

## COMITÉ DE EJECUCIÓN

### ACTA NÚMERO 20-2008

Sesión 20-2008 celebrada en el edificio del Banco de Guatemala, ubicado en la séptima avenida número veintidós guión cero uno, zona uno de esta ciudad, el martes veintidós de abril de dos mil ocho, a partir de las doce horas con cincuenta minutos.

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

**PRIMERO:** Reporte mensual de riesgos de inflación del Modelo Macroeconómico Semiestructural.

**SEGUNDO:** Balance de riesgos de inflación.

**TERCERO:** Discusión.

**CUARTO:** Otros Asuntos.

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

**PRIMERO:** Reporte mensual de riesgos de inflación del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-.

El Comité deliberó acerca del 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 23 de abril de 2008, 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 el Reporte Mensual de Riesgos de Inflación del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-. Dicho reporte indica la dirección en la que los datos surgidos en el último mes afectan los riesgos que rodean al pronóstico de mediano plazo basado en el primer corrimiento del MMS en 2008 (efectuado en febrero). 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 pronóstico completo de inflación, pues no incorpora el análisis cualitativo inherente a la generación de un pronóstico completo como el que se ha venido presentando con frecuencia trimestral. En ese sentido, dicho 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 abril se desplaza a tasas superiores en comparación con la trayectoria generada en febrero por el pronóstico del primer 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 primer corrimiento del MMS en 2008 para el horizonte de pronóstico.

Seguidamente, los departamentos técnicos presentaron la descomposición del efecto de los nuevos datos sobre el pronóstico del MMS generado en el primer corrimiento de 2008 (realizado en febrero), para el cuarto trimestre de 2008. En términos de la inflación interanual, indicaron que la proyección para el cuarto trimestre de 2008 aumenta en 0.70 puntos porcentuales, al pasar de 7.27% (en el pronóstico del primer corrimiento de 2008) a 7.97% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicho comportamiento se explica por el nuevo pronóstico del precio del diesel (63 céntimos de punto porcentual al alza), por el nuevo pronóstico de la inflación de los Estados Unidos de América (3 céntimos de punto porcentual al alza), por el nuevo pronóstico de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (9 céntimos de punto porcentual a la baja), por el nuevo dato del Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE- de demanda doméstica (1 céntimo de punto porcentual a la baja), por el nuevo dato de inflación (10 céntimos de punto porcentual al alza) y por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (4 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 primero y el cuarto de 2008, aumenta en 84 puntos básicos, al pasar de 6.84% (en el pronóstico del primer corrimiento de 2008) a 7.68% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicho aumento se explica por el efecto del nuevo pronóstico del precio del diesel (89 puntos básicos al alza), por el nuevo pronóstico de la inflación de los Estados Unidos de América (1 punto básico al alza), por el nuevo pronóstico de la

tasa de interés de los Estados Unidos de América (36 puntos básicos a la baja), por el nuevo dato del IMAE de demanda doméstica (2 puntos básicos a la baja), por el nuevo dato de inflación (20 puntos básicos al alza) y por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (12 puntos básicos al alza) .

En cuanto a la descomposición del efecto de los nuevos datos sobre el pronóstico del MMS generado en el primer corrimiento de 2008 (efectuado en febrero) 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 0.36 puntos porcentuales, al pasar de 5.70% (en el primer corrimiento de 2008) a 6.06% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicho incremento se explica por el nuevo pronóstico del diesel (38 céntimos de punto porcentual al alza), por el nuevo pronóstico de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (15 céntimos de punto porcentual a la baja), por el nuevo dato de inflación (11 céntimos de punto porcentual al alza) y por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (2 céntimos de punto porcentual al alza).

En términos de la tasa de interés líder de la política monetaria, señalaron que el promedio de dicha variable, para los ocho trimestres comprendidos entre el primero de 2008 y el cuarto de 2009, aumenta en 63 puntos básicos, al pasar de 6.00% (en el pronóstico del primer corrimiento de 2008) a 6.63% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Tal comportamiento se explica por el nuevo pronóstico del precio del diesel (74 puntos básicos al alza), por el nuevo pronóstico de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (36 puntos básicos a la baja), por el nuevo dato del IMAE de demanda doméstica (1 punto básico a la baja), por el nuevo dato de inflación (19 puntos básicos al alza) y por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (7 puntos básicos al alza).

En resumen, los departamentos técnicos indicaron que, con relación al primer corrimiento del MMS en 2008 (realizado en febrero), el corrimiento mecánico de abril de 2008 indica una trayectoria de tasas de inflación más altas, por encima de la meta vigente de política monetaria establecida para 2008 y dentro de la meta vigente de política monetaria establecida para 2009, así como una trayectoria más alta para la tasa de interés líder de la política monetaria, en el horizonte de pronóstico.

**SEGUNDO:** Balance de riesgos de inflación.

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

En cuanto a las condiciones externas, se indicó que, del 1 al 17 de abril de 2008, el precio internacional del petróleo se ubicó, en promedio, en US\$109.22 por barril, lo que significa un incremento de US\$3.80 por barril (3.60%) respecto del precio promedio registrado en marzo de 2008 (US\$105.42 por barril) y un aumento de US\$17.48 por barril (19.05%) 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 17 de abril en US\$110.89 por barril, superior en US\$19.92 por barril (21.90%) 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 a la especulación observada en el mercado. En cuanto a los factores de demanda, se hizo referencia al debilitamiento del dólar estadounidense respecto a otras monedas, lo cual ha propiciado una mayor participación de los inversionistas en el mercado de futuros. Por el lado de los factores de oferta, se destacó, por una parte, que en su reunión del 5 de marzo de 2008, la Organización de Países Exportadores de Petróleo -OPEP- acordó mantener invariable su 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, el hecho de que según información del Departamento de Energía de los Estados Unidos de América, el nivel de reservas de petróleo de ese país mostró un comportamiento decreciente por segunda semana consecutiva, al ubicarse en 313.7 millones de barriles, el 11 de abril 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 17 de abril de 2008 en US\$10.64 por quintal, superior en 8.79% al observado a finales de marzo (US\$9.78 por quintal) y mayor en 40.55% al observado 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-, los precios internos del maíz amarillo y del maíz blanco (con ponderaciones en el IPC de 0.07% y 0.75%, respectivamente) en marzo de 2008 revirtieron su tendencia a la baja que mantenían desde agosto de 2007, por lo que permanecen los riesgos inflacionarios por esta vía.

En lo que concierne al precio internacional del trigo, se mencionó que el mismo mostró una caída, ubicándose el 17 de abril en US\$13.61 por quintal, lo que representa una disminución de 21.06% respecto del nivel observado a finales de marzo de 2008 (US\$17.24 por quintal) y una reducción de 6.07% en relación al nivel observado a finales de diciembre de 2007 (US\$14.49 por quintal); cabe indicar que, no obstante la reducción observada en su precio, éste continúa siendo una fuente de presiones inflacionarias, debido a que aún permanece por arriba de los niveles registrados durante la mayor parte de 2007 lo que continúa 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 marzo de 2008 se ubicó en 5.45%, 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 marzo de 2008 en 3.98%, inferior al observado en febrero (4.03%), pero superior al registrado en marzo de 2007 (2.78%); 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 marzo de 2008 se situó en 1.18%, superior en 0.32 puntos porcentuales a la registrada en marzo de 2007 (0.86%) y mayor en 0.51 puntos porcentuales al promedio de las variaciones registradas en marzo durante los últimos ocho años (0.67%). Por su parte, el ritmo inflacionario total y el ritmo inflacionario subyacente observados a marzo de 2008 (9.10% y 9.13%, respectivamente), registraron un incremento respecto del mes anterior y continuaron ubicándose por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria para 2008 (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales). Las proyecciones econométricas de la inflación total para diciembre de 2008 y para diciembre de 2009 y de la inflación subyacente

para diciembre de 2008, se ubican por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada para cada uno de esos años. La proyección econométrica de la inflación subyacente para diciembre de 2009, se ubica por arriba del valor puntual de la meta de inflación, pero dentro del respectivo margen de tolerancia determinado para el referido año. En cuanto a los resultados de la encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas privados realizada en marzo de 2008, revelan que dicho panel proyecta un ritmo inflacionario para finales de 2008 y de 2009, mayor al que se pronosticó en la encuesta realizada en febrero.

En lo que se refiere a la ejecución de las finanzas públicas, de acuerdo con cifras preliminares a marzo de 2008, registraron un superávit de Q1,358.5 millones, equivalente a 0.5% del Producto Interno Bruto -PIB- (superávit de Q164.9 millones a marzo de 2007, equivalente a 0.1% del PIB). Asimismo, se hizo énfasis en los aspectos siguientes: a) el programa monetario y fiscal estimó que durante el primer trimestre de 2008 el nivel de colocaciones de Bonos del Tesoro ascendería a Q1,263.7 millones, mientras que se observó un nivel de Q838.8 millones; b) de acuerdo con el referido programa, el nivel de desembolsos de deuda pública externa debía ascender a Q349.0 millones, registrándose únicamente un monto de Q14.6 millones; c) el nivel de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala registró un incremento entre el 31 diciembre de 2007 y el 31 de marzo de 2008 de Q75.7 millones, cuando el valor programado era de Q1,320.4 millones; d) entre el 31 de marzo y el 17 de abril de 2008, el nivel de depósitos del Gobierno Central aumentó Q1,500.0 millones, asociado a un incremento en la recaudación tributaria, situación que ha reducido el desvío de tales depósitos con relación a lo programado; y, e) al 18 de abril de 2008, el Gobierno Central había colocado Bonos del Tesoro por Q935.2 millones, de los cuales el 90.2% correspondió a colocaciones con el sector público y el 9.8% con el sector privado, situación que contrasta significativamente con la observada a la misma fecha del año anterior, cuando del monto colocado (Q1,118.7 millones), el 10.7% fue con el sector público y el restante 89.3% con el sector privado.

Por otra parte, se mencionó que la tendencia a la apreciación que ha venido registrando el tipo de cambio nominal, activó la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario y, al respecto, se enfatizó que tal participación, dado su efecto monetizante, resulta incompatible con el cumplimiento de la meta de inflación.

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 38.46% de las variables aconseja una orientación de política monetaria restrictiva (33.83% el mes previo); 23.35% sugiere una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (27.98% el mes previo); 9.07% sugiere una orientación de política monetaria invariable (igual porcentaje el mes previo); y, 29.12% aconseja una orientación de política monetaria relajada (igual porcentaje el mes previo).

En cuanto al crédito bancario al sector privado éste se ubica dentro del corredor programado. Por su parte, la liquidez primaria (emisión monetaria y base monetaria amplia) muestra un comportamiento a la baja, en tanto que los medios de pago se ubican por debajo del límite inferior del corredor estimado.

**TERCERO:** Discusión.

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 el 23 de abril del presente año.

Con relación al comportamiento de la inflación a marzo de 2008, en el Comité se hizo referencia a que el ritmo inflacionario total se incrementó por segundo mes consecutivo al ubicarse en 9.10% (8.76% en febrero 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 7.44%, superior a la meta de inflación del presente año. Asimismo, para finales de 2009 se proyecta un ritmo inflacionario total de 6.62%, porcentaje que también 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.

Dentro de ese contexto y tomando en cuenta otras variables del programa monetario, se indicó que las operaciones de estabilización monetaria, entre el 31 de diciembre de 2007 y el 17 de abril de 2008, si bien se han ubicado en promedio por debajo de los niveles programados, dicho desvío, al igual que en el caso de los depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala, se redujo en abril. Por otra parte, se destacó que en lo transcurrido de 2008, en promedio, la posición de los bancos del sistema en el Banco de Guatemala ha sido desmonetizante en alrededor de Q1,125.0 millones, no obstante se destacó que en abril dicho efecto fue menos desmonetizante, situación que en parte se asocia a una relativa estrechez en la liquidez bancaria durante ese mes, la cual, a su vez, proviene de un superávit temporal en las finanzas públicas.

Por otra parte, en el Comité se mencionó que la tendencia a la apreciación que ha venido registrando el tipo de cambio nominal activó la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario. A ese respecto, se subrayó que tal participación, dado su efecto monetizante, resulta incompatible con los esfuerzos de cumplimiento de la metas de inflación determinadas por la Autoridad Monetaria, por lo que sería oportuno analizar la conveniencia de seguir flexibilizando la citada regla de participación.

En el contexto descrito, 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 aconsejan restringir las condiciones monetarias como aquellos elementos que recomiendan mantenerlas invariables. En lo que corresponde a los factores que aconsejan restringir, se citaron los siguientes: a) Que las proyecciones econométricas de la inflación total para diciembre de 2008 (7.44%) y de 2009 (6.62%), se ubicaban por arriba de la meta de inflación determinada para cada uno de esos años; b) Que el peso relativo del segmento de variables indicativas que sugieren restringir las condiciones monetarias se mantiene en (61.81%); y, c) Que los choques de oferta asociados al alza en los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, continúan presentes, constituyéndose en una fuente de presiones inflacionarias futuras.



En lo que concierne a los factores que recomiendan mantener invariables las condiciones monetarias, se mencionaron los siguientes: a) Que las variables monetarias relativas a la liquidez primaria y los medios de pago mantienen un comportamiento congruente con los valores programados; b) Que el crédito bancario al sector privado se ha venido desacelerando en 2008, ubicándose en las últimas seis semanas dentro del corredor estimado; c) Que a marzo de 2008, las finanzas públicas registraron un superávit de Q1,358.5 millones, equivalente a 0.5% del PIB; d) Que persiste la turbulencia en los mercados financieros internacionales; y, e) Que la apreciación del tipo de cambio nominal activó la regla de participación del Banco de Guatemala y, a su vez, ha implicado intervenciones del mismo.

Como resultado de la discusión y análisis, 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 observe 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 brindar 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 en 6.75%.

**CUARTO:** Otros asuntos e informes.

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