

# BANCO DE GUATEMALA



**RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA  
MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 34-2006,  
CELEBRADA EL 26 DE JULIO DE 2006, PARA  
DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER  
DE LA POLÍTICA MONETARIA**

Guatemala, 21 de agosto de 2006

**RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE LA JUNTA MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN SU SESIÓN 34-2006, DEL 26 DE JULIO DE 2006, PARA DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA.**

La Junta Monetaria en Resolución JM-185-2005, del 27 de diciembre de 2005, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006, en la que, entre otros aspectos, indica, por un lado, que las decisiones en materia de determinación de la tasa de interés líder de la política monetaria serán adoptadas por la Junta Monetaria con base en el análisis que para el efecto realizará el Comité de Ejecución y, por el otro, que la Junta Monetaria decidirá una vez al mes sobre los cambios en la tasa de interés líder de la política monetaria de conformidad con el calendario anual de reuniones, establecido en el anexo 2 de la citada resolución. Después de cada decisión, y con rezago de un mes, se hará público un resumen de los argumentos que la Junta Monetaria haya tomado en cuenta, conforme a lo preceptuado en el artículo 63 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala.

En cumplimiento de lo dispuesto en la citada resolución, se presenta a continuación un resumen de los argumentos que la Junta Monetaria tomó en cuenta para fijar su posición respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria.

En sesión 34-2006 celebrada por la Junta Monetaria el 26 de julio de 2006, el Presidente del Banco de Guatemala y de la Junta Monetaria presentó el análisis efectuado por el Comité de Ejecución en su sesión 30-2006 del 21 de julio de 2006<sup>1</sup>, relativo a la conveniencia de elevar o mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria. Al respecto, informó que el análisis realizado por los departamentos técnicos, basado en los elementos que componen el balance de riesgos de inflación, en los pronósticos de corto plazo de inflación correspondientes al tercer y cuarto trimestres de 2006 que serán incorporados como condiciones iniciales en el Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- que producirá un pronóstico de inflación para finales de 2006 y de 2007, así como en el comportamiento de las variables indicativas de la política monetaria, arribaron a la conclusión de que prevalecían los factores que aconsejaban restringir las condiciones monetarias, por lo que un ajuste en la tasa de interés líder de la política monetaria

---

<sup>1</sup> Un detalle más amplio del análisis efectuado por el Comité de Ejecución puede consultarse en el Acta No. 30-2006 correspondiente a la sesión del 21 de julio de 2006, publicada en el sitio Web del Banco de Guatemala ([www.banguat.gob.gt](http://www.banguat.gob.gt)).

contribuiría a que, por un lado, se moderaran las expectativas inflacionarias de los agentes económicos y, por el otro, se afianzara la credibilidad del Banco Central en el manejo de la política monetaria, aspecto de particular importancia para el cumplimiento de la meta de inflación para 2006 y para 2007. Asimismo, indicó que el Comité enfatizó el hecho de que, aunque el ritmo inflacionario en junio de 2006 fue menor al del mes previo, éste todavía se encontraba por encima de la meta de inflación, incluso tomando en cuenta el margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual, por lo cual, considerando que restaban cinco meses para que finalizara el año, era oportuno adoptar medidas de restricción de las condiciones monetarias para el logro de la meta inflacionaria. En lo que corresponde a la descomposición del ritmo inflacionario en sus componentes importado y doméstico, el Presidente informó que en el Comité se destacó que en junio la inflación doméstica (4.86 puntos porcentuales) revirtió la tendencia descendente que venía mostrando a lo largo del año (de 6.36 puntos porcentuales en diciembre de 2005 a 4.44 puntos porcentuales en mayo de 2006). Por su parte, de los 2.69 puntos porcentuales que corresponden a la inflación importada, 2.06 puntos porcentuales eran atribuibles a efectos de segunda vuelta, los cuales, a diferencia de la inflación importada de primera vuelta, sí pueden ser moderados mediante medidas de restricción monetaria. Señaló que en el Comité se hizo énfasis en que en un esquema de metas explícitas de inflación cobra relevancia el análisis prospectivo (*forward looking*) para que la adopción de medidas de política monetaria se realice de forma oportuna. En este sentido indicó que, al incorporar los datos de inflación de junio, se observaba que los pronósticos del ritmo inflacionario total para finales de 2006 y de 2007, obtenidos mediante los modelos econométricos que se vienen utilizando, aumentaron con respecto a los del mes anterior y continuaban ubicándose por encima del límite superior de la meta establecida (6% +/- 1 punto porcentual), lo cual aconsejaba adoptar medidas de restricción de las condiciones monetarias. Asimismo, indicó que los resultados de la encuesta de expectativas de inflación del panel de analistas privados realizada en junio mostraban un descenso en el ritmo inflacionario proyectado para 2006, pero un aumento importante para 2007, lo cual, a juicio del Comité, puede estar asociado a la percepción sobre los posibles efectos secundarios derivados de los recientes aumentos en el precio internacional del petróleo. También hizo referencia a que los pronósticos de inflación de corto plazo, que serán utilizados como condiciones iniciales en el tercer corrimiento del

Modelo Macroeconómico Semiestructural, indicaban que el ritmo inflacionario se ubicaría en 6.83% en el tercer trimestre y en 6.99% a finales de diciembre de 2006.

Por otra parte, el Presidente se refirió a que en el Comité hubo consenso en que había que tomar en cuenta los riesgos del entorno en que actualmente se desenvuelve la ejecución de la política monetaria. Sobre el particular, mencionó algunos riesgos inflacionarios asociados al entorno externo que fueron tema de discusión, destacando el escenario del precio internacional del petróleo, el cual continuaba siendo el principal riesgo de inflación en Guatemala y mostró un deterioro en julio, debido al surgimiento de dos nuevos acontecimientos geopolíticos: el lanzamiento de misiles de prueba de largo alcance por parte de Corea del Norte al Mar del Japón y el reciente conflicto bélico entre Israel y Líbano. En ese contexto, hizo referencia que el Comité fue de la opinión que la política monetaria tiene un rol primordial que desempeñar para aminorar los efectos “de segunda vuelta” derivados del alza en los precios de los combustibles y de los asociados tanto a las expectativas de los agentes económicos como a la manera en que tales expectativas puedan afectar la determinación de los costos y precios futuros en el mercado, razón por la cual, al estimarse que el aumento en las expectativas de inflación del panel de analistas privados para diciembre de 2007 obedecía al factor del alza en el precio del petróleo, era pertinente adoptar medidas oportunas que moderen tales expectativas inflacionarias.

En cuanto a los riesgos del entorno interno, el Presidente señaló que en el Comité se mencionó que el comportamiento hacia la apreciación del tipo de cambio nominal que se venía observando recientemente aconsejaría no realizar un ajuste en la tasa de interés líder de la política monetaria, sobre la base de que un alza en la tasa de interés interna crearía incentivos para el ingreso de capitales de corto plazo al país, lo que, a su vez, podría intensificar la referida apreciación. Al respecto, informó que en el Comité se consideró el hecho de que, de acuerdo con *Bloomberg*, existía una probabilidad de 65% de que la Reserva Federal de los Estados Unidos de América aumentara nuevamente su tasa de interés objetivo a 5.50% en su reunión del 8 de agosto, con lo que el diferencial de las tasas de interés respecto de la tasa de interés líder sería mayor (a favor de las tasas de interés estadounidenses), por lo que un ajuste modesto en la tasa de interés doméstica no debería afectar significativamente el mercado cambiario. Indicó que en el Comité se destacó que la

apreciación observada en el tipo de cambio nominal a julio de 2006 fue de 0.43%, inferior a las observadas en igual período de 2005 (2.08%) y de 2004 (2.44%).

En el contexto descrito, el Presidente informó que en el seno del Comité privó el criterio de que era aconsejable un incremento en la tasa de interés líder, teniendo en cuenta que la política monetaria, por una parte, debía actuar oportunamente con el propósito de fortalecer el mensaje de que el Banco Central mantiene como objetivo el cumplimiento de la meta inflacionaria, a fin de moderar las expectativas inflacionarias que contribuyan a aminorar los efectos “de segunda vuelta” asociados a la inflación importada, tomando en consideración que la política monetaria actúa con rezago sobre la inflación (como lo confirmaban los estudios empíricos realizados por los cuerpos técnicos del Banco de Guatemala) y, por la otra, que debía operar con una visión de mediano plazo a fin de coadyuvar a que la senda de crecimiento económico sea sostenible en el tiempo, lo cual requiere necesariamente, entre otros factores, de un ambiente de estabilidad de precios. Asimismo, indicó que el Comité opinó que un ajuste en la tasa de interés líder permitiría acercarse a lo que sugiere el Modelo Macroeconómico Semiestructural, en cuanto a que para alcanzar un ritmo inflacionario para diciembre de 2006 de 6.88%, la tasa de interés líder de la política monetaria debería ubicarse en el segundo trimestre de 2006 en 5.16%, en el tercer trimestre en 5.53%, y en el cuarto trimestre en 5.47%, éste último nivel marcaría el inicio de un proceso gradual de reducción de dicha tasa que se extendería hasta finales de 2007, congruente con el horizonte de inflación de mediano plazo. En ese sentido, en el Comité hubo consenso en que el aumento de la tasa de interés líder de la política monetaria debía ser moderado (25 puntos básicos) para no producir volatilidad en las tasas de interés de corto plazo en el mercado de dinero y propiciar un ambiente positivo entre los agentes económicos y, por lo tanto, favorecer la sostenibilidad del crecimiento económico en el mediano plazo.

2. Con base en la exposición del análisis del Comité de Ejecución del Banco de Guatemala y del balance de riesgos de inflación correspondiente a julio de 2006, los miembros de la Junta Monetaria iniciaron la discusión en relación a la determinación de la tasa de interés líder de la política monetaria.

Un miembro de la Junta manifestó que la decisión de elevar o no la tasa de interés líder en la coyuntura actual era bastante compleja, ya que existían algunas variables que indicaban que era necesario realizar un ajuste, en tanto que otras no; empero, indicó que existían otros aspectos que debían tomarse en cuenta. En ese sentido, mencionó que un primer aspecto a considerar era el comportamiento del tipo de cambio nominal hacia la apreciación, aun teniendo en cuenta que el tipo de cambio no es un objetivo de la política monetaria, de manera que un ajuste en la tasa de interés líder de la política monetaria hacia el alza podría ser contraproducente y trasladar un mensaje confuso a los agentes económicos, en el sentido de que podría generarse un mayor ingreso de capitales que, a su vez, podría inducir al Banco Central a participar en el mercado cambiario comprando divisas, lo que expandiría la emisión monetaria y complicaría aún más el escenario monetario. Indicó que el segundo aspecto a considerar, y que tiene una íntima relación con el tipo de cambio nominal, era la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio entre los Estados Unidos de América, Centroamérica y República Dominicana, por lo que un ajuste en la tasa de interés líder podría inducir una mayor apreciación y deteriorar el comportamiento de las exportaciones, en detrimento del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y del crecimiento económico en el mediano y largo plazos. Mencionó que un tercer aspecto a tomar en cuenta se relacionaba con la mayor certeza que se vislumbraba entre los analistas financieros internacionales de que la Reserva Federal de los Estados Unidos de América no subiría su tasa de interés objetivo en la reunión del 8 de agosto, aspecto que induciría a un menor diferencial de tasas de interés. Un cuarto aspecto a mencionar era la última revisión por parte de las principales calificadoras internacionales de riesgo en relación a la calificación de la deuda soberana de Guatemala, la cual había resultado positiva al incrementar la calificación de riesgo país, por lo que estimaba que dicha mejoría inducía a revisar hacia la baja la tasa de interés de Bonos del Tesoro para el plazo de 10 años que se situaba en 9.0%. Indicó que un quinto aspecto a tener presente era el de las proyecciones de inflación para diciembre de 2006 y diciembre de 2007, las cuales aun cuando se ubicaban por arriba de las metas establecidas, sí pueden ser alcanzadas, ya que se observó una disminución importante en la inflación subyacente, al pasar de 7.29% en mayo a 6.91% en junio, aspecto que daba margen a tener cierta tranquilidad en la toma de decisiones de política monetaria; en esa misma dirección, finalmente, hizo referencia al

comportamiento de la inflación doméstica, la cual se mantenía por debajo de la meta e incluso por debajo de 5.0%.

Otro miembro de la Junta expresó que en esta ocasión apoyaba un aumento de 25 puntos básicos en la tasa de interés líder de la política monetaria por las razones siguientes: en primer lugar, porque la volatilidad de los precios internacionales del petróleo ejercía presiones inflacionarias, aspecto que aconsejaba tomar medidas preventivas en forma oportuna, con el objeto de que, posteriormente, no tuvieran que tomarse de manera abrupta. En segundo lugar, por el hecho de que la inflación en los principales socios comerciales del país, sobre todo la de Estados Unidos de América, se encontraba relativamente alta y generalmente la transmisión de esa inflación es directa a través de las importaciones del país, de manera que dicho efecto representaba un riesgo importante para alcanzar la meta de inflación para fin de año, razón por la cual debían tomarse medidas preventivas. En tercer lugar, porque si bien era cierto que el nivel de las operaciones de mercado abierto se encontraba por debajo de lo programado, también lo era que los depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala se situaban por encima de lo previsto, situación que si se analizaba con la expectativa de que en el segundo semestre de 2006 se preveía una mayor ejecución del gasto público, podría representar un mayor riesgo de expectativas inflacionarias, lo que sugeriría restringir la política monetaria. En cuarto lugar, las proyecciones econométricas de inflación para diciembre de 2006 y de 2007 estaban por arriba de la meta establecida y, considerando que el régimen de metas explícitas de inflación requiere de mucha disciplina debido al rezago con que las acciones de política monetaria se transmiten, era necesario tomar medidas oportunas, prudentes y en forma gradual para lograr la meta de inflación. Asimismo, consideraba que el Banco Central ha logrado transmitir el mensaje correcto a los mercados y a los agentes económicos en cuanto al control de la inflación, lo cual se observaba en el hecho de que las tasas de interés de mediano y largo plazos, sobre todo las tasas de interés bancarias y las de los Bonos del Tesoro del Ministerio de Finanzas Públicas, casi no se han visto afectadas por las alzas en las tasas de interés de corto plazo, por lo que era de la opinión de que no se debería abandonar esa demostración de firmeza prudente.

Otro miembro de la Junta expresó que teniendo en cuenta la orientación de las variables indicativas, era claro que la decisión más conveniente era incrementar la tasa de

interés líder de la política monetaria en 25 puntos básicos; sin embargo, hizo referencia a que debía considerarse que, aunque era posible que el impacto de un ajuste en la tasa de interés líder no se reflejara en un incremento en la tasa de interés activa del sistema bancario en el corto plazo, esto no significaba que el mismo no se diera en el futuro. Asimismo, añadió que otro tema de reflexión se refería a que si cambiaban las condiciones políticas para finales de año y principios de 2007 y continuara la apreciación del tipo de cambio nominal, la actividad económica del país podría verse adversamente afectada.

Un miembro de la Junta manifestó que desde su punto de vista la razón más importante por la cual se podía sustentar un aumento de 25 puntos básicos en la tasa de interés líder de la política monetaria era el canal de las expectativas de inflación, porque si se analizaba qué se podía hacer para aplacar los efectos del alza del precio del petróleo por medio de la política monetaria, ya se determinó que ésta no puede actuar directamente para minimizar un alza de la inflación importada directa, pero lo que sí tenía validez era que la política monetaria sí puede afectar el canal de las expectativas de inflación a través de un mensaje de firmeza por parte de la autoridad monetaria en cuanto al control de la inflación. En tal sentido, prefería que la decisión fuera prudente y que el ajuste en la tasa de interés líder se aplicara en función de lo que plantea el Modelo Macroeconómico Semiestructural, el cual da la pauta de la tendencia que habría que seguir en la referida tasa de interés.

Otro miembro de la Junta indicó que, con el propósito de tomar una decisión apropiada respecto del nivel de la tasa de interés líder, existían algunos elementos que había que considerar; por ejemplo, que en los agentes económicos existía entusiasmo por la evolución actual del crecimiento económico que, incluso, estaba por arriba de lo previsto, por lo que un aumento en la tasa de interés líder podría ponerle algún freno a esa tendencia. Asimismo, destacó que sería importante no perder de vista los temas de competitividad, dado que, por ejemplo, las exportaciones del país no están creciendo. Indicó que otro elemento era el nivel de la tasa de interés activa del sistema bancario del país, que aunque había venido bajando en los últimos años, esa tendencia se había frenado en los meses recientes y seguía siendo elevada en términos reales, aspecto que se aunaba al comportamiento del tipo de cambio, el cual, lejos de depreciarse, se viene apreciando en lo que va del año. En ese sentido, reiteró que se debía ser prudente en tomar la decisión, porque las tasas de interés reales en el país siguen estando muy altas comparadas con las de



los socios comerciales, especialmente con Estados Unidos de América, por lo que no debería de preocupar tanto el nivel de inflación, sino el diferencial de inflación respecto de los socios comerciales del país, porque entendía que la inflación que transmite el precio internacional del petróleo, al no ser de carácter monetario, difícilmente se iba a poder controlar mediante la restricción de las condiciones monetarias y que si los demás países están teniendo el mismo efecto, valdría la pena ser muy prudentes para no sobre-reaccionar aumentando la tasa de interés líder.

En cuanto al tema del tipo de cambio nominal, un miembro de la Junta hizo referencia a que no percibía incongruencia respecto al tema de la participación del Banco Central en el mercado cambiario y la necesidad de subir la tasa de interés líder, porque son dos aspectos distintos. En este sentido, indicó que la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia vigente expresa que el tipo de cambio se determina por la interacción de la oferta y la demanda, y que el Banco de Guatemala tiene una regla explícita de participación en el mercado cambiario que conocen los agentes económicos y cuyo propósito es moderar la volatilidad del tipo de cambio sin modificar su tendencia. Como consecuencia, indicó que las variaciones del tipo de cambio nominal no iban a ocurrir independientemente de que la inflación pudiera acelerarse por las razones que previamente se han comentado, de manera que lo más importante en el tema inflacionario era que el Banco Central actuara oportunamente sobre las expectativas de inflación por razones puramente de tipo inflacionario.

Otro miembro de la Junta manifestó que compartía el criterio de que la Junta debía realizar un incremento moderado de 25 puntos básicos en la tasa de interés líder de la política monetaria por las razones siguientes: en primer lugar, porque la proyección de la inflación para diciembre de 2006 y de 2007, que es una proyección pasiva, indicaba que si la Junta Monetaria no hacía nada, la inflación se ubicaría por encima de la meta. En segundo lugar, porque el ritmo de crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado se proyectaba en 28% pero, ante un cambio de las condiciones económicas, sí podría generar una presión importante sobre la inflación. En tercer lugar, porque le preocupaba el hecho de que la inflación doméstica creció de mayo a junio, por lo que de continuar así, podría ser superior a la meta de inflación si no se actuaba para frenarla oportunamente y, en un esquema monetario que privilegia una orientación prospectiva “*forward looking*”, lo más

probable es que debía subirse la tasa de interés líder esta vez o la próxima para frenar el comportamiento de la inflación doméstica. Agregó que la tasa de interés líder de la política monetaria tiene la función de frenar la inflación a través de la moderación de la demanda agregada, por lo que consideraba que no existía una relación directa en la afirmación de que un aumento en la tasa líder se traslada automáticamente a las tasas de interés del mercado de crédito, porque dicha situación no había ocurrido así durante los últimos 18 meses. En este sentido, agregó que era preferible que la Junta Monetaria trasladara el mensaje de que se estaban tomando medidas contra la inflación, porque los riesgos que se corren eran significativamente menores con un alza en la tasa de interés líder respecto de los que se podrían tener si se ponía en duda el compromiso del Banco Central en cuanto a la estabilidad en el nivel general de precios.

3. Luego de haberse expuesto los argumentos y observaciones para determinar el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, la Junta Monetaria por unanimidad decidió incrementar la tasa de interés líder de la política monetaria de 4.75% a 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 INCREMENTA LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA DE 4.75% A 5.00%, A PARTIR DEL JUEVES 27 DE JULIO DE 2006

La Junta Monetaria, en su sesión celebrada el 26 de julio de 2006, decidió incrementar la tasa de interés líder de la política monetaria en 25 puntos básicos de 4.75% a 5.00%. En su decisión, luego de haber conocido el seguimiento de las variables indicativas y el balance de riesgos de inflación correspondiente a julio de 2006, tomó en consideración que los pronósticos de inflación presentados por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, tanto para 2006 como para 2007, aún se ubicaban por arriba de la meta establecida para cada uno de esos años, aspecto que, en el contexto del esquema de metas explícitas de inflación, aconsejaba restringir la política monetaria.

Asimismo, la Junta observó que, aunque la política monetaria no puede evitar los efectos directos de la inflación importada que se produce por las alzas de los combustibles, estimó procedente restringir las condiciones monetarias a efecto de procurar la moderación de las expectativas inflacionarias y limitar así los efectos de segunda vuelta<sup>1</sup> que pueden derivarse de dicha inflación importada, particularmente ante un escenario en que el precio internacional del petróleo se vuelve cada vez más volátil.

En opinión de la Junta Monetaria, los indicadores de crecimiento económico siguen reflejando el dinamismo de la actividad real en el país, a la vez que la mayoría de las variables indicativas apuntan a que, con una adecuada conducción de las políticas monetaria y fiscal, el logro de la meta inflacionaria en el mediano plazo resulta factible. La Junta hizo hincapié en que, para dar sostenibilidad a dichas perspectivas, es procedente adoptar de forma oportuna las medidas de política monetaria que permitan que la inflación converja de manera gradual y progresiva a la meta establecida para el mediano plazo, propiciando las condiciones monetarias y financieras más favorables al crecimiento ordenado de la economía nacional.

Guatemala, 27 de julio de 2006

*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)*

<sup>1</sup> Se refieren al aumento de los precios de aquellos bienes y servicios que en su estructura de costos no incorporan los derivados del petróleo, pero que se ven afectados de manera indirecta por aspectos tales como el aumento en los precios del transporte, electricidad y otros.