

COMITÉ DE EJECUCIÓN

ACTA NÚMERO 31-2008

Sesión 31-2008 celebrada en el edificio del Banco de Guatemala, ubicado en la séptima avenida número veintidós guión cero uno, zona uno de esta ciudad, el viernes trece de junio de dos mil ocho, a partir de las quince horas con cuarenta minutos.

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

PRIMERO: Conocimiento de los proyectos de acta números 29-2008 y 30-2008, correspondientes a las sesiones celebradas el 6 y el 9 de junio de 2008, respectivamente.

CIRCULARON: proyectos de acta números 29-2008 y 30-2008.

SEGUNDO: Información de los mercados y variables monetarias.

- a) Mercado de Dinero
- b) Mercado Cambiario
- c) Variables Indicativas
- d) Flujo Estimado de Monetización
- e) Propuesta de cupos para la licitación de depósitos a plazo

TERCERO: Reporte mensual de riesgos de inflación del Modelo Macroeconómico Semiestructural.

CUARTO: Balance de riesgos de inflación.

QUINTO: Discusión y determinación de cupos para la licitación de depósitos a plazo.

- a) Discusión
- b) Determinación de cupos para la licitación de depósitos a plazo

SEXTO: Otros asuntos e informes.

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

PRIMERO: La Coordinadora sometió a consideración los proyectos de acta correspondientes.

No habiendo observaciones, el Comité aprobó las actas números 29-2008 y 30-2008.

SEGUNDO: Información de los mercados y variables monetarias.

La Coordinadora solicitó que se proporcionara la información correspondiente.

- a) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, con relación al Mercado de Dinero, informó que durante el período del 6 al 12 de junio de 2008, se registraron captaciones de Depósitos a Plazo -DP- por Q2,705.7 millones y

vencimientos por Q2,769.1 millones, lo que dio como resultado vencimientos netos por Q63.4 millones, asociados a las operaciones realizadas en licitación por medio de las bolsas de comercio (vencimientos netos por Q67.0 millones); en licitaciones en forma directa con entidades públicas (vencimientos netos por Q19.4 millones); en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en el Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S. A. (captaciones netas por Q116.0 millones); y, en ventanilla (vencimientos netos por Q93.0 millones).

Respecto a las captaciones de DP indicó que, durante el período del 6 al 12 de junio de 2008, para el caso de licitaciones, las mismas se efectuaron por fecha de vencimiento y precio, indicó que en la licitación efectuada por medio de las bolsas de comercio, el precio de corte fue de 98.2488% para los vencimientos del 8 de septiembre de 2008, equivalente a una tasa de rendimiento de 7.1492%; de 96.5580% para los vencimientos del 8 de diciembre de 2008, equivalente a una tasa de rendimiento de 7.1490%; de 94.9371% para los vencimientos del 9 de marzo de 2009, equivalente a una tasa de rendimiento de 7.1301% y de 93.3529% para los vencimientos del 8 de junio de 2009, equivalente a una tasa de rendimiento de 7.1400%; mientras que para la licitación efectuada en forma directa con las entidades públicas, el precio de corte fue de 98.3691% para los vencimientos el 8 de septiembre de 2008, equivalente a una tasa de rendimiento de 6.6500% y de 94.9439% para los vencimientos el 9 de marzo de 2009, equivalente a una tasa de rendimiento de 7.1200%. Por su parte, en la MEBD y en el Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S. A., las captaciones se realizaron al plazo de 7 días, a la tasa de interés líder de la política monetaria de 6.75%.

Con relación a las operaciones de inyección de liquidez informó que, durante el período del 6 al 12 de junio de 2008, se efectuaron operaciones por Q17.9 millones al plazo de 7 días, a la tasa de interés de 8.25%. Indicó que en las referidas operaciones se recibieron como garantía Certificados Representativos de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala expresados en dólares de los Estados Unidos de América.

En cuanto a la tasa de interés promedio ponderado del total de operaciones de reporto realizadas en las bolsas de comercio del país, indicó que durante el período del 6 al 12 de junio de 2008, la mínima fue de 6.71%, observada el 11 de junio de 2008 y la máxima de 6.93%, registrada el 9 de junio de 2008. Asimismo, señaló que los montos negociados fueron garantizados con títulos públicos y que la tasa de interés promedio ponderado durante dicho período fue de 6.85%.

Por otra parte, informó que el 12 de junio del año en curso se realizaron operaciones de reporto en el mercado bursátil y extrabursátil, por los bancos del sistema y por las sociedades financieras, con depósitos a plazo del Banco de Guatemala y con Bonos del Tesoro de la República de Guatemala por Q112.0 millones con un rendimiento promedio ponderado de 6.7830%, de las cuales Q17.0 millones se realizaron en el mercado bursátil a una tasa de rendimiento de 6.8500% y Q95.0 millones en el mercado extrabursátil a una tasa de rendimiento de 6.7711%; así también US\$4.8 millones con un rendimiento promedio ponderado de 4.0000% en el mercado bursátil.

Finalmente, informó que con relación a los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, durante el período del 6 al 12 de junio de 2008, se registraron colocaciones por Q27.9 millones y vencimientos por US\$0.1 millones.

b) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 5 al 11 de junio de 2008, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$60.4 millones y el de venta fue de US\$66.8 millones y que los tipos de cambio promedio ponderado de las referidas operaciones mostraron al inicio del período una tendencia hacia el alza, la cual se revirtió al final del mismo. En efecto, el jueves 5 de junio fueron de Q7.46402 por US\$1.00 para la compra y de Q7.49091 por US\$1.00 para la venta; en ese orden, el viernes 6 de junio fueron de Q7.48902 y de Q7.52389; el lunes 9 de junio fueron de Q7.47396 y de Q7.50165; el martes 10 de junio fueron de Q7.46395 y de Q7.48290; y, el miércoles 11 de junio fueron de Q7.45449 y de 7.47797. Asimismo, indicó que el tipo de cambio de referencia vigente para el 13, 14 y 15 de junio del presente año es de Q7.46795 por US\$1.00.

En lo que se refiere a los sistemas electrónicos de negociación de divisas que administra la Bolsa de Valores Nacional, S. A., comentó que en el período del 6 al 12 de junio de 2008 en el Sistema Privado Institucional de Divisas -SPID-, no se realizaron operaciones. En lo que respecta al Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI-, de conformidad con lo establecido en la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, el Banco Central convocó a subasta de compra de dólares de los Estados Unidos de América el 12 de junio de 2008, por un monto de US\$8.0 millones, del cual se adjudicaron US\$6.0 millones a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.47113 por US\$1.00.

Por otra parte, informó que en el Mercado de Futuros de Divisas que opera la Bolsa de Valores Nacional, S.A., en el período del 6 al 12 de junio de 2008, no se cerraron operaciones y que, al jueves 12 de junio, no existe precio de referencia para el mercado a liquidarse en junio de 2008.

c) El Director del Departamento de Estudios Económicos informó que entre el 5 y el 12 de junio de 2008, según cifras preliminares, la posición diaria de encaje del sistema bancario pasó de una posición de Q479.4 millones a una de Q526.5 millones. Asimismo, mencionó que durante dicho período se registraron operaciones netas de inyección de liquidez del Banco de Guatemala por Q0.2 millones. Por su parte, la posición promedio de encaje en el citado período pasó de Q541.8 millones a Q437.8 millones.

Destacó que en el período del 5 al 12 de junio de 2008, los principales factores desmonetizantes de la emisión monetaria fueron el incremento en el saldo de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q112.5 millones y la disminución en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente en quetzales a Q167.2 millones; mientras que los principales factores monetizantes fueron la disminución en el saldo de los depósitos a plazo constituidos en el Banco Central por Q63.4 millones y en el encaje bancario por Q29.3 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia manifestó que, con datos observados a mayo de 2008, para diciembre de 2008 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 8.89% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 10.16%; el promedio simple de ambos modelos se sitúa en 9.53%, porcentaje que se ubica por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales), lo que sugiere una política monetaria restrictiva; y, para diciembre de 2009, la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 8.65% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 7.92%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 8.29%, el cual se encuentra por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación (5.5% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria restrictiva.

Con relación a la inflación subyacente esperada para diciembre de 2008, con datos observados a mayo de 2008, estimada con un modelo auto regresivo integrado de promedios móviles ARIMA es de 8.20%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial es de 8.26%; el promedio simple de ambos modelos es de

8.23%, el cual se ubica por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales), lo que sugiere que la política monetaria sea restrictiva; y, para diciembre de 2009, la inflación subyacente estimada con un modelo auto regresivo integrado de promedios móviles ARIMA, es de 7.65%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial es de 6.69%; el promedio simple de ambos modelos es de 7.17%, el cual se ubica por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación (5.5% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria restrictiva.

Con respecto a la tasa de interés parámetro, informó que al 5 de junio de 2008, el límite inferior fue de 6.24%, en tanto que el límite superior se ubicó en 10.19%; mientras que la tasa de interés líder de la política monetaria es de 6.75%, la cual se encuentra dentro del margen de tolerancia estimado para la tasa parámetro, situación que sugiere una política monetaria invariable. En lo que se refiere a la tasa de interés pasiva de paridad, manifestó que, al 5 de junio de 2008, el límite inferior fue de 4.37% y el límite superior de 5.27%, en tanto que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 7.41%, la cual se ubica por arriba del límite superior del margen de fluctuación de la tasa de interés pasiva de paridad, lo que sugiere relajar la política monetaria.

En cuanto a la liquidez primaria, indicó que la emisión monetaria observada al 12 de junio de 2008, se encuentra Q232.9 millones por debajo del límite inferior del corredor programado, lo que sugiere relajar la política monetaria; por su parte, la base monetaria amplia, a la misma fecha, se encuentra dentro del corredor programado, lo que sugiere mantener invariable la política monetaria. La orientación promedio de las desviaciones para la presente semana (-Q116.5 millones) estaría indicando relajar la política monetaria.

En cuanto a los medios de pago totales, el crecimiento interanual observado al 5 de junio de 2008 ascendió a 9.1%, el cual se ubica por debajo del límite inferior del corredor estimado para dicha variable para la misma fecha (10.9% a 13.9%), lo que sugiere relajar la política monetaria; en tanto que la estimación econométrica de los medios de pago para diciembre de 2008 es de 9.9%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del rango esperado para diciembre de 2008 (11.0% a 14.0%), lo que estaría sugiriendo relajar la política monetaria. La orientación promedio de las desviaciones para la presente semana (-1.45%) sugiere por lo tanto relajar la política monetaria. Asimismo, a la fecha indicada, la variación interanual del crédito bancario

al sector privado registró un crecimiento de 20.3%, el cual se ubica por debajo del límite inferior del corredor estimado para el 5 de junio de 2008 (20.5% a 23.5%), lo que sugiere una política monetaria relajada; por su parte, la estimación econométrica para finales de 2008 del crédito bancario al sector privado es de 15.4%, la cual se ubica por debajo del rango esperado (17.0% a 20.0%), lo que sugiere una política monetaria relajada. La orientación promedio de las desviaciones para la presente semana es de -0.90%, sugiere por lo tanto, una política monetaria relajada.

Con relación a las expectativas de inflación del panel de analistas privados, indicó que, según la encuesta realizada en mayo de 2008, para diciembre de 2008 la proyección de inflación se ubica en 9.92%, la cual se encuentra por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales), lo que sugiere una política monetaria restrictiva; y, para diciembre de 2009, la proyección de inflación se ubica en 8.23%, la cual también se encuentra por arriba del margen de tolerancia estimado para dicho año (5.5% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere restringir la política monetaria. Asimismo, indicó que la variable expectativas implícitas de inflación, con datos a mayo de 2008, muestra un ritmo inflacionario de 6.16%, el cual se ubica por arriba del valor puntual de la meta de inflación y dentro de su margen de tolerancia para 2008 (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales), lo que sugiere una política monetaria moderadamente restrictiva.

Con relación al Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- utilizado en mayo de 2008 para pronosticar el ritmo de inflación total, éste proyectaba para diciembre de 2008 un ritmo inflacionario de 8.62%, condicionado a ajustes graduales en la tasa de interés líder de la política monetaria hasta situarse, en promedio, en el último trimestre de dicho año en 7.11%. Asimismo, el pronóstico de dicho modelo para un horizonte de mediano plazo, proyecta para diciembre de 2009 un ritmo inflacionario de 6.44%, condicionado a ajustes graduales en la tasa de interés líder de la política monetaria hasta situarse, en promedio, en el último trimestre de dicho año en 4.16%.

Respecto de la orientación de las variables indicativas, con relación a la semana anterior, la variable "Liquidez Primaria" pasó de sugerir una orientación de política monetaria restrictiva a aconsejar que la misma sea relajada. En ese sentido, conforme al peso relativo asignado a las variables indicativas, se informó que 35.80% de las mismas sugiere una orientación de política monetaria restrictiva (47.45% la semana anterior), 16.67% una orientación de política monetaria moderadamente

restrictiva (16.23% la semana anterior), 9.34% una orientación de política monetaria invariable (igual porcentaje la semana anterior) y 38.19% una orientación de política monetaria relajada (26.93% la semana anterior).

Por otra parte, indicó que con relación al comportamiento del tipo de cambio nominal, los límites superior e inferior del corredor estimado (conforme a su estacionalidad) para la semana del 9 al 13 de junio de 2008 fueron de Q7.767 y de Q7.647 por US\$1.00, respectivamente; en tanto que el nivel observado (calculado como el promedio del tipo de cambio en el mercado institucional de divisas para el período comprendido entre el 9 al 12 de junio) fue de Q7.477 por US\$1.00, con lo que el valor observado del tipo de cambio nominal se ubicó por debajo del límite inferior del referido corredor.

d) El Subdirector del Departamento de Estudios Económicos informó al Comité acerca de los factores monetizantes y desmonetizantes previstos en el Flujo Estimado de Monetización para la semana del 13 al 19 de junio de 2008, los cuales indican un excedente de liquidez primaria por Q2,651.0 millones debido, principalmente, a vencimientos de DP y al uso de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala; si a ello se adiciona la posición diaria de liquidez bancaria por Q250.2 millones y el excedente acumulado de emisión monetaria negativo por Q232.9 millones, resulta un excedente de liquidez agregada estimada para el referido período de Q2,668.2 millones; de darse estos factores, para hacer compatible la oferta de emisión con la demanda programada, sería necesario recolocar los DP que vencen durante el período (Q2,425.2 millones, según registros al 12 de junio de 2008) y realizar captaciones adicionales por alrededor de Q243.1 millones.

e) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, con base en el flujo estimado de monetización y en los lineamientos establecidos para la determinación de los cupos para la licitación de depósitos a plazo por medio de las bolsas de comercio, propuso al Comité de Ejecución que los mismos fueran de Q30.0 millones, de Q30.0 millones, de Q55.0 millones y de Q75.0 millones; para las fechas de vencimiento 8 de septiembre de 2008, 8 de diciembre de 2008, 9 de marzo de 2009 y 8 de junio de 2009, respectivamente; y, para la fecha de vencimiento 7 de junio de 2010, sin cupo preestablecido.

TERCERO: Reporte mensual de riesgos de inflación del Modelo Macroeconómico Semiestructural

El Comité continuó deliberando acerca del análisis que sobre el nivel de la tasa

de interés líder de la política monetaria deberá presentar a Junta Monetaria en la sesión del miércoles 18 de junio, fecha en la que dicho cuerpo colegiado decidirá respecto al nivel de dicha tasa de interés. Para tal efecto, los departamentos técnicos presentaron al Comité, por un lado, el Reporte Mensual de Riesgos de Inflación del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- y, por el otro, el Balance de Riesgos de Inflación.

En lo que concierne al Reporte Mensual de Riesgos de Inflación del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, éste indica la dirección en la que los datos surgidos en el último mes (del 11 de mayo al 10 de junio de 2008) afectan los riesgos que rodean al pronóstico de mediano plazo basado en el segundo corrimiento del MMS en 2008 (efectuado en mayo). La generación del mencionado reporte se basa en corrimientos iterativos y mecánicos del MMS, con base en los nuevos datos (históricos y/o pronosticados) de las diversas variables que alimentan la base de datos del modelo en cuestión.

Se mencionó que el Reporte Mensual de Riesgos de Inflación no constituye un nuevo pronóstico completo de inflación, pues no incorpora el análisis cualitativo inherente a la generación del pronóstico completo que se ha venido presentando con frecuencia trimestral. En ese sentido, el mencionado reporte se limita a presentar el resultado de procesar los nuevos datos disponibles en un corrimiento mecánico del MMS. Por consiguiente, se señaló que los resultados cuantitativos presentados en este tipo de reporte no deben ser interpretados literalmente, sino sólo como indicativos de la dirección de los riesgos en torno al último pronóstico trimestral.

Con relación al efecto de los nuevos datos disponibles sobre el pronóstico de la inflación interanual, se indicó que dicho efecto apuntaría hacia un aumento del riesgo de inflación, pues la trayectoria generada por el corrimiento mecánico del MMS efectuado en junio se desplaza a tasas superiores en comparación con la trayectoria generada en mayo por el pronóstico del segundo corrimiento del MMS en 2008. Congruente con lo anterior, se señaló que los nuevos datos implican una trayectoria para la tasa de interés líder de la política monetaria en niveles superiores con relación a la correspondiente trayectoria del segundo corrimiento del MMS en 2008, en el horizonte de pronóstico comprendido desde el tercer trimestre de 2008 hasta el cuarto trimestre de 2009.

Seguidamente, los departamentos técnicos presentaron la descomposición del efecto de los nuevos datos sobre el pronóstico del MMS generado en el segundo

corrimiento de 2008 (realizado en mayo), para el cuarto trimestre de 2008. En términos de la inflación interanual, indicaron que la proyección para el cuarto trimestre de 2008 aumenta en 0.29 puntos porcentuales, al pasar de 8.62% (en el pronóstico del segundo corrimiento de 2008) a 8.91% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicho comportamiento se explica por los nuevos datos del precio del diesel (17 céntimos de punto porcentual al alza), por los nuevos datos de la inflación de los Estados Unidos de América (2 céntimos de punto porcentual al alza), por los nuevos datos de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (1 céntimo de punto porcentual a la baja), por los nuevos datos del Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE- de demanda doméstica (1 céntimo de punto porcentual a la baja), por los nuevos datos de inflación (10 céntimos de punto porcentual al alza) y por los nuevos datos del tipo de cambio nominal (2 céntimos de punto porcentual al alza). En términos de la tasa de interés líder de la política monetaria, el promedio de dicha variable, para los trimestres comprendidos entre el segundo y el cuarto de 2008, aumenta en 17 puntos básicos, al pasar de 7.47% (en el pronóstico del segundo corrimiento de 2008) a 7.64% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicho aumento es explicado por el efecto de los nuevos datos del precio del diesel (12 puntos básicos al alza), por los nuevos datos de la inflación de los Estados Unidos de América (1 punto básico al alza), por los nuevos datos de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (3 puntos básicos a la baja), por los nuevos datos de inflación (4 puntos básicos al alza) y por los nuevos datos del tipo de cambio nominal (3 puntos básicos al alza).

En cuanto a la descomposición del efecto de los nuevos datos sobre el pronóstico del MMS generado en el segundo corrimiento de 2008 (efectuado en mayo) para el cuarto trimestre de 2009, se indicó que, en términos de la inflación interanual, la proyección para el cuarto trimestre de 2009 aumenta en 0.35 puntos porcentuales, al pasar de 6.44% (en el segundo corrimiento de 2008) a 6.79% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicho incremento se explica por los nuevos datos del precio del diesel (29 céntimos de punto porcentual al alza), por los nuevos datos de la inflación de los Estados Unidos de América (2 céntimos de punto porcentual al alza), por los nuevos datos de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (5 céntimos de punto porcentual a la baja), por los nuevos datos del -IMAE- de demanda doméstica (1 céntimo de punto porcentual a la baja), por los nuevos datos de inflación (5 céntimos de punto porcentual al alza) y por los nuevos

datos del tipo de cambio nominal (5 céntimos de punto porcentual al alza).

En términos de la tasa de interés líder de la política monetaria, se señaló que el promedio de dicha variable, para los trimestres comprendidos entre el segundo de 2008 y el cuarto de 2009, aumenta en 38 puntos básicos, al pasar de 6.11% (en el pronóstico del segundo corrimiento de 2008) a 6.49% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Tal comportamiento se explica por los nuevos datos del precio del diesel (35 puntos básicos al alza), por los nuevos datos de la inflación de los Estados Unidos de América (1 punto básico al alza), por los nuevos datos de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (4 puntos básicos a la baja), por los nuevos datos de inflación (3 puntos básicos al alza) y por los nuevos datos del tipo de cambio nominal (3 puntos básicos al alza).

En resumen, los departamentos técnicos indicaron que, con relación al segundo corrimiento del MMS en 2008 (realizado en mayo), el corrimiento mecánico de junio de 2008 indica una trayectoria de tasas de inflación más altas, por encima de las metas vigentes de política monetaria establecidas para 2008 y para 2009, así como una trayectoria para la tasa de interés líder de política monetaria más alta a lo largo del horizonte del pronóstico.

CUARTO: Balance de riesgos de inflación.

En lo relativo al Balance de Riesgos de Inflación se destacaron los aspectos siguientes:

En cuanto a las condiciones externas, se indicó que el precio internacional del petróleo del 1 al 12 de junio de 2008 se ubicó, en promedio, en US\$131.05 por barril, lo que significa un incremento de US\$5.59 por barril (4.46%) respecto del precio promedio registrado en mayo de 2008 (US\$125.46 por barril) y un aumento de US\$39.31 por barril (42.85%) en relación al 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*, se situó el 12 de junio en US\$137.91 por barril, superior en US\$46.94 por barril (51.60%) al 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, especialmente a la especulación observada en el mercado. En cuanto a los factores de demanda, se hizo referencia al debilitamiento del dólar de los Estados Unidos de América respecto a otras monedas, el cual ha estimulado la participación de los

inversionistas en el mercado de futuros. Por el lado de los factores de oferta, se mencionó en primer lugar, que la Organización de Países Exportadores de Petróleo -OPEP- en su última reunión (5 de marzo de 2008), acordó mantener invariable su nivel actual de producción de 29.67 millones de barriles diarios, el cual se considera insuficiente para satisfacer la demanda actual; y, en segundo lugar, que según información del Departamento de Energía de los Estados Unidos de América, el nivel de reservas de petróleo de ese país se redujo por cuarta semana consecutiva, ubicándose en 302.2 millones de barriles, el 6 de junio de 2008. 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 el comportamiento del 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 12 de junio de 2008 en US\$11.66 por quintal, superior en 8.87% al observado a finales de mayo (US\$10.71 por quintal) y mayor en 54.03% al registrado en diciembre de 2007 (US\$7.57 por quintal), por lo que su seguimiento en el balance de riesgos continúa siendo relevante como factor de oferta. Asimismo, se hizo referencia a que, de acuerdo con información del Instituto Nacional de Estadística -INE-, en mayo el precio interno del maíz blanco (con ponderación en el Índice de Precios al Consumidor -IPC- de 0.75%) registró una leve disminución en su precio al situarse en Q119.00 por quintal, inferior en 0.23% al observado a finales de abril (Q119.27 por quintal), pero superior en 5.31% al registrado en diciembre de 2007 (Q113.00 por quintal). Tomando en cuenta que el precio de dicho producto continúa elevado y dada su incidencia sobre los precios de otros productos de la canasta básica (particularmente el de los productos de tortillería y carne de aves), todavía persisten riesgos inflacionarios por esa vía.

En lo que concierne al precio internacional del trigo, se mencionó que el mismo detuvo la tendencia decreciente que registraba desde marzo de 2008, al ubicarse el 12 de junio en US\$11.20 por quintal, lo que representa un aumento de 2.10% respecto del nivel observado a finales de mayo de 2008 (US\$10.97 por quintal) y una disminución de 22.71% respecto al nivel registrado a finales de diciembre de 2007. En esas circunstancias, el referido precio continúa siendo una fuente de presiones inflacionarias, en virtud de que aún permanece por arriba de los niveles registrados durante los primeros seis meses de 2007, lo que podría continuar incidiendo en los

precios de los productos derivados, como la harina, el pan y las pastas alimenticias.

En lo relativo al índice compuesto de la inflación de los principales socios comerciales de Guatemala, se indicó que en mayo de 2008 se ubicó en 5.53%, por encima del valor registrado en diciembre de 2007 (5.07%). Se agregó que en el caso del ritmo inflacionario en los Estados Unidos de América, éste se ubicó en mayo de 2008 en 4.18%, superior al observado tanto en abril de 2008 (3.94%) como al registrado en mayo de 2007 (2.69%); 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 permanecen vigentes.

En cuanto a las condiciones internas, se indicó que la inflación mensual en mayo de 2008 se situó en 1.43%, superior en 1.69 puntos porcentuales a la registrada en mayo de 2007 (-0.26%) y mayor en 0.92 puntos porcentuales al promedio de las variaciones registradas en mayo durante los últimos ocho años (0.51%). Por su parte, el ritmo inflacionario total y el ritmo inflacionario subyacente dinámico a mayo de 2008 (12.24% y 8.39%, respectivamente) registraron un incremento respecto del mes anterior, ubicándose por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada para 2008 (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales).

Las proyecciones econométricas del ritmo inflacionario total y del ritmo inflacionario subyacente (estimado con base en la Inflación Subyacente Dinámica) para diciembre de 2008 y para diciembre de 2009, se ubican por arriba de la meta de inflación determinada para cada uno de esos años. En cuanto a los resultados de la encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas privados realizada en mayo de 2008, revelan que dicho panel proyecta un ritmo inflacionario para finales de 2008 y de 2009, mayor al que pronosticaron en la encuesta realizada en abril. Ambas proyecciones se sitúan por arriba de la meta de inflación establecida para cada uno de los referidos años.

En lo que se refiere a la ejecución de las finanzas públicas, de acuerdo con cifras preliminares a mayo de 2008, registró un superávit de Q1,575.4 millones, equivalente a 0.5% del Producto Interno Bruto -PIB- (déficit de Q520.1 millones a mayo de 2007, equivalente a 0.2% del PIB). Asimismo, se hizo énfasis en los aspectos siguientes: a) que el superávit registrado a mayo, obedeció tanto a un menor ritmo de gasto público (reducción de 3.2% a mayo, en relación a igual período de 2007) como a mayores niveles de recaudación tributaria (aumento de 11.7% a mayo, respecto a igual período de 2007); b) que el nivel de depósitos del Gobierno Central

en el Banco de Guatemala, neto de desembolsos de deuda externa, registró un incremento entre el 31 diciembre de 2007 y el 12 de junio de 2008 de Q1,680.4 millones, mientras que entre el 30 de abril y el 12 de junio, el citado nivel de depósitos aumentó Q271.6 millones; y, c) que al 12 de junio de 2008, el Gobierno Central había colocado Bonos del Tesoro por Q1,217.7 millones, de los cuales el 88.7% correspondió a colocaciones con el sector público y el 11.3% con el sector privado, situación que contrasta con la observada a la misma fecha del año anterior, cuando del monto colocado (Q2,689.4 millones), el 28.6% fue con el sector público y el restante 71.4% con el sector privado.

En lo relativo al tipo de cambio nominal, éste sigue mostrando una tendencia a la apreciación, conforme a su comportamiento estacional. Respecto 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 35.80% de las variables aconsejan una orientación de política monetaria restrictiva (47.45% el mes previo); 16.67% sugiere una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (16.28% el mes previo); 9.34% sugiere una orientación de política monetaria invariable (18.41% el mes previo); y, 38.19% aconseja una orientación de política monetaria relajada (17.86% el mes previo).

La liquidez primaria (emisión monetaria y base monetaria amplia) al 12 de junio de 2008, mostraba un desvío promedio por debajo del límite inferior del corredor programado de Q116.5 millones, como resultado, particularmente del desvío de la emisión monetaria. En lo que se refiere a la variación interanual de los medios de pago se ubicaba por debajo del límite inferior del corredor estimado.

Por último, la variación interanual del crédito bancario al sector privado se ha venido desacelerando, ubicándose en la última fecha por debajo del límite inferior del corredor estimado.

QUINTO: Discusión y determinación de cupos para la licitación de depósitos a plazo.

a) Discusión.

Los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, luego de haber presentado, el reporte mensual de riesgos de inflación derivado del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, los elementos que componen el balance de riesgos de inflación, así como 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 contribuiría, por un lado, a moderar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos y, por el otro, a contrarrestar los efectos de segunda vuelta de la inflación importada.

Con base en las presentaciones de los departamentos técnicos, el Comité deliberó acerca del contenido de las mismas con el propósito de presentar a Junta Monetaria los principales elementos de análisis, así como las reflexiones y conclusiones que pudieran ser consideradas en la decisión respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, programada para tomarse el 18 de junio del presente año.

Con relación al comportamiento de la inflación a mayo de 2008, en el Comité se hizo referencia a que el ritmo inflacionario total se incrementó por cuarto mes consecutivo al ubicarse en 12.24% (8.76% en febrero, 9.10% en marzo y 10.37% en abril de 2008), situación que podría exacerbar las expectativas de inflación de los agentes económicos. Al respecto, 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 9.53%, superior a la meta de inflación determinada por la autoridad monetaria para el presente año. Asimismo, para finales de 2009 se proyecta un ritmo inflacionario total de 8.29%, porcentaje que se sitúa por arriba de la meta de inflación determinada para dicho año.

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 de los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, así como del comportamiento reciente de 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, en el Comité se manifestó que un análisis integral de variables e indicadores macroeconómicos indicaba la conveniencia de restringir las condiciones monetarias, destacando los aspectos siguientes: a) Actualmente la inflación total se sitúa en dos dígitos y la tendencia ha sido creciente en los últimos meses aun cuando se tiene claro que el efecto que ha tenido la inflación importada,

tanto de primera como de segunda vuelta, ha sido significativo, aspecto relevante debido a la importancia de anclar las expectativas de inflación de los agentes económicos; b) Los pronósticos de inflación tanto de los métodos econométricos como los provenientes del corrimiento mecánico del MMS, se ubican por arriba de la meta para 2008 y para 2009; c) Las expectativas de inflación del panel de analistas privados, si bien es una muestra de las expectativas de los agentes económicos, han venido acrecentándose en los últimos meses y aunque existe una mezcla en algunos casos de expectativas racionales y adaptativas, es cierto que las expectativas de dicho panel han aumentado; d) En término de los agregados monetarios se ha observado que los medios de pago están por debajo del corredor programado, pero la brecha entre el límite inferior y el valor observado se ha venido reduciendo. Por su parte, el crédito bancario al sector privado, si bien está muy cerca al límite inferior, existe un aumento potencial en el mismo que se puede dar en el segundo semestre del año, en forma importante, sobre todo si se considera la expansión fiscal prevista; y, e) En cuanto a las finanzas públicas, aunque se ha observado un superávit de enero a mayo y se espera un superávit menor en junio, la última información suministrada por el Ministerio de Finanzas Públicas contrasta con el hecho de que aunque se observa un aumento de los depósitos del Gobierno entre enero y junio por aproximadamente Q2,900.0 millones, las últimas proyecciones revisadas por parte de dicho Ministerio indican que habrá un uso intensivo de depósitos del Gobierno en el Banco de Guatemala, el cual se estima que será de alrededor de Q5,000.0 millones, si a eso se le añade la intención de una ampliación presupuestaria, dadas las fuentes de financiamiento propuestas, implicaría un uso de caja de Q1,400.0 millones adicionales. En ese sentido, según lo manifestado por parte del Ministerio de Finanzas Públicas el gasto público se acelerará en el segundo semestre del año, en consecuencia las finanzas públicas estarían registrando déficit y un mayor uso de depósitos, el cual al salir a circulación estaría incidiendo en un aumento importante de monetización primaria; con lo cual el escenario prospectivo apuntaría a que en los próximos meses los medios de pago y el crédito van a acelerarse y que podrían generar presiones inflacionarias adicionales derivado de excedentes de liquidez. Además, dentro del esquema de metas explícitas de inflación, las acciones de política tienen un rezago; es decir, un ajuste en la tasa de interés líder en este momento no es para desacelerar el ritmo inflacionario en el corto plazo, sino, por una parte, para moderar expectativas de inflación de los agentes económicos, y por la otra, para que,

en el momento en que los recursos del gobierno empiecen a circular en la economía, exista un cambio en los costos de oportunidad para los bancos del sistema y eso los induzca a depositar en el Banco Central parte de su liquidez excedente, de manera que ésta sería una medida para anticiparse al escenario descrito.

También se mencionaron algunos factores que aconsejaban mantener invariable la tasa de interés líder, dentro de los cuales se subrayaron los siguientes: a) Que algunos agregados monetarios se ubican por debajo de los límites inferiores de sus respectivos corredores, aunque el desvío se ha reducido; b) Que la brecha del producto se redujo en el segundo corrimiento del MMS en 2008, lo cual podría estar reflejando menores presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada.

En el Comité hubo consenso que el análisis es complejo en la coyuntura actual, al observar un balance de riesgos de inflación en donde siguen prevaleciendo presiones inflacionarias, derivadas de choques de oferta, principalmente en alimentos y energía, que de alguna manera continúan afectando la inflación. En ese sentido, se indicó que hay que tomar en cuenta que el esquema de metas de inflación busca como principal componente anclar las expectativas inflacionarias, por lo que una pregunta relevante en términos de política monetaria sería: ¿Debe un Banco Central actuar ante esos choques de oferta? la respuesta natural sería que se actuaría cuando esos choques de oferta contaminen las expectativas inflacionarias; en el caso actual lo que se está evidenciando es que esos choques de oferta por la incertidumbre que existe y por la durabilidad de los mismos sí está afectando las expectativas inflacionarias y eso lo demuestran claramente el comportamiento al alza en las expectativas del panel de analistas privados en los últimos meses; es decir, las expectativas de inflación para 2008 y para 2009, ahora son mayores que las que prevalecían en los meses previos, toda vez que, los agentes económicos perciben que la inflación va a ser más persistente de lo que debería ser y sólo ello sería una razón que justificaría que la Autoridad Monetaria mande una señal para aminorar esos efectos. Es muy probable que se señalen los costos que pudiera implicar una medida de esta naturaleza, pero el objetivo final es mantener la estabilidad en el mediano plazo. Con esa medida, probablemente no se pueda lograr mejorar significativamente el resultado del índice de precios al consumidor en junio, pero sí se estaría enviando la señal correcta a los agentes económicos respecto a que a la Autoridad Monetaria le preocupa la inflación en el mediano plazo y que quiere contrarrestar los efectos de segunda vuelta. Algunos miembros del Comité opinaron que el incremento debiera ser mayor de 25 puntos

básicos para aminorar las expectativas de inflación de los agentes económicos, indicando que por ejemplo, en países del cono sur los recientes ajustes han sido mucho más fuertes, porque también están mandando la señal de que quieren anclar sus expectativas a niveles más razonables para seguir con un enfoque gradual en donde se evita que hayan traslados significativos en las tasas de interés de largo plazo, pero para abatir expectativas a veces se requiere de medidas mucho más contundentes. Otro elemento que se consideró es el relativo a que la inflación subyacente normal y la inflación subyacente dinámica exhiben una tendencia al alza y desde el punto de vista operativo ese es el indicador que el Banco Central debe utilizar para medir si está alcanzando su objetivo, en ambos casos existe un desvío respecto de las metas.

Como resultado de la discusión, en el seno del Comité hubo consenso de que, como se indicó, la coyuntura actual es más compleja que la del mes previo, no sólo porque siguen presentes riesgos inflacionarios, sino porque el contexto internacional está cambiando constantemente, lo que aumenta los márgenes de incertidumbre. No obstante la referida complejidad, en el 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, debe actuar oportunamente con el propósito de fortalecer el compromiso de la Autoridad Monetaria con el mantenimiento de la estabilidad del nivel general de precios, considerando que la política monetaria actúa con rezago sobre la inflación 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. En ese sentido, se indicó que un alza en la tasa de interés líder en esta oportunidad no tiene el propósito de desacelerar el ritmo inflacionario en el corto plazo, sino moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos, contribuyendo así a que las mismas se anclen gradualmente a las metas de inflación establecidas por la Autoridad Monetaria.

En el contexto descrito, hubo consenso en que el aumento de la tasa de interés líder debía ser moderado (25 puntos básicos) para propiciar, por un lado, un ambiente positivo entre los agentes económicos y, por el otro, una moderación de las expectativas inflacionarias. En el Comité se enfatizó la importancia de la coordinación entre las políticas monetaria y fiscal, en virtud de que una combinación adecuada de políticas siempre redundará en el mantenimiento de un ambiente de estabilidad

macroeconómica.

b) Determinación de cupos para la licitación de depósitos a plazo.

Con relación a la determinación de cupos para la licitación del 16 de junio de 2008 se tomó en cuenta, por un lado, la propuesta del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria que incluye la información que proporciona el flujo estimado de monetización para la semana siguiente y, por el otro, el lineamiento de mantener limitado el número de licitaciones semanales. Con esa base, el Comité aprobó la propuesta de los departamentos técnicos y, por lo tanto, acordó establecer los cupos de captación en la forma siguiente: para el 8 de septiembre de 2008, Q30.0 millones; para el 8 de diciembre de 2008, Q30.0 millones; para el 9 de marzo de 2009, Q55.0 millones; y, para el 8 de junio de 2009, Q75.0 millones; así como para la fecha de vencimiento 7 de junio de 2010, sin cupo preestablecido.

SEXTO: Otros asuntos e informes.

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