

## COMITÉ DE EJECUCIÓN

### ACTA NÚMERO 41-2008

Sesión 41-2008 celebrada en el edificio del Banco de Guatemala, ubicado en la séptima avenida número veintidós guión cero uno, zona uno de esta ciudad, el jueves catorce de agosto de dos mil ocho, a partir de las trece horas con diez minutos.

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

**PRIMERO:** Conocimiento del proyecto de acta número 40-2008, correspondiente a la sesión celebrada el 8 de agosto de 2008.

CIRCULÓ: proyecto de acta número 40-2008.

**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
- f) Determinación de cupos para licitación de depósitos a plazo

**TERCERO:** Tercer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- de 2008.

**CUARTO:** Balance de riesgos de inflación.

**QUINTO:** Discusión

**SEXTO:** Otros Asuntos e informes.

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

**PRIMERO:** La Coordinadora sometió a consideración del Comité el proyecto de acta correspondiente.

No habiendo observaciones, el Comité aprobó el acta número 40-2008.

**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 8 al 13 de agosto de 2008, se registraron captaciones de Depósitos a Plazo -DP- por Q2,547.3 millones y vencimientos por Q2,120.5 millones, lo que dio como resultado colocaciones netas por Q426.8 millones, asociadas a las operaciones realizadas en licitación por medio de las bolsas de comercio (colocaciones netas por Q17.0 millones), en la Mesa

Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en el Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S. A. (colocaciones netas por Q449.0 millones); y, en ventanilla (vencimientos netos por Q39.2 millones).

Respecto a las captaciones de DP, indicó que durante el período del 8 al 13 de agosto 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 95.8370% para los vencimientos del 9 de marzo de 2009, equivalente a una tasa de rendimiento de 7.5500%; para los vencimientos del 8 de junio de 2009, el precio de corte fue de 94.0661%, equivalente a una tasa de rendimiento de 7.6495%; mientras que para la efectuada en forma directa no se presentaron posturas. Por su parte, en la MEBD y en el Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S. A., las mismas se realizaron al plazo de 7 días, a la tasa de interés líder de la política monetaria de 7.25%.

Con relación a las operaciones de inyección de liquidez informó que, durante el período del 8 al 13 de agosto de 2008, se efectuaron operaciones por Q23.6 millones al plazo de 7 días, a la tasa de interés de 8.75%. 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 8 al 13 de agosto de 2008, la mínima fue de 7.29%, observada el 8 de agosto de 2008 y la máxima de 7.46%, registrada el 13 de agosto 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 7.37%.

Por otra parte, informó que el 13 de agosto del año en curso se realizaron operaciones de reporto en los mercados 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 Q97.0 millones con un rendimiento promedio ponderado de 7.2881%; de las cuales Q22.0 millones se realizaron en el mercado bursátil a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 7.3273% y Q75.0 millones en el mercado extrabursátil, a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 7.2767%; así también, se realizaron operaciones en el mercado bursátil por US\$4.6 millones con un rendimiento promedio ponderado de

4.0000%.

Finalmente, informó que con relación a los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, durante el período del 8 al 13 de agosto de 2008, se registraron colocaciones por Q4.0 millones.

b) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 7 al 12 de agosto de 2008, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$58.6 millones y el de venta fue de US\$64.1 millones y que los tipos de cambio promedio ponderado de las referidas operaciones mostraron tendencia hacia el alza. En efecto, el jueves 7 de agosto fueron de Q7.38180 por US\$1.00 para la compra y de Q7.39721 por US\$1.00 para la venta; en ese orden, el viernes 8 de agosto fueron de Q7.38008 y de Q7.40404; el lunes 11 de agosto fueron de Q7.38312 y de Q7.41214; el martes 12 de agosto fueron de Q7.39477 y de Q7.41998. Asimismo, indicó que el tipo de cambio de referencia vigente para el 14, 15, 16 y 17 de agosto del presente año es de Q7.40845 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 8 al 13 de agosto 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-, no se realizaron operaciones y, además, de conformidad con lo establecido en la Regla de Participación del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas, no se convocó a subasta de dólares de los Estados Unidos de América.

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 8 al 13 de agosto de 2008, no se cerraron operaciones y que, al miércoles 13 de agosto, no existe precio de referencia para el mercado a liquidarse en septiembre de 2008.

c) El Director del Departamento de Estudios Económicos informó que entre el 7 y el 13 de agosto de 2008, según cifras preliminares, la posición diaria de encaje del sistema bancario pasó de una posición de Q668.8 millones a otra de Q390.8 millones, mientras que el saldo de las inversiones en DP al plazo de 7 días en ese período, varió de Q2,383.0 millones a Q2,832.0 millones, por lo que el monto de los recursos líquidos del sistema bancario (posición diaria de encaje más inversiones en DP al plazo de 7 días) pasó de Q3,051.8 millones el 7 de agosto a Q3,222.8 millones el 13

de agosto de 2008. Asimismo, mencionó que durante dicho período se registraron colocaciones y vencimientos de operaciones de inyección de liquidez del Banco de Guatemala por Q43.5 millones.

Destacó que en el período del 7 al 13 de agosto de 2008, los principales factores monetizantes de la emisión monetaria fueron la disminución en el saldo del encaje bancario por Q449.6 millones y de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q185.1 millones; mientras que los principales factores desmonetizantes fueron, por un lado, el incremento en el saldo de las operaciones de estabilización monetaria por Q426.8 millones y la disminución en el saldo de las reservas internacionales netas (RIN) por el equivalente a Q372.0 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia manifestó que, con datos observados a julio de 2008, para diciembre de 2008 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 11.17% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 12.14%; el promedio simple de ambos modelos se sitúa en 11.66%, 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 8.98% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 8.10%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 8.54%, 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 julio de 2008, estimada con un modelo auto regresivo integrado de promedios móviles ARIMA es de 8.83%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial es de 8.71%; el promedio simple de ambos modelos es de 8.77%, 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 7.72%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial es de 6.97%; el promedio simple de ambos modelos es de 7.35%, 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 7 de agosto de 2008, el límite inferior fue de 7.54%, en tanto que el límite superior se ubicó en 11.49%; mientras que la tasa de interés líder de la política monetaria es de 7.25%, la cual se encuentra por debajo del límite inferior del margen de tolerancia estimado para la tasa parámetro, situación que sugiere restringir la política monetaria. En lo que se refiere a la tasa de interés pasiva de paridad, manifestó que, al 7 de agosto de 2008, el límite inferior fue de 4.83% y el límite superior de 5.73%, en tanto que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 7.56%, 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 13 de agosto de 2008, se encuentra Q580.1 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 en Q723.4 millones por arriba del límite superior del corredor programado, lo que sugiere una política monetaria restrictiva. La orientación promedio de las desviaciones para la presente semana (Q71.7 millones) estaría indicando restringir la política monetaria.

En cuanto a los medios de pago totales, la variación interanual observada al 7 de agosto de 2008 ascendió a 5.8%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del corredor estimado para dicha variable para la misma fecha (10.7% a 13.7%), lo que sugiere relajar la política monetaria; en tanto que la estimación econométrica de los medios de pago para diciembre de 2008 es de 9.5%, 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 (-3.20%) sugiere por lo tanto relajar la política monetaria. Asimismo, a la fecha indicada, la variación interanual del crédito bancario al sector privado registró 17.3%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del corredor estimado para el 7 de agosto de 2008 (19.7% a 22.7%), lo que sugiere una política monetaria relajada; por su parte, la estimación econométrica de la variación interanual para finales de 2008 del crédito bancario al sector privado es de 14.7%, la cual se ubica por debajo del límite inferior 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 -2.35%, 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 julio de 2008, para diciembre de 2008, la proyección de inflación se ubica en 12.42%, 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 9.29%, 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 julio de 2008, muestra un ritmo inflacionario de 6.29%, 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 agosto de 2008 para pronosticar el ritmo de inflación total, éste proyectaba para diciembre de 2008 un ritmo inflacionario de 11.90%, 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 8.26%. Asimismo, el pronóstico de dicho modelo para un horizonte de mediano plazo, proyecta para diciembre de 2009 un ritmo inflacionario de 7.59%, 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 4.85%.

Respecto de la orientación de las variables indicativas, con relación a la semana anterior, indicó que la orientación de dos variables indicativas varió, de la forma siguiente: la "Tasa de Interés Parámetro" pasó de sugerir una orientación de política monetaria invariable a aconsejar que la misma sea restrictiva y el "Pronóstico de Inflación de Mediano Plazo del Modelo Macroeconómico Semiestructural" para diciembre de 2009, en su tercer corrimiento, pasó de aconsejar una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva a sugerir que la misma sea restrictiva. En ese sentido, conforme al peso relativo asignado a dichas variables, se informó que 63.73% de las mismas sugiere una orientación de política monetaria restrictiva (46.15% la semana anterior); 9.34% una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (17.58% la semana anterior); 0.0% una orientación de política monetaria invariable (9.34% la semana anterior); y, 26.93% una orientación de política monetaria relajada (igual porcentaje 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 11 al 14 de agosto de 2008 fueron de Q7.760 y de Q7.640 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 11 y el 13 de agosto) fue de Q7.407 por US\$1.00, por 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 18 al 21 de agosto de 2008, los cuales indican un excedente de liquidez primaria por Q3,040.2 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 negativa de encaje bancario por Q10.8 millones y el desvío negativo observado en la emisión monetaria por Q464.2 millones, resulta un excedente de liquidez agregada, estimada para el referido período, de Q2,565.3 millones; de darse estos factores, para hacer compatible la oferta de emisión con la demanda programada, sería necesario que los DP que vencen durante el período (Q2,515.3 millones, según registros al 13 de agosto de 2008) se recolocaran y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q49.9 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 Q10.0 millones, de Q10.0 millones, de Q20.0 millones y de Q25.0 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.

f) Determinación de cupos para la licitación de depósitos a plazo

Con relación a la determinación de cupos para la licitación del 18 de agosto de 2008, por medio de las bolsas de comercio, 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, Q10.0 millones; para el 8 de diciembre de 2008, Q10.0 millones; para el 9 de marzo de 2009, Q20.0 millones; y, para el 8 de junio de 2009, Q25.0 millones, así como para la fecha de vencimiento 7 de junio de 2010, sin cupo preestablecido.

**TERCERO:** Tercer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- de 2008.

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 20 de agosto, fecha en la que dicho cuerpo colegiado decidirá respecto al nivel de la referida tasa de interés. Para tal efecto, los departamentos técnicos presentaron al Comité, en primer lugar, los pronósticos de mediano plazo generados por el tercer corrimiento en 2008 del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- y, en segundo lugar, el balance de riesgos de inflación.

En lo que concierne al tercer corrimiento del MMS en 2008, 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 segundo corrimiento del MMS en 2008 (realizado en mayo). En tal reporte se indicó que el pronóstico de inflación interanual para diciembre de 2008 (11.90%), es mayor en 3.28 puntos porcentuales al pronóstico generado, para la misma fecha, en el segundo corrimiento de 2008 (8.62%). Dicho incremento en el pronóstico de inflación se explica principalmente por cambios en los factores siguientes: pronóstico de inflación de corto plazo (2.05%) y precio del diesel (0.89%). Se indicó, asimismo, que el pronóstico de inflación para diciembre de 2009, generado en el tercer corrimiento de 2008 (7.59%), es mayor en 1.15 puntos porcentuales al pronóstico generado, para la misma fecha, en el segundo corrimiento de 2008 (6.44%). En este caso, el aumento en el pronóstico se explica principalmente por cambios en los factores siguientes: pronóstico de inflación de corto plazo (0.53%) y precio del diesel (0.31%).

Con relación a la tasa de interés líder de la política monetaria, se indicó que el pronóstico promedio para el tercer y cuarto trimestres de 2008, generado en el tercer corrimiento de 2008 (8.20%), es mayor en 80 puntos básicos al pronóstico generado,

para el mismo período en el segundo corrimiento de 2008 (7.40%). Este comportamiento se explica, principalmente por cambios en los factores siguientes: pronóstico de inflación de corto plazo (68 puntos básicos), precio del diesel (49 puntos básicos) y tasa de interés líder de política monetaria (-43 puntos básicos). Por su parte, el pronóstico de tasa de interés líder de la política monetaria promedio para los seis trimestres comprendidos entre el tercero de 2008 y el cuarto de 2009, que fue generado en el tercer corrimiento de 2008 (6.87%), es mayor en 101 puntos básicos al pronóstico promedio generado, para el mismo período, en el segundo corrimiento de 2008 (5.86%). El aumento de este pronóstico promedio se explica principalmente por cambios en los factores siguientes: pronóstico de inflación de corto plazo (93 puntos básicos), precio del diesel (44 puntos básicos) y tasa de interés líder de política monetaria (-34 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 y de 2009 la tasa interanual de inflación se estaría ubicando por encima de las respectivas metas 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 segundo corrimiento de 2008, existía un 16.54% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encontrara dentro de la meta de política para 2008, un 83.15% de probabilidad de que la tasa en cuestión se ubicara por arriba de la meta y un 0.31% 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 tercer corrimiento de 2008, existe un 100.00% de probabilidad de que la tasa en cuestión se sitúe por encima de la meta de política monetaria. Por tanto, el riesgo de exceder la meta de inflación para fines de 2008 se incrementó.

Por otra parte, de acuerdo con el pronóstico generado en el segundo corrimiento de 2008, existía un 24.53% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encontrara dentro de la meta de política para 2009, un 48.91% de probabilidad de que la tasa en cuestión se ubicara por arriba de la meta y un 26.56% 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 tercer corrimiento de 2008, existe un 20.46% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encuentre dentro de la meta de política monetaria para diciembre de 2009, un 64.35%

de probabilidad de que la tasa en cuestión se sitúe por encima de la meta y un 15.19% 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 2009, también se incrementó.

Se indicó que los pronósticos de inflación mencionados son condicionales a que la autoridad monetaria lleve a cabo una política monetaria activa 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 tercer corrimiento de 2008, pasa de un valor promedio observado de 6.75% en el segundo trimestre de 2008 a 8.13% en el tercer trimestre de 2008 y a 8.26% en el cuarto trimestre del mismo año. Luego, a partir del primer trimestre de 2009 comienza una trayectoria descendente que llega a 7.63% en dicho trimestre y a 4.85% en el cuarto trimestre de 2009. Comparando la trayectoria recién descrita con la que fue prescrita por el segundo corrimiento del MMS en 2008, las tasas de interés de política prescritas por el tercer corrimiento de 2008 son mayores para el horizonte de pronóstico, lo cual es consistente con el pronóstico de tasas de inflación más elevadas.

**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 13 de agosto de 2008 se ubicó, en promedio, en US\$118.10 por barril, lo que significa una disminución de US\$15.38 por barril (11.52%) respecto del precio promedio registrado en julio de 2008 (US\$133.48 por barril) y un aumento de US\$26.36 por barril (28.73%) 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 13 de agosto en US\$116.58 por barril, inferior en US\$14.94 por barril (11.36%) respecto al precio prevaleciente para la misma posición el 17 de julio de 2008 (US\$131.52 por barril) y superior en US\$25.61 por barril (28.15%) al precio registrado para la misma posición el 31 de diciembre de 2007, que fue de US\$90.97 por barril.

En cuanto al comportamiento del precio internacional del maíz, se informó que éste registró una disminución, al ubicarse el 13 de agosto de 2008 en US\$9.68 por quintal, inferior en US\$2.20 por quintal (18.52%) al observado a finales de julio

(US\$11.88 por quintal) y mayor en US\$2.11 por quintal (27.87%) al registrado en diciembre de 2007 (US\$7.57 por quintal). Cabe indicar que el precio internacional del maíz continúa situándose por encima de los niveles observados en 2007. 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 los productos de tortillería y carne de aves), su seguimiento en el balance de riesgos sigue siendo relevante como factor de oferta.

En lo que concierne al precio internacional del trigo, se mencionó que el mismo se ubicó el 13 de agosto en US\$10.91 por quintal, lo que representa una disminución de US\$0.63 por quintal (5.46%) respecto del nivel observado a finales de julio de 2008 (US\$11.54 por quintal) y una reducción de US\$3.58 por quintal (24.71%) respecto del nivel registrado a finales de diciembre de 2007 (US\$14.49 por quintal). Se mencionó que a pesar de la moderación reciente en el precio internacional del trigo, éste continúa siendo una fuente de presiones inflacionarias, en virtud de que aún permanece por arriba de los niveles registrados en 2007.

Con relación a las condiciones internas, se indicó que la inflación mensual en julio de 2008 se situó en 1.25% (1.63% en junio de 2008) superior en 0.53 puntos porcentuales a la registrada en julio de 2007 (0.72%) y mayor en 0.52 puntos porcentuales al promedio de las variaciones registradas en julio durante los últimos ocho años (0.73%).

El ritmo inflacionario total (14.16%) y el ritmo inflacionario subyacente dinámico (9.43%) a julio de 2008, 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 de la inflación total para diciembre de 2008 y para diciembre de 2009 (11.66% y 8.54%, en su orden), así como las proyecciones econométricas de la inflación subyacente dinámica para diciembre de 2008 y para diciembre de 2009 (8.77% y 7.35%, respectivamente), se sitúan por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación para ambos años. En cuanto a los resultados de la encuesta de expectativas de inflación del panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en julio, indican que el ritmo inflacionario total para finales de 2008 y de 2009 estaría situándose en 12.42% y 9.29%, respectivamente. Es importante mencionar que a pesar de que la proyección efectuada por parte de dicho panel de analistas privados para diciembre de 2009

disminuyó, ambas proyecciones se encuentran por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada 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 julio de 2008, registró un superávit de Q1,364.2 millones, equivalente a 0.5% del Producto Interno Bruto -PIB- (déficit de Q973.0 millones a julio de 2007, equivalente a 0.4% del PIB). Asimismo, se hizo énfasis en los aspectos siguientes: a) que el superávit registrado a julio, obedeció tanto a un menor gasto público en relación a igual período de 2007 como a mayores niveles de recaudación tributaria; b) que los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala, netos de desembolsos de deuda externa se situaron, en promedio, en el primer trimestre de 2008, en alrededor de Q385.0 millones por debajo de lo programado, mientras que entre el 1 de abril y el 13 de agosto, se ubicaron en promedio en Q34.4 millones por arriba de lo programado; y, c) que en julio de 2008, los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala se redujeron en alrededor de Q1,300.0 millones, como resultado del pago, tanto del Bono 14 como de vencimientos de Bonos del Tesoro.

En lo relativo al tipo de cambio nominal, éste sigue mostrando una tendencia a la apreciación hasta el 13 de agosto de 2008, la cual se explica por su estacionalidad, así como por un incremento en el ingreso de divisas por exportaciones, por remesas familiares y por flujos de capital privado de largo plazo. 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 63.73% de las variables aconsejaban una orientación de política monetaria restrictiva (44.71% el mes previo); 9.34% sugería una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (17.10% el mes previo); y, 26.93% aconsejaba una orientación de política monetaria relajada (38.19% el mes previo).

La liquidez primaria (emisión monetaria y base monetaria amplia) al 13 de agosto de 2008, mostraba un desvío promedio de Q71.6 millones, como resultado, principalmente, del desvío de la base monetaria amplia respecto del límite superior del corredor programado, situación que refleja la tendencia al alza en los recursos líquidos disponibles de las entidades bancarias. En lo que se refiere a la variación interanual del crédito bancario al sector privado y de los medios de pago, ambas han continuado desacelerándose, ubicándose por debajo del límite inferior de su respectivo corredor estimado.

**QUINTO:** Discusión

Los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, luego de haber presentado el balance de riesgos de inflación, el tercer corrimiento en 2008 del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, así como el comportamiento de las variables indicativas de la política monetaria, concluyeron que el balance de riesgos de inflación en esta ocasión continúa siendo complejo, prevaleciendo los factores que sugieren restringir las condiciones monetarias (aceleración de la inflación observada, aumento de la inflación subyacente dinámica, incremento de los pronósticos de inflación, así como de las expectativas). No obstante, se indicó que recientemente se han reducido los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, por lo que se esperaba que comenzaran a moderarse las expectativas de inflación y los efectos provenientes de los choques externos.

Con base en las presentaciones de los departamentos técnicos, el Comité deliberó acerca del contenido de las mismas, con el objeto de presentar a la Junta Monetaria elementos de análisis que pudieran ser útiles en la decisión respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, programada para el 20 de agosto del presente año.

En el contexto descrito, el Comité manifestó preocupación por el resultado de la inflación a julio de 2008, debido a la tendencia al alza que se ha venido registrando. Se destacó que la inflación de julio de 2008 fue superior al promedio de las inflaciones de julio de los últimos ocho años. No obstante, el Comité consideró positivo el hecho de que dicha inflación intermensual se desacelerara en julio respecto de los tres meses previos. Tal situación, aunada a la desaceleración reciente de los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, podría propiciar una moderación en las expectativas de inflación de los agentes económicos y una desaceleración del ritmo inflacionario en agosto. Asimismo, se destacó que el ritmo inflacionario total a julio (14.16%), aunque registró un aumento de 0.60 puntos porcentuales respecto del mes anterior, éste fue menor que los incrementos de los tres meses previos que fueron mayores a un punto porcentual.

Por su parte, el ritmo de la inflación subyacente dinámica se situó en julio de 2008 en 9.43%, nivel que, dado el comportamiento reciente en los principales agregados monetarios, está evidenciando, fundamentalmente, un aumento en las expectativas de inflación de los agentes económicos. Sobre el particular, el Comité manifestó que la política monetaria tiene un papel importante para moderar dichas

expectativas por medio de medidas adicionales, pero también es importante determinar si habrían efectos favorables en las referidas expectativas que se derivarían de la reciente contención de choques externos. Asimismo se destacó que las expectativas de inflación del panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en julio, indican que el ritmo inflacionario total para finales de 2008 y de 2009 estaría situándose en 12.42% y 9.29%, respectivamente. Se destacó que aun cuando ambas proyecciones se encuentran por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada para cada uno de los referidos años, la proyección para finales de 2008 aumentó menos que los meses previos, mientras que para 2009 disminuyó respecto del mes anterior. Tal situación podría ser indicativa de que las expectativas de inflación empiezan a moderarse.

Al efectuar 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 11.66%, por arriba de la meta de inflación determinada por la autoridad monetaria para el presente año (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales). Para finales de 2009 se proyecta un ritmo inflacionario total de 8.54%, porcentaje que se sitúa también por arriba de la meta de inflación determinada para dicho año. Asimismo, conforme el tercer corrimiento en 2008 del Modelo Macroeconómico Semiestructural, se pronostica un ritmo inflacionario para finales de 2008 de 11.90%, mientras que para finales de 2009 el pronóstico es de 7.59%, ambos por arriba del límite superior de las metas de inflación determinadas para cada uno de esos años y que supone, además, una política monetaria activa en el resto de 2008.

Por último, aunque la variación interanual tanto de los medios de pago, como del crédito bancario al sector privado continúa reflejando una tendencia decreciente, la liquidez primaria (emisión monetaria y base monetaria amplia) se encuentra por arriba del límite superior del corredor programado y pasó de sugerir una política monetaria relajada a aconsejar que la misma fuera restrictiva. En el Comité se hizo énfasis en que al comparar el segundo corrimiento con el tercer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural, se evidenciaba un incremento en el pronóstico de inflación para 2009, por lo que dicha variable pasó de sugerir una política monetaria moderadamente restrictiva a aconsejar que la misma sea restrictiva.

El Comité analizó detalladamente los riesgos del entorno en que actualmente se ejecuta la política monetaria. En cuanto a los riesgos asociados al entorno externo,

se destacó que, a nivel mundial, aunque se mantiene la preocupación por la desaceleración económica y su duración, así como por el deterioro de los mercados financieros internacionales, la inflación, a juicio de varios expertos, ha surgido como una importante amenaza, dado su comportamiento creciente en el presente año.

En efecto, según una entrevista realizada a cinco premios Nobel de Economía, éstos advierten sobre el peligro que representa la inflación. En ese sentido, el panorama mundial continúa complejo y con un alto grado de incertidumbre, por lo que las recomendaciones de esos expertos para las economías en desarrollo, en general, se centran en los aspectos siguientes: a) restringir la política monetaria; b) elevar la productividad; c) aumentar la eficiencia energética; y, d) diversificar las exportaciones.

En el contexto descrito, en el ámbito de la política monetaria, los bancos centrales, en general, han mantenido una política monetaria activa con el propósito de moderar las expectativas de inflación y contrarrestar los efectos de segunda vuelta. En efecto, en las últimas semanas Chile, México y Costa Rica han ajustado sus tasas de interés de política monetaria. En el caso de Chile, el incremento acumulado entre diciembre y agosto es de 150 puntos básicos, mientras que México exhibe un aumento de 75 puntos básicos, en cambio Costa Rica entre junio y agosto ajustó 200 puntos básicos, lo que da como resultado un incremento acumulado de 400 puntos básicos.

En el Comité se discutió acerca de la evolución de los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo. 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. 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 al fortalecimiento del dólar estadounidense frente a otras monedas, a la decisión de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América en cuanto a mantener invariable su tasa de interés de política monetaria, a la expectativa de una disminución en la demanda del crudo por parte de los países industrializados, a la disminución de la demanda por parte de China y de India. Por el lado de los factores de oferta, se mencionó la estabilidad en el nivel de inventarios de petróleo en los Estados Unidos de América, los cuales se ubicaron en 296.5 millones de barriles, al 8 de agosto de 2008, según información del Departamento de Energía de los Estados Unidos de América. En lo que concierne a la

especulación en el mercado, se hizo referencia a que el estrecho margen entre la oferta y la demanda mundiales de petróleo propicia que cualquier noticia que afecte la producción de petróleo, incida en el comportamiento del precio a futuro del mismo, así como de sus derivados.

Por otra parte, en el Comité se mencionó que el tipo de cambio nominal, aunque ha registrado algunos episodios de volatilidad en lo que ha transcurrido del presente año, ha sido congruente con su estacionalidad. Se resaltó que el comportamiento del tipo de cambio nominal hacia la apreciación hasta el 13 de agosto de 2008, se explica por su estacionalidad, así como por un incremento en el ingreso de divisas por exportaciones, por remesas familiares y por flujos de capital privado de largo plazo.

En el Comité se subrayó que en el esquema de metas explícitas de inflación, el solo hecho de que las proyecciones de inflación se ubiquen consistentemente por arriba de las metas, es motivo para sugerir un incremento en la tasa de interés de política monetaria. Sin embargo, se resaltó que en el entorno complejo en el que actualmente se desempeña la política monetaria, dicha decisión suele ser resultado de un análisis integral. En ese contexto, en el Comité se manifestó que un análisis integral de variables e indicadores macroeconómicos indicaba que era importante tomar en cuenta tanto los elementos que aconsejaban restringir las condiciones monetarias como aquellos elementos que recomendaban mantenerlas invariables. En lo que corresponde a los factores que aconsejaban restringir, se citaron los siguientes: a) Que los pronósticos de inflación tanto de los métodos econométricos como los provenientes del tercer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural MMS, se ubican por arriba de la meta para 2008 y para 2009; b) Que las expectativas de inflación del Panel de Analistas Privados se ubican por arriba de la meta de inflación tanto para 2008 como para 2009; y c) Que la liquidez primaria se encuentra por arriba del límite superior del corredor programado, situación que refleja la tendencia al alza en los recursos líquidos disponibles de las entidades bancarias.

En lo que concierne a los factores que recomiendan mantener invariables las condiciones monetarias, se mencionaron los siguientes: a) Que aun cuando la orientación de las variables indicativas sigue inclinándose hacia la conveniencia de restringir la política monetaria, la variación interanual del crédito bancario al sector privado y de los medios de pago han venido desacelerándose y se ubican por debajo del límite inferior de sus respectivos corredores; b) Que a julio de 2008, las finanzas

públicas registraron un superávit de Q1,364.2 millones, equivalente a 0.5% del PIB; y, c) Que los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo se han reducido recientemente, aunque permanecen en valores por arriba de los registrados el año anterior, lo que, por una parte, podría contribuir a moderar el ritmo inflacionario total en agosto y, por la otra, inducir a una moderación en las expectativas de inflación.

Como resultado de la discusión y análisis, en el seno del Comité hubo consenso en recomendar a la Junta Monetaria, en esta oportunidad, hacer una pausa en las medidas de política monetaria, manteniendo invariable el nivel de la tasa de interés líder en 7.25%. Asimismo, el Comité destacó la importancia de observar 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, siendo particularmente relevante monitorear las expectativas de inflación, los pronósticos de inflación y la inflación observada, ya que de mantenerse en niveles elevados, en opinión del Comité, podría requerirse de ajustes graduales y sucesivos en los próximos meses en la tasa de interés líder.

**SEXTO:** Otros asuntos e informes.

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