

BANCO DE GUATEMALA



**RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA
MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 61-2007,
CELEBRADA EL 26 DE DICIEMBRE DE 2007, PARA
DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER
DE LA POLÍTICA MONETARIA**

Guatemala, 26 enero de 2008

RESUMEN DE LOS ARGUMENTOS QUE JUNTA MONETARIA TOMÓ EN CUENTA EN LA SESIÓN 61-2007, CELEBRADA EL 26 DE DICIEMBRE DE 2007, PARA DETERMINAR EL NIVEL DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA.

La Junta Monetaria en resolución JM-168-2006, del 28 de diciembre de 2006, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007, la cual, con el propósito de contribuir a afianzar la efectividad de la política monetaria, incluye, entre otros aspectos, medidas para fortalecer la transparencia y la rendición de cuentas del Banco de Guatemala. En ese sentido, en lo relativo a la rendición de cuentas, en la referida resolución se establece que el Banco Central, además de cumplir con la elaboración de los diferentes informes y publicaciones que de conformidad con lo dispuesto en su ley orgánica debe realizar, dé a conocer al público, por una parte, el diseño y orientación de la política monetaria y, por la otra, las acciones tomadas para la ejecución de dicha política para el logro del objetivo fundamental del Banco Central, cual es la estabilidad en el nivel general de precios. Asimismo, a efecto de generar certeza en los agentes económicos en la toma de sus decisiones, en anexo 3 de la citada resolución se presenta el calendario para 2007 de las sesiones en las que la Junta Monetaria tomará decisión respecto de la tasa de interés líder de política monetaria. En ese contexto, a continuación se presenta un resumen de los argumentos que la Junta Monetaria tomó en cuenta, el 26 de diciembre de 2007, para fijar su posición respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria.

1. En sesión 61-2007 celebrada por la Junta Monetaria el 26 de diciembre de 2007, la Presidenta del Banco de Guatemala y de la Junta Monetaria presentó el análisis efectuado por el Comité de Ejecución en su sesión 68-2007 del 21 de diciembre de 2007¹, relativo a la conveniencia de ajustar o mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria. Al respecto, informó que los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, luego de haber presentado los

¹ Un detalle más amplio del análisis efectuado por el Comité de Ejecución puede consultarse en el Acta No.68-2007 correspondiente a la sesión del 21 de diciembre de 2007, publicada en el sitio Web del Banco de Guatemala (www.banguat.gob.gt).

elementos que componen el balance de riesgos de inflación, los resultados del corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- para diciembre de 2007, así como el comportamiento de las variables indicativas de la política monetaria, arribaron a la conclusión de que seguían prevaleciendo los factores que aconsejaban restringir las condiciones monetarias, por lo que un ajuste en la tasa de interés líder contribuiría a moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos, a contrarrestar las presiones inflacionarias y a consolidar la credibilidad del Banco Central en la conducción de la política monetaria, aspectos de particular importancia para el logro de la meta de inflación en el mediano plazo.

La Presidenta señaló que el Comité deliberó acerca del análisis de los departamentos técnicos con el propósito de presentar a la Junta Monetaria los principales elementos de análisis, así como las reflexiones y conclusiones que pudieran ser útiles en la decisión respecto del nivel de la tasa de interés líder. En cuanto al comportamiento de la inflación a noviembre de 2007, la Presidenta indicó que en el Comité se hizo referencia a que el ritmo inflacionario total se ubicó en 9.13%, lo que representa un aumento de 1.41 puntos porcentuales con relación al mes anterior, situación que acentúa la tendencia creciente de la inflación que comenzó en junio de 2007. Adicionalmente, al realizar un análisis prospectivo del comportamiento de la inflación, las proyecciones del ritmo inflacionario total para finales de 2007, realizadas mediante el promedio aritmético de los dos modelos econométricos que se vienen utilizando, apuntaban a un ritmo inflacionario de 8.49%, porcentaje superior en 2.49 puntos porcentuales al límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida para dicho año (5.0% +/- 1 punto porcentual), lo que aconsejaba restringir las condiciones monetarias, mientras que para finales de 2008 se proyectaba un ritmo inflacionario de 6.62%, porcentaje que se situaba por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida para dicho año (4.5% +/- 1 punto porcentual), lo que también sugería restringir la política monetaria. Asimismo, señaló que las proyecciones del ritmo inflacionario subyacente para diciembre de 2007 (8.22%) y para diciembre de 2008 (6.43%) se ubicaban por arriba del margen de tolerancia

de la meta de inflación establecida para cada uno de dichos años, lo que aconsejaba una política monetaria restrictiva.

Por otra parte, la Presidenta informó que el Comité también analizó los riesgos del entorno en que actualmente se desenvuelve la ejecución de la política monetaria. En cuanto a los riesgos asociados al entorno externo, indicó que se discutió acerca de la evolución de los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, así como de la evolución reciente de la inflación de los principales socios comerciales del país. Al respecto, destacó que el precio promedio registrado en el mercado internacional del crudo al 20 de diciembre de 2007 (US\$90.20 por barril) muestra una disminución de US\$4.43 dólares (4.68%) respecto del precio promedio del mes anterior (US\$94.63 por barril); no obstante, su nivel es significativamente superior al registrado en noviembre de 2006 (US\$62.00 por barril), lo que se asocia a factores de oferta, de demanda y a la especulación observada en el mercado.

En cuanto a los factores de oferta se mencionó, por una parte, que en la 146 Reunión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), realizada el 5 de diciembre de 2007, dicho cartel acordó mantener invariable el nivel actual de producción de crudo, el cual se considera insuficiente para satisfacer la demanda actual; y, por la otra, que según información del Departamento de Energía de los Estados Unidos de América, el nivel de inventarios del crudo mantiene una tendencia decreciente.

Por el lado de los factores de demanda, se citó el hecho de que la Reserva Federal de los Estados Unidos de América redujo en 0.25 puntos porcentuales su tasa de interés objetivo, ubicándola en 4.25%, con el objeto de estimular la economía de ese país, por lo que dicho ajuste propiciaría un aumento de la demanda agregada y, por consiguiente, se generaría una mayor demanda de petróleo. Asimismo, se indicó que de acuerdo con estimaciones del Fondo Monetario Internacional, la República Popular China alcanzaría un crecimiento económico de 11.5%, superior al observado en 2006 (11.1%), mientras que para

2008 se espera un crecimiento de 10.0%, lo que continuaría propiciando una elevada demanda de crudo a nivel internacional.

En lo que concierne a la especulación en el mercado, se hizo referencia al estrecho margen entre la oferta y la demanda mundiales de petróleo, lo que propicia que cualquier noticia que afecte la producción de petróleo, pueda incidir en un nuevo incremento en el precio a futuro del mismo.

En cuanto al comportamiento del precio internacional del maíz, se informó que éste registró un alza importante al ubicarse el 20 de diciembre en US\$7.36 por quintal, superior tanto al precio registrado el mes anterior (US\$6.81 por quintal) como al registrado en igual mes de 2006 (US\$6.45 por quintal), por lo que su seguimiento en el balance de riesgos es relevante como factor de oferta. Asimismo, se hizo referencia a que, de acuerdo con información del Instituto Nacional de Estadística -INE-, los precios internos del maíz amarillo y del maíz blanco (con ponderaciones en el IPC de 0.07% y 0.75%, respectivamente) a pesar de que mostraron una reducción respecto del mes anterior, aún permanecen en niveles elevados respecto de los valores observados en 2006, lo que requiere un seguimiento estrecho de los mismos dado que afectan el comportamiento de los precios de bienes derivados (como productos de tortillería, concentrados y carnes de aves). Al respecto, se destacó que por el momento siguen vigentes los riesgos de presiones inflacionarias futuras por el lado de la oferta, derivadas de la evolución del precio del maíz.

En lo que concierne al precio internacional del trigo, al 20 de diciembre, éste se ubicó en US\$14.70 por quintal, lo que representa un incremento de aproximadamente 95% respecto del nivel observado en diciembre de 2006 (US\$7.50 por quintal) y de 16% respecto del nivel observado el mes anterior (US\$12.64 por quintal). Se considera que dicho precio continúa siendo una fuente de presiones inflacionarias, debido a que el mismo se utiliza como insumo en la producción de harina, pan y pastas alimenticias. Adicionalmente, se indicó que el índice compuesto de la inflación de los principales socios comerciales de Guatemala se redujo levemente en noviembre, ubicándose en 5.31%, pero aun se

sitúa por arriba del valor registrado en diciembre de 2006 (3.43%). Se agregó que en el caso de los Estados Unidos de América, el ritmo inflacionario a noviembre (4.31%) es el más alto en los últimos 17 años por lo que por esa vía los riesgos de inflación importada persisten.

En cuanto a los riesgos del entorno interno, la Presidenta informó que en el Comité se indicó que la variación intermensual del Índice de Precios al Consumidor -IPC- registrada en noviembre de 2007 (1.89%), es superior al promedio registrado en dicho mes durante los últimos siete años (0.73%), lo que puede influir de manera adversa en las expectativas de inflación de los agentes económicos. Indicó que en el Comité se hizo referencia al comportamiento de la tasa de interés líder en términos reales a lo largo de 2007 para los países latinoamericanos cuyos bancos centrales han establecido un esquema de metas explícitas de inflación (Chile, Colombia, México, Perú y Brasil). En este contexto, se indicó que todos los bancos centrales mencionados han mantenido una tasa de interés líder de política monetaria positiva en términos reales. En el caso de Chile, si bien la tasa de interés de política monetaria se tornó negativa en términos reales en los meses de octubre y noviembre, debido al incremento registrado en la inflación, el Banco Central de Chile ajustó la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos básicos en su sesión del 13 de diciembre de 2007. En el caso de Guatemala, la tasa de interés líder de política monetaria ha sido negativa en términos reales durante los últimos años y derivado del comportamiento de la inflación observada en noviembre de 2007, dicha tasa en términos reales registró un valor de -2.88%.

La Presidenta señaló que varios miembros del Comité expresaron preocupación por los efectos de segunda vuelta que podrían estar incidiendo en una inflación tendencial alta, la cual, a su vez, podría exacerbar las expectativas de inflación de los agentes económicos, lo que hace necesario considerar un incremento en la tasa de interés líder. Un miembro del Comité se refirió a los incentivos que los ajustes en la tasa de interés doméstica podrían generar en el flujo de divisas al país. Al respecto, los departamentos técnicos se refirieron a la competencia por flujos de capital entre los países de la región, indicando que las

tasas de interés de Guatemala no son las más competitivas entre los países del Istmo.

En el contexto descrito, la Presidenta manifestó que, de conformidad con lo discutido en el seno del Comité, un análisis integral de las principales variables e indicadores macroeconómicos indicaba que era importante tomar en cuenta tanto los elementos que aconsejaban restringir como los elementos que recomendaban mantener invariables las condiciones monetarias. En lo que corresponde a los factores que aconsejaban restringir, se citaron los siguientes: a) Que el pronóstico derivado del corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, indica que la inflación se encontrará por arriba de las metas establecidas por la Autoridad Monetaria para finales de 2007 y de 2008; b) Que las proyecciones econométricas de inflación total y subyacente tanto para diciembre de 2007 como para diciembre de 2008, se sitúan por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria para cada año; c) Que la orientación promedio de las variables indicativas, de acuerdo al índice sintético, continuaron sugiriendo restringir la política monetaria; d) Que los precios internacionales del petróleo y sus derivados continúan elevados; e) Que persisten presiones inflacionarias derivadas de factores de oferta, relacionados con los precios internacionales del trigo y del maíz; f) Que la tasa de interés líder de política monetaria en Guatemala permanece negativa en términos reales; y, g) Que la actividad productiva del país continúa registrando un comportamiento dinámico, situación que genera presiones inflacionarias vía incrementos en la demanda agregada. En lo que concierne a los factores que recomendaban mantener invariables las condiciones monetarias, se mencionó que los medios de pago totales continuaron exhibiendo un comportamiento menos dinámico que el previsto en el corredor estimado.

La Presidenta indicó que como resultado de la discusión y análisis, en el seno del Comité privó el criterio de que era recomendable un incremento en la tasa de interés líder, teniendo en cuenta que la política monetaria, por una parte, debe actuar oportunamente con el propósito de moderar las presiones inflacionarias existentes y futuras, considerando que la política monetaria actúa con rezago sobre

la inflación y, por la otra, que debe 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. En el contexto descrito, en el Comité hubo consenso en que el aumento de la tasa de interés líder debía ser de 25 puntos básicos, el cual, aunque es de poca magnitud, coadyuvará a moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos. Seguidamente, puso a consideración de la Junta la información presentada.

2. Con base en la exposición del análisis del Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, basado en los elementos que componen el balance de riesgos de inflación, los resultados del corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- para diciembre de 2007, así como el comportamiento de las variables indicativas de la política monetaria, los miembros de la Junta Monetaria iniciaron el análisis y la discusión en relación a la determinación de la tasa de interés líder de la política monetaria.

Un miembro de la Junta indicó que estaba en desacuerdo con incrementar la tasa de interés de política monetaria, ya que dichos incrementos no se transmiten hacia las tasas de interés del sistema financiero. En este sentido, manifestó que el aumento de 125 puntos básicos en la tasa líder acumulado hasta noviembre, solamente había generado un incremento de 25 puntos básicos en la tasa de interés activa del sistema bancario, mientras que la tasa pasiva se había reducido con respecto del nivel registrado a diciembre de 2006. Por consiguiente, cuestionó la efectividad de la medida, al no registrarse cambios en las tasas pasivas de los bancos. En ese mismo sentido, otro miembro de la Junta manifestó que las presiones inflacionarias no se están reduciendo por medio de incrementos en la tasa de interés líder de política monetaria, por lo que considera que no es necesario continuar con alzas en la referida tasa.

Con respecto al mismo tema, otro miembro de la Junta indicó que para poder aumentar sus operaciones activas, las instituciones financieras requieren de mayores captaciones del público, para lo cual deben ajustar sus tasas pasivas. No

obstante, mencionó que recientemente los flujos de capitales provenientes del exterior han sido significativos, lo cual ha proporcionado al sistema financiero una base suficiente de recursos tanto para otorgar créditos, así como para invertir en CDPs del Banco Central. Por consiguiente, los bancos han podido satisfacer la creciente demanda de créditos sin modificar sus tasas pasivas. Sin embargo, en los últimos meses los flujos externos hacia el país se han reducido, por lo que el capital disponible para el otorgamiento de créditos y para invertir en operaciones de estabilización monetaria también ha disminuido. No obstante, los saldos existentes en certificados de depósito del Banco de Guatemala todavía continúan elevados, por lo que las entidades bancarias han obtenido recursos para otorgar créditos por medio de los recursos invertidos en el Banco Central y todavía no se han visto en la necesidad de incrementar sus tasas de interés pasivas para obtener mayores recursos del público.

Otro miembro de la Junta indicó que el incremento en la tasa de interés líder se traslada de inmediato a las tasas activas de crédito a plazos cortos, los cuales usualmente se dirigen hacia pequeños y medianos empresarios (no obstante, este no parecía ser el caso para los créditos a plazos más largos). Por consiguiente, el aumento en la tasa de interés líder podría propiciar un incremento en los flujos de capital de corto plazo al país, debido a que los inversionistas extranjeros estarían estimulados a otorgar préstamos de corto plazo para obtener un mayor rendimiento por su capital.

Por otra parte, un miembro de la Junta manifestó que es preferible que los agentes económicos un incremento moderado en las tasas de interés activas en el sistema bancario y no una tasa alta de inflación ya que esta última incrementa los costos de producción de las empresas por medio del incremento en el precio de los insumos. Adicionalmente, indicó que por medio de incrementos en la tasa líder, la Junta buscaba controlar las expectativas de inflación de los agentes económicos. En esa misma línea, otro integrante de la Junta manifestó que está de acuerdo con el argumento de que la inflación tiene un efecto negativo sobre los agentes económicos y que es preferible tener altas tasas de interés que una elevada tasa de inflación; sin embargo, manifestó que es necesario considerar que la inflación

observada ha sido el resultado de eventos exógenos que se escapan del control de la Junta, por lo que la política monetaria podría estar propiciando elevadas tasas de interés sin reducir la inflación, lo cual estaría elevando los costos de producción de las empresas.

Por su parte, un miembro de la Junta indicó que dentro de un esquema de metas de inflación la tasa líder de política monetaria proporciona una señal a los agentes económicos sobre la posición de política monetaria que se considera más adecuada para prevenir presiones inflacionarias, así como los efectos de segunda vuelta de los choques externos que puedan generar mayores presiones inflacionarias, por lo que alzas en la tasa de interés líder buscan, principalmente, moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos.

Otro miembro de la Junta indicó que el Modelo Macroeconómico Semiestructural ha sido exitoso en mostrar las tendencias inflacionarias y el comportamiento a seguir en términos de la tasa líder de política monetaria. Adicionalmente, indicó que de no hacer ajustes en la tasa líder el efecto inflacionario será mayor, por lo que está de acuerdo en hacer un ajuste a la tasa líder en esta oportunidad. Finalmente señaló que, en su opinión, si no se hubieran hecho los ajustes a la tasa líder durante 2007, la inflación estaría mucho más elevada.

Asimismo, otro miembro expresó que a lo largo de 2007 ha existido una preocupación real de la Junta por el comportamiento de la inflación. El ritmo inflacionario a noviembre registró uno de los incrementos de precios mensuales más elevados de los últimos siete años y, aún cuando el mismo haya sido producto de factores exógenos, es necesario prevenir los efectos de segunda vuelta derivados de este incremento. Reiteró que un incremento en la tasa de interés líder contribuiría a moderar las expectativas inflacionarias, situación de significativa importancia para la consecución de la meta de inflación para el próximo año.

Un miembro de la Junta señaló que consideraba que el momento actual era propicio para incrementar en 0.25 puntos porcentuales la tasa de interés líder de la política monetaria, debido a que las proyecciones indican que los riesgos de inflación continúan en el mediano plazo y que el efecto de incrementar la referida

tasa afecta las variables del sector real con cierto rezago. Indicó que coincidía con la posición de que esta decisión facilitará el logro de la meta de inflación para 2008, vía la moderación de las expectativas de inflación de los agentes económicos.

3. Luego de haberse expuesto los argumentos y observaciones anteriores, la Junta Monetaria, por mayoría, decidió elevar el nivel de la tasa de interés líder de política monetaria en 25 puntos básicos, de 6.25% a 6.50%. Asimismo, la Junta decidió emitir el boletín de prensa anexo a efecto de comunicar tal decisión.

ANEXO



BANCO DE GUATEMALA

BOLETÍN DE PRENSA

LA JUNTA MONETARIA ELEVA LA TASA DE INTERÉS LÍDER DE LA POLÍTICA MONETARIA DE 6.25% A 6.50%, A PARTIR DEL JUEVES 27 DE DICIEMBRE DE 2007

La Junta Monetaria, en su sesión celebrada el 26 de diciembre de 2007, decidió, por mayoría, elevar el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 25 puntos básicos. Dicha decisión se consideró necesaria para moderar el comportamiento de la inflación en el corto y mediano plazos.

La Junta Monetaria, luego de haber conocido el balance de riesgos de inflación, la orientación de las variables indicativas y el Modelo Macroeconómico Semiestructural, concluyó que si bien los factores de oferta han sido determinantes en el comportamiento de la inflación, principalmente por los elevados precios internacionales del petróleo, del trigo y del maíz, también prevalecen factores de demanda que generan presiones inflacionarias.

La Junta Monetaria destacó que, de acuerdo con indicadores de corto plazo, la actividad productiva del país continúa registrando un comportamiento robusto. Asimismo, subrayó la importancia del mantenimiento de la disciplina fiscal, lo que ha venido coadyuvando a aminorar las presiones inflacionarias.

Guatemala, 27 de diciembre de 2007

Con rezago de un mes, se publicará un resumen de los argumentos vertidos en cada sesión de Junta Monetaria en la que se decida acerca de la tasa de interés líder de la política monetaria, el cual podrá consultarse en el sitio Web del Banco de Guatemala www.banguat.gob.gt