si bien estarían dentro de la meta de inflación en el horizonte de pronóstico, eso era resultado de una postura de política monetaria más activa que elevara la tasa de interés líder a 6.0%, equivalente a un aumento de cien puntos básicos respecto al nivel actual. Coincidió en que un crecimiento del crédito bancario al sector privado sostenidamente por encima de su valor tendencial de largo plazo, podría generar problemas de estabilidad financiera pues en momentos de aumentos en la demanda, pudieran surgir dificultades financieras asociadas a elevados niveles de endeudamiento. En efecto, como lo manifiesta el FMI, un efecto de desaceleración económica puede ocurrir ante un *boom* de crédito lo que hace que aumenten las posibilidades de que las entidades entren en problemas, no sólo las del sector financiero, sino que podrían extenderse a las del sector real. Por lo anterior, manifestó su apoyo a la recomendación de los departamentos técnicos de mantener la tasa de interés líder de la política monetaria en 5.0% y continuar atentos a la evolución de la inflación a partir del primer trimestre de 2013.

Otro miembro del Comité manifestó que los principales indicadores de la actividad económica interna mostraban un comportamiento acorde con la previsión de crecimiento estimada para 2012 (entre 2.9% y 3.3%); y en el caso de la inflación, su mejor comportamiento, respecto del esperado, habría sido reflejo de factores claramente transitorios o temporales, por lo que las proyecciones de mediano plazo continuaban evidenciando que esa podría ubicarse por encima de la meta de inflación a finales de 2013. En adición, trajo a cuenta el comportamiento que mostraba el crédito bancario al sector privado, el cual evidenciaba un dinamismo por encima de lo previsto, dado que una expansión acelerada del crédito podría generar incentivos a proyectos que en otras condiciones no serían rentables o al surgimiento de algún tipo de burbujas. Adicionalmente, indicó que la reciente aprobación del Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado, mostraba un incremento del déficit fiscal para 2013 respecto de 2012, lo cual también era importante considerar, dado que ese comportamiento podría influir en las expectativas de inflación de los agentes económicos. Por ello, destacó que apoyaba la recomendación de los departamentos técnicos, particularmente por el hecho de que en el escenario interno la actividad

económica como lo demostraban varios indicadores continuaba dinámica, las brechas se habían reducido y existen riesgos que podrían comprometer el cumplimiento de la meta de inflación en 2013 y dado que los mismos no se habían materializado, existía espacio para que en esa oportunidad se mantuviera invariable la tasa de interés líder de la política monetaria, particularmente por la incertidumbre que privaba en el entorno externo.

Otro miembro del Comité indicó que existían al menos dos factores que podrían materializarse en 2013 e incidir negativamente en el cumplimiento de la meta de inflación de mediano plazo, por lo que era recomendable estar atentos a la evolución de tales eventos. El primero se generaba por el lado de las cuentas fiscales dado que, según información disponible a la fecha, era probable que la consolidación fiscal que se venía observando no continuará en 2013, sino que más bien podría ubicarse en un nivel superior al de 2012, en particular si se adicionaba el esfuerzo financiero que deberá hacer el gobierno para la reconstrucción en el occidente del país derivado del terremoto del 7 de noviembre. El segundo factor provenía del comportamiento del precio internacional, no solo del petróleo, sino también de materias primas importantes para la canasta del IPC como el maíz y el trigo; en el caso del petróleo podría incidir la situación entre Israel y Palestina, mientras que en el caso del maíz y el trigo de factores climáticos desfavorables en los principales países productores a nivel mundial. No obstante, al combinar estos elementos con la incertidumbre sobre la actividad económica a nivel mundial, la cual continuaba evidenciando riesgos a la baja, apoyaba la recomendación de los departamentos técnicos de mantener invariable la tasa de interés líder de la política monetaria, ya que en esa oportunidad se debía actuar con cautela.

El Presidente indicó que el Comité de Ejecución 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 la tasa de interés líder de la política monetaria en 5.0%.

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 noviembre de

2012 y el Balance de Riesgos de Inflación, los miembros de la Junta Monetaria efectuaron el análisis y la discusión en relación a la determinación de la tasa de interés líder de la política monetaria.

Al respecto, un miembro de Junta señaló que estaba de acuerdo con la recomendación del Comité de Ejecución de mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder. Consideró que fue acertada la decisión de haber bajado la referida tasa en junio y que según sus estimaciones, la tasa de inflación terminaría por debajo de la meta de inflación fijada por la Autoridad Monetaria. En cuanto a los riesgos previstos por el Comité de Ejecución respecto a la consolidación fiscal, indicó que si bien era cierto, el déficit fiscal con las modificaciones aprobadas por el Congreso de la República al Presupuesto de Ingresos y Egresos del Estado se elevaría de 2.2% a 2.5% en 2013; mientras que en 2012 se previó un déficit de 2.6%. Sin embargo, recordó que en el marco de las discusiones de la Consulta de Artículo IV con el FMI, hubo acuerdo en que al finalizar 2012 el déficit sería de 2.4%, por lo que la comparación debería partir de esa previsión de cierre y no de 2.2%. Siendo así, el déficit pasaría de 2.4% a 2.5%; pero, lo que se estaría previendo era que en 2012 terminaría con un déficit menor de 2.4% del PIB, aun considerando la presión ejercida por un techo presupuestario adicional por el monto que se destinaría a la reconstrucción, si fuese así el Ministerio de Finanzas Públicas quedaría con una caja mayor que la que recibió a inicios de año, lo cual permitiría la atención oportuna de programas prioritarios como el pago de la segunda parte de los aguinaldos a los empleados públicos e iniciar los programas de educación. Indicó que si se iniciara 2013 con una caja fortalecida daría margen para cumplir con un nivel reducido de déficit fiscal en ese año. Respecto a las presiones que podrían estarse ejerciendo por el lado del Fondo de Reconstrucción, indicó que para mayor transparencia era conveniente elevar al Congreso de la República, para su aprobación, una ley específica que estableciera la posibilidad de colocar dentro de un clasificador presupuestario todos los fondos orientados a la reconstrucción y las instituciones que irían a ejecutarlos. Por otra parte, indicó que no estaba de acuerdo que se comparara la posición macroeconómica de Chile con la Guatemala, porque Chile tiene una posición macroeconómica sólida, en parte, por registrar superávit fiscal, debido a que tiene una empresa pública que genera ingresos, lo que le ha permitido salir del déficit



fiscal histórico provocado por la reforma del sistema y dar el gran salto hacia ese fondo de estabilización, obviamente no se le podía pedir a Guatemala que estableciera un fondo de estabilización de esa magnitud si se tenía una gran debilidad en los ingresos tributarios.

Otro miembro de Junta, preguntó por qué no se cumplieron los pronósticos y las expectativas de inflación que se tenían a principios de 2012, ya que los modelos proyectaron que la inflación podría cerrar en 3.90%, por lo que consideraba que era difícil que se cumpliera dicha meta, porque se tendría que tener una inflación de 1.0% en los próximos dos meses, pero seguramente eso no sucedería y podría ser menor debido a la baja de los precios de algunos productos agrícolas y de las gasolineras. Indicó que para 2013 las expectativas de inflación era considerablemente más bajas que los pronósticos, lo que significaba que se había trabajado muy bien sobre las expectativas y que la decisión de haber bajado la tasa de interés líder en junio de 2012 fue la adecuada, porque ante la falta de tracción de la tasa de interés líder, el esfuerzo se enfocaría más en las expectativas de inflación que en lo que sucedía en la realidad. Además, consultó por qué se comentaba de evitar una sobre estimulación del crédito bancario al sector privado, si el promedio de la tasa de interés activa en vez de bajar había subido, quizá habría bajado la tasa de los créditos empresariales mayores, pero muchos de esos créditos se destinaban a bienes de capital para aumentar la capacidad instalada de producción del país y no a estimular el consumo, porque también el precio de esos créditos había aumentado. Además, señaló que si bien el 84% de los productos de la canasta básica registraron incremento, ese incremento había sido de 0.0001% y lo importante era que no había afectado el logro de la meta de inflación. Manifestó que varios analistas de la revista *The Economist* estaban preocupados por la caída de los precios de los *commodities*, el precipicio fiscal en los Estados Unidos de América, el problema de deuda soberana de Grecia y la recesión en la Zona del Euro. Señaló que los precios del gas podrían continuar bajando y que las economías seguían creciendo por debajo de su potencial, por esas razones difería en los pronósticos de inflación para 2013, porque por el lado de la demanda era difícil que hubiera presiones inflacionarias. No obstante, terminó manifestando que estaba de acuerdo con la recomendación del Comité de Ejecución de mantener el nivel actual de la tasa de interés líder de la política monetaria.

Otro miembro de Junta destacó la explicación de la tasa de interés neutral, que mostraba que la política monetaria de Guatemala tenía un sesgo acomodaticio. Expresó que lo que estaba afectando las exportaciones en Guatemala no era solamente el precio, sino también el comportamiento de la economía, por lo que había que ser cuidadosos con la tasa de interés líder, porque si bien había que ser prudentes y dejarla en el nivel que se encontraba, también se tenía que estar claro que una tasa de interés por encima de donde debía estar no estimularía el crecimiento económico. Manifestó que apreciaba las explicaciones sobre el déficit fiscal que brindó otro miembro de la Junta Monetaria, pero no las compartía, porque si el país estaba llegando a un déficit fiscal de 2.2% tenía un efecto directo sobre las expectativas de inflación de los agentes económicos, por lo que no debía conformarse que el déficit fiscal iba a estar en 2.6% y ahora en 2.2%, entonces, se podría regresar a 2.5%; sugirió hacer esfuerzos grandes a efecto de no incrementar el déficit fiscal, porque podría impactar negativamente en la inflación. También manifestó estar de acuerdo con la recomendación del Comité de Ejecución.

Por su parte, un miembro de Junta manifestó que apoyaba la recomendación de mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder porque era lo más prudente y aconsejable en vista del análisis del balance de riesgos de inflación y a la luz de los nuevos análisis ilustrativos del FMI que incorporaban el concepto de tasa neutral. Señaló que el nivel de la tasa de interés líder era indicativo de que la política monetaria de Guatemala era acomodaticia, análisis que provenía de un organismo internacional que consideraba objetivamente esas dos variables importantes que no se habían contemplado. Indicó que la tasa de interés parámetro desde hace varios meses había estado dando señales sobre los riesgos en la inflación; sugiriendo que la política monetaria debiera restringirse, al igual que el MMS que anticipaba que no se alcanzaría la meta de inflación en 2013, incluso si no se seguía la dinámica en la tasa de interés líder que el mismo incorporaba. En cuanto a la desagregación de las tasas de interés activas, indicó que la única que había aumentado era la de los créditos para consumo en los últimos 5 años, pero en general las de los créditos empresariales mayores y menores y para vivienda estaban en los niveles más bajos de los últimos 20 años. En relación con el análisis del crédito bancario al sector privado, comentó que

mostraba un comportamiento similar al de 2007, cuando la relación de la referida variable respecto al PIB estuvo alrededor del 30%.

Otro miembro de la Junta manifestó que en 2012 se alcanzaría la meta de inflación prevista y tomando en cuenta que la visión de la Junta debe ser de mediano y largo plazos y que los pronósticos para 2013 situaban la inflación muy cercana al límite máximo, a la Junta le debía preocupar mantener ancladas las expectativas de los agentes económicos y el compromiso de mantener una inflación baja, por lo que era prudente atender la recomendación del Comité de Ejecución de mantener invariable la tasa de interés líder. Indicó que si bien entendía los riesgos técnicos y financieros de un crecimiento acelerado del crédito bancario, en su opinión, era conveniente que aumentara, especialmente para las actividades productivas, pero debía ir acompañado de una apropiada supervisión por parte de la Superintendencia de Bancos, porque de lo contrario podría generarse un problema sistémico, lo que sería desastroso para el país.

Otro miembro de la Junta indicó que, tomando en cuenta el entorno internacional, había que ser precavidos en el manejo de la política monetaria, porque los países desarrollados, que eran ejemplo antes de 2008, habían bajado la tasa de interés líder o el equivalente de dicha tasa a casi 0.0%; y, sin embargo, sus economías no se reactivaron. También, señaló que Junta Monetaria fue criticada cuando aumentó 50 puntos básicos la tasa de interés líder, pero fue positivo, ya que posteriormente la disminuyó en la misma magnitud. Indicó que la mayoría de autoridades monetarias en otros países estaban manteniendo la prudencia de no modificar su tasa de interés objetivo, de manera que la recomendación del Comité de Ejecución le parecía prudente; pero, eso significaba estar atentos en el futuro al desempeño de las principales variables que afectan la inflación. Señaló que era importante analizar el pasado y también que se hubiera retrotraído a la experiencia de un *boom* de crédito, que no era lo que estuviera pasando realmente, pero sí era un indicador anticipado de lo que pudiera llegar a pasar, dada la relación entre el crédito bancario al sector privado y el PIB, pero habría que analizarlo con los otros factores que se mencionaron, pero en ese momento debía prevalecer la prudencia.

Otro miembro de la Junta indicó que si el MMS sugería aumentar la tasa de interés líder, lo menos que podría hacer Junta Monetaria era mantenerla invariable, por lo que apoyaba la recomendación del Comité de Ejecución.

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 externa e interna, luego de haber conocido el Balance de Riesgos de Inflación, así como los resultados del cuarto corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) y la orientación de las variables indicativas de política monetaria.

La Junta Monetaria, en el ámbito externo, indicó que aun cuando los niveles de incertidumbre respecto del crecimiento económico mundial han disminuido, los riesgos a la baja continúan siendo significativos, especialmente para la Zona del Euro. Además, consideró que si bien los precios internacionales del maíz y del trigo se han estabilizado, aún se encuentran en niveles altos tanto en términos de sus valores actuales como de sus pronósticos. Destacó que aunque los precios internacionales del petróleo y sus derivados han disminuido recientemente, las tensiones geopolíticas en el Oriente Medio podrían provocar un alza.

La Junta Monetaria, en el ámbito interno, consideró que el crecimiento del crédito al sector privado continúa dinámico; que el IMAE muestra un comportamiento positivo, congruente con las estimaciones de crecimiento económico para 2012 y para 2013; y que la evolución de la inflación anticipa el cumplimiento de la meta.

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 una fuerte 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, 28 de noviembre 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)).*