

COMITÉ DE EJECUCIÓN

ACTA NÚMERO 8-2008

Sesión 8-2008 celebrada en el edificio del Banco de Guatemala, ubicado en la séptima avenida número veintidós guión cero uno, zona uno de esta ciudad, el lunes dieciocho de febrero de dos mil ocho, a partir de las diecisiete horas.

La Coordinadora, con el quórum correspondiente, sometió a consideración del Comité de Ejecución el proyecto de Orden del Día.

PRIMERO: Primer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- de 2008.

SEGUNDO: Balance de riesgos de inflación.

TERCERO: Discusión.

CUARTO: Otros Asuntos.

No habiendo observaciones, el Comité aprobó el Orden del Día.

PRIMERO: Primer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- de 2008.

El Comité continuó con el análisis sobre el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria que deberá presentar a la Junta Monetaria en la sesión del miércoles 20 de febrero de 2008, en la que dicho cuerpo colegiado decidirá respecto al nivel de dicha tasa de interés. Para tal efecto, los departamentos técnicos presentaron al Comité de Ejecución los pronósticos de mediano plazo generados por el primer corrimiento en 2008 del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, el que se inició con un resumen de las condiciones iniciales del corrimiento; seguidamente, se presentó un reporte de cambios en el pronóstico de la tasa de inflación interanual y de la tasa de interés líder de la política monetaria respecto del pronóstico generado en el cuarto corrimiento del MMS en 2007 (realizado en noviembre). En tal reporte se indicó que el pronóstico de inflación interanual para diciembre de 2008, generado en el primer corrimiento de 2008 (7.27%), es mayor en 1.11 puntos porcentuales al pronóstico generado, para la misma fecha, en el cuarto corrimiento de 2007 (6.16%). Dicho incremento en el pronóstico de inflación se explica principalmente por cambios en los factores siguientes: cambio de meta de política monetaria (0.29%), precio del diesel (0.47%) y pronóstico de inflación de corto plazo (0.20%). Se indicó, asimismo, que el pronóstico de inflación para diciembre de 2009, generado en el primer corrimiento de 2008 (5.70%), es mayor en 1.54 puntos

porcentuales al pronóstico generado, para la misma fecha, en el cuarto corrimiento de 2007 (4.16%). En este caso, el aumento en el pronóstico se explica principalmente por cambios en los factores siguientes: cambio de meta de política monetaria (0.80%), precio del diesel (0.33%) y pronóstico de inflación de corto plazo (0.19%).

Con relación a la tasa de interés líder de la política monetaria, se indicó que el pronóstico promedio para los cuatro trimestres comprendidos entre el primero y el cuarto de 2008, generado en el primer corrimiento de 2008 (6.84%), es mayor en 55 puntos básicos al pronóstico generado, para el mismo período, en el cuarto corrimiento de 2007 (6.29%). Este comportamiento se explica principalmente por cambios en los factores siguientes: precio del diesel (62 puntos básicos), tasa de interés de los Estados Unidos de América (-53 puntos básicos) y tasa de interés líder de la política monetaria (-29 puntos básicos). Por su parte, el pronóstico de tasa de interés líder de la política monetaria promedio para los ocho trimestres comprendidos entre el primero de 2008 y el cuarto de 2009, que fue generado en el primer corrimiento de 2008 (6.00%), es mayor en 3 puntos básicos al pronóstico promedio generado, para el mismo período, en el cuarto corrimiento de 2007 (5.97%). El aumento de este pronóstico promedio se explica principalmente por cambios en los factores siguientes: cambio de meta de política monetaria (-60 puntos básicos), tasa de interés de los Estados Unidos de América (-54 puntos básicos) y precio de diesel (41 puntos básicos).

Se indicó, adicionalmente que al comparar el pronóstico de inflación interanual del modelo con las metas de inflación establecidas en la resolución JM-211-2007, se observa que para finales de 2008 la tasa interanual de inflación se estaría ubicando por encima de la meta de política monetaria, en tanto que para finales de 2009 dicha tasa se estaría ubicando dentro de la correspondiente meta de política monetaria.

Seguidamente se presentó el balance de riesgos del MMS y las correspondientes gráficas de abanico. Al respecto, se indicó que, de acuerdo con el pronóstico generado en el cuarto corrimiento de 2007, existía un 35.17% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encontrara dentro de la meta de política para 2008, un 51.26% de probabilidad de que la tasa en cuestión se ubicara por arriba de la meta y un 13.57% de probabilidad de que la tasa de inflación se situara por debajo de la meta de política monetaria. En cambio, según el pronóstico generado en el primer corrimiento de 2008, existe un 37.97% de probabilidad de que

la tasa de inflación interanual se encuentre dentro de la meta de política monetaria para diciembre de 2008, un 54.73% de probabilidad de que la tasa en cuestión se sitúe por encima de la meta y un 7.30% de probabilidad de que la tasa de inflación se ubique por debajo de la referida meta de política monetaria. Por tanto, el riesgo de exceder la meta de inflación para finales de 2008 se incrementó.

Por otra parte, de acuerdo con el pronóstico generado en el cuarto corrimiento de 2007, existía un 21.86% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encontrara dentro de la meta de política para 2009, un 35.74% de probabilidad de que la tasa en cuestión se ubicara por arriba de la meta y un 42.40% de probabilidad de que la tasa de inflación se situara por debajo de esa meta de política monetaria. En cambio, según el pronóstico generado en el primer corrimiento de 2008, existe un 25.17% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encuentre dentro de la meta de política monetaria para diciembre de 2009, un 39.48% de probabilidad de que la tasa en cuestión se sitúe por encima de la meta y un 35.35% de probabilidad de que la tasa de inflación se ubique por debajo de la referida meta de política monetaria. Por tanto, el riesgo de exceder la meta de inflación para fines de 2009 se incrementó.

Se indicó que los pronósticos de inflación mencionados son condicionales a que la Autoridad Monetaria lleve a cabo una política monetaria que busque la consecución de la meta de inflación de mediano y largo plazos. En ese sentido, la tasa de interés líder, compatible con el pronóstico del MMS generado en el primer corrimiento de 2008, pasa de un valor promedio observado de 6.00% en el cuarto trimestre de 2007 a uno de 7.00% en el primer trimestre de 2008 y a 7.16% en el segundo trimestre de 2008. Luego, a partir del tercer trimestre de 2008 comienza una trayectoria descendente que llega a 6.33% en el cuarto trimestre de dicho año y a 4.78% en el cuarto trimestre de 2009. Comparando la trayectoria recién descrita con la que fue prescrita por el cuarto corrimiento del MMS en 2007, las tasas de interés de política prescritas por el primer corrimiento de 2008 son mayores para los cinco primeros trimestres del horizonte de pronóstico, lo cual es consistente con el pronóstico de tasas de inflación más elevadas.

SEGUNDO: Balance de riesgos de inflación.

Los departamentos técnicos presentaron al Comité de Ejecución el balance de riesgos de inflación, enfatizando los aspectos siguientes:

En cuanto a las condiciones externas, se indicó que el precio internacional del petróleo, al 14 de febrero de 2008 se ubicó, en promedio, en US\$90.95 por barril, lo que significa una reducción de US\$0.79 por barril (0.86%) respecto del precio promedio registrado durante diciembre de 2007 (US\$91.74 por barril). Por su parte, el precio del crudo para entrega en diciembre de 2008, según el servicio informativo Bloomberg, el 14 de febrero de 2008 se situó en US\$93.82 por barril, superior en US\$2.85 por barril (3.13%) respecto del precio registrado para la misma posición el 31 de diciembre de 2007 que fue de US\$90.97 por barril. Sobre el particular, según informes de expertos internacionales, el referido comportamiento en el precio del crudo se asocia a factores de demanda, de oferta y a la especulación observada en el mercado. En cuanto a los factores de demanda, se hizo referencia a las expectativas de mayor desaceleración en el crecimiento económico de los Estados Unidos de América, considerado el mayor consumidor de petróleo, las cuales han provocado una reducción en la proyección de demanda de crudo. Por el lado de los factores de oferta, se mencionó, por una parte, que en reunión extraordinaria realizada el 1 de febrero de 2008, la Organización de Países Exportadores de Petróleo -OPEP- acordó mantener invariable el nivel actual de producción de crudo (29.67 millones de barriles diarios), 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 registró su quinto incremento consecutivo al ubicarse en 301.1 millones de barriles, el 8 de febrero de 2008, aunque aún se mantiene por debajo de los niveles registrados en el mismo mes del año previo. 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, puede incidir en un nuevo incremento en el precio a futuro del mismo, así como de sus derivados.

En cuanto al comportamiento del precio internacional del maíz, se informó que éste registró un alza importante al ubicarse el 14 de febrero de 2008 en US\$9.00 por quintal, superior en 18.89% al observado a finales de 2007 (US\$7.57 por quintal), por lo que su seguimiento en el balance de riesgos es relevante como factor de oferta.

En lo que concierne al precio internacional del trigo, se mencionó que el mismo continúa con su tendencia al alza, ubicándose el 14 de febrero de 2008 en US\$16.19 por quintal, lo que representa un incremento de 11.73% respecto del nivel observado

a finales de diciembre de 2007 (US\$14.49 por quintal), lo que denota que continúa siendo una fuente de presiones inflacionarias, sobre todo si se considera que a nivel interno se utiliza como insumo en la producción de harina, de pan y de pastas alimenticias.

En lo relativo al índice compuesto de la inflación de los principales socios comerciales de Guatemala, se indicó que aunque éste se redujo levemente en diciembre de 2007 al ubicarse en 5.07%, se situó por arriba del valor registrado en diciembre de 2006 (3.43%). Se agregó que en el caso del ritmo inflacionario en los Estados Unidos de América, éste se ubicó en diciembre de 2007 en 4.08%, inferior al observado en noviembre de 2007 (4.31%), pero superior al registrado en diciembre de 2006 (2.54%); por lo que, tomando en cuenta que dicho país es que el tiene el mayor peso relativo dentro del índice, por esa vía los riesgos de inflación importada persisten.

En cuanto a las condiciones internas, se indicó que la inflación intermensual en enero de 2008 se situó en 0.99%, inferior en 0.33 puntos porcentuales a la registrada en enero de 2007 (1.32%) y menor en 0.26 puntos porcentuales al promedio de las variaciones registradas en enero durante los últimos ocho años (1.25%). Por su parte, el ritmo inflacionario total y el ritmo inflacionario subyacente observados a enero de 2008 (8.39% y 8.67%, respectivamente), aunque registraron una disminución respecto del mes anterior, se ubicaron por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada por Junta Monetaria para 2008 (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales).

Las proyecciones econométricas de la inflación total y de la inflación subyacente para diciembre de 2008 y para diciembre de 2009, se ubican por arriba del valor puntual de la meta de inflación para ambos años, pero dentro del respectivo margen de tolerancia de la meta de inflación determinada para los referidos años. En cuanto a los resultados de la encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas privados realizada en enero de 2008, la misma revela que dicho panel proyecta un ritmo inflacionario para finales de 2008, mayor al que se pronosticó en diciembre de 2007.

En lo que se refiere a la ejecución de las finanzas públicas, se indicó que de acuerdo con cifras preliminares al 31 de enero de 2008, se registró un superávit de Q531.8 millones, equivalente a 0.2% del Producto Interno Bruto -PIB- (superávit de

Q855.6 millones a enero de 2007, equivalente a 0.3% del PIB). No obstante, se mencionó que al 14 de febrero de 2008 el nivel de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala se ubicaba, en promedio, en alrededor de Q1,350.0 millones por debajo de lo programado en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia vigente. En adición, existe incertidumbre fiscal, sobre todo si se toma en cuenta que la deuda flotante todavía no tiene una fuente concreta de financiamiento.

Las operaciones de estabilización monetaria con el sector privado, en lo que va del año se han ubicado, en promedio, en aproximadamente Q152.0 millones por debajo del nivel programado. Se destacó que en contraste al efecto monetizante tanto de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala como de las operaciones de estabilización monetaria con el sector privado, la posición con bancos y financieras en moneda nacional ha tenido un efecto desmonetizante, en promedio, de Q925.0 millones, debido a que el encaje bancario en moneda nacional se ha ubicado por arriba de los niveles programados. Asimismo, se indicó que la emisión monetaria registró un desvío decreciente hasta el 31 de enero de 2008 (alrededor de Q257.0 millones), ubicándose en las últimas dos semanas dentro del corredor programado.

En lo relativo a las variables indicativas se señaló que al comparar su situación a la fecha que se informa respecto a la observada el mes anterior, el 31.10% de las variables aconseja una orientación de política monetaria restrictiva (57.69% el mes previo); 39.78% sugiere una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (24.45% el mes previo); 8.79% sugiere una orientación de política monetaria invariable (igual porcentaje en el mes previo); y, el restante 20.33% aconseja una orientación de política monetaria relajada (9.07% el mes previo). Así también, se mencionó que el ritmo de crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado, si bien continúa ubicándose por arriba del corredor programado para 2008, se ha venido desacelerando gradualmente y el desvío respecto del referido corredor es menor que el registrado en enero. Por su parte, los medios de pago totales mantienen un comportamiento congruente con los valores programados, situándose dentro del corredor estimado para 2008.

TERCERO: Discusión.

Con base en las presentaciones de los departamentos técnicos relativas al balance de riesgos de inflación, a los resultados del primer corrimiento en 2008 del

Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, así como al comportamiento de las variables indicativas de la política monetaria, el Comité deliberó acerca del contenido de las mismas con el propósito de presentar a la Junta Monetaria elementos de análisis, así como consideraciones y conclusiones que pudieran ser útiles en la sesión en la que dicho cuerpo colegiado decidirá respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, programada para el miércoles 20 de febrero de 2008.

Con relación al comportamiento de la inflación a enero de 2008, en el Comité se hizo referencia a que el ritmo inflacionario total se ubicó en 8.39%, el cual es inferior en 0.36 puntos porcentuales respecto al registrado en diciembre de 2007. En adición a ello, al realizar un análisis prospectivo del comportamiento de la inflación, se indicó que las proyecciones del ritmo inflacionario total para finales de 2008 provenientes del promedio aritmético de los dos modelos econométricos que se vienen utilizando, apuntan a un ritmo inflacionario de 6.91%, el cual se ubica por arriba del valor puntual de la meta de inflación (5.5%), pero dentro del margen de tolerancia de +/- 1.5 puntos porcentuales, en tanto que para finales de 2009 se proyecta un ritmo inflacionario de 6.47%, porcentaje que se sitúa por arriba del valor puntual de la meta de inflación determinada para dicho año (5.5%), pero dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual.

En lo que concierne a las proyecciones del ritmo inflacionario subyacente, se mencionó que tanto la proyección para diciembre de 2008 (6.59%) como la proyección para diciembre de 2009 (6.21%), se sitúan por arriba del valor puntual de la meta de inflación establecida para esos años (5.5%), pero dentro de los respectivos márgenes de tolerancia.

El Comité también analizó los riesgos del entorno en que actualmente se ejecuta la política monetaria. En cuanto a los riesgos asociados al entorno externo, se discutió acerca de la evolución en el precio internacional del petróleo, del maíz y del trigo, así como del comportamiento reciente en la inflación de los principales socios comerciales del país. Al respecto, se destacó que la evolución de las variables citadas aún sigue reflejando la persistencia de riesgos inflacionarios, por lo que su seguimiento cercano es relevante en el balance de riesgos de inflación.

En el contexto descrito, un miembro del Comité señaló que aun cuando la coyuntura actual es compleja, consideraba que es conveniente hacer un ajuste al alza en la tasa de interés líder, con fundamento en los aspectos siguientes: a) el peso

relativo del segmento de variables indicativas que sugieren restringir las condiciones monetarias se redujo de 57.69% a 31.10%, mientras que el porcentaje de variables que sugieren una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva se incrementó de 24.45% a 39.78%. Estos últimos porcentajes son todavía importantes; b) el ritmo inflacionario total si bien se ha desacelerado en los dos últimos meses, su nivel de 8.39% todavía lo ubica como un ritmo inflacionario históricamente alto, aspecto que podría mantener las expectativas inflacionarias por encima de la meta de inflación; c) en las finanzas públicas se ha generado cierta incertidumbre, sobre todo si se toma en cuenta que la deuda flotante todavía no tiene una fuente concreta de financiamiento; y, d) los choques de oferta asociados al alza en los precios internacionales del petróleo, del trigo y del maíz, continúan presentes, lo que denota que se debe estar atento a moderar, en un marco de prudencia y gradualidad, los efectos de segunda vuelta. Con base en lo expuesto, indicó que consideraba que en términos de la política monetaria era importante tomar acciones al inicio del año, encaminadas al logro de la meta inflación fijada en la política monetaria para 2008 y con ello moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos, por lo que era de la opinión de sugerir un ajuste de 25 puntos básicos en la tasa de interés líder.

Un miembro del Comité indicó que conforme a información proporcionada por el Ministerio de Finanzas Públicas, en el marco de la coordinación de las políticas monetaria y fiscal, la decisión de dicho ministerio es establecer la fuente de financiamiento para la deuda flotante, a efecto de que no genere impacto monetario o que éste sea mínimo.

Otros miembros del Comité manifestaron que dado que la coyuntura es compleja, es conveniente hacer el análisis integral de variables e indicadores macroeconómicos que se suele efectuar para determinar la pertinencia de un ajuste en la tasa de interés líder. Al respecto, se indicó que es fundamental tomar en cuenta tanto los elementos que aconsejan restringir como los elementos que recomiendan mantener invariables las condiciones monetarias. En lo que concierne a los factores que recomiendan mantener invariables las condiciones monetarias se citaron los siguientes: a) las proyecciones econométricas de la inflación total para diciembre de 2008 (6.91%) y de 2009 (6.47%) se ubican por arriba del valor puntual de la meta de inflación determinada para cada uno de esos años, pero dentro de los respectivos márgenes de tolerancia; b) tanto el ritmo inflacionario total como el subyacente se

desaceleraron en diciembre de 2007 y en enero de 2008; c) el segmento de variables indicativas que sugieren restringir la política monetaria, disminuyó; d) las variables monetarias relativas a la liquidez primaria y los medios de pagos mantienen un comportamiento congruente con los valores programados; y, e) el crédito bancario al sector privado muestra una tendencia decreciente.

Por otra parte, se señaló que entre los factores que aconsejan restringir la política monetaria destacan los siguientes: a) la persistencia de los choques de oferta externos, los cuales continúan representando riesgos inflacionarios (precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo), por lo que es importante contrarrestar sus efectos de segunda vuelta; b) las proyecciones de inflación derivadas de métodos econométricos y los pronósticos provenientes del Modelo Macroeconómico Semiestructural, se ubican por arriba del valor puntual de las metas de inflación determinadas tanto para 2008 como para 2009; y, c) las expectativas de inflación del panel de analistas privados se mantienen por arriba del límite superior de la meta de inflación determinada tanto para 2008 como para 2009.

Como resultado de la discusión y análisis y luego de amplias deliberaciones, en el seno del Comité privó el criterio de que es recomendable que en esta oportunidad se hiciera una pausa en las medidas de restricción monetaria y se observara la evolución del balance de riesgos de inflación a efecto de establecer sus cambios y orientación en el próximo mes, por lo que resulta importante darle un seguimiento estrecho a las principales variables e indicadores macroeconómicos, tanto internos como externos. En el contexto descrito, el Comité de Ejecución arribó a la conclusión de que es pertinente recomendar a Junta Monetaria que en esta ocasión se mantenga invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria.

CUARTO: Otros asuntos.

No habiendo otros asuntos que tratar, la sesión finalizó a las diecinueve horas con treinta minutos, en el mismo lugar y fecha al inicio indicados, firmando de conformidad los participantes.