

COMITÉ DE EJECUCIÓN

ACTA NÚMERO 37-2008

Sesión 37-2008 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 dieciocho de julio de dos mil ocho, a partir de las dieciséis horas veintitrés 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 36-2008, correspondiente a la sesión celebrada el 11 de julio de 2008.

CIRCULÓ: proyecto de acta número 36-2008.

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 el proyecto de acta correspondiente.

No habiendo observaciones, el Comité aprobó el acta número 36-2008.

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 11 al 17 de julio de 2008, se registraron captaciones de Depósitos a Plazo -DP- por Q3,374.5 millones y vencimientos por Q2,571.6 millones, lo que dio como resultado captaciones netas por

Q802.9 millones, asociadas a las operaciones realizadas en licitación por medio de las bolsas de comercio (captaciones netas por Q9.6 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 Q851.0 millones); y, en ventanilla (vencimientos netos por Q57.7 millones).

Respecto a las captaciones de DP indicó que durante el período del 11 al 17 de julio 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 98.9157% para los vencimientos del 8 de septiembre de 2008, equivalente a una tasa de rendimiento de 7.1448% y de 93.8262% para los vencimientos del 8 de junio de 2009, equivalente a una tasa de rendimiento de 7.3000%; 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 6.75%.

Con relación a las operaciones de inyección de liquidez informó que, durante el período del 11 al 17 de julio de 2008, se efectuaron operaciones por Q37.5 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 quetzales y en dólares de los Estados Unidos de América.

Con respecto a las operaciones de estabilización monetaria en dólares de los Estados Unidos de América indicó que el 17 de julio de 2008, vencieron US\$26.0 millones, por que el saldo de las mismas quedó en US\$20.7 millones.

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 11 al 17 de julio de 2008, la mínima fue de 6.77%, observada el 11 de julio de 2008 y la máxima de 7.05%, registrada el 15 de julio 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 6.86%.

Por otra parte, informó que el 17 de julio 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 Q168.0

millones con un rendimiento promedio ponderado de 6.9247%, de las cuales Q43.0 millones se realizaron en el mercado bursátil a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 6.8279% y Q125.0 millones en el mercado extrabursátil, a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 6.9580%; así también se realizaron operaciones en el mercado bursátil por US\$3.6 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 11 al 17 de julio de 2008, se registraron colocaciones por Q181.6 millones.

b) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 10 al 17 de julio de 2008, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$56.1 millones y el de venta fue de US\$60.5 millones y que los tipos de cambio promedio ponderado de las referidas operaciones mostraron tendencia hacia la baja, la cual se revirtió al final del mismo. En efecto, el jueves 10 de julio fueron de Q7.42534 por US\$1.00 para la compra y de Q7.44348 por US\$1.00 para la venta; en ese orden, el viernes 11 de julio fueron de Q7.41833 y de Q7.43713; el lunes 14 de julio fueron de Q7.38125 y de Q7.40964; el martes 15 de julio fueron de Q7.36354 y de Q7.38520; el miércoles 16 de julio fueron de Q7.36250 y de Q7.38638; y, el jueves 17 de julio de 2008 fueron de Q7.37986 y de Q7.40574. Asimismo, indicó que el tipo de cambio de referencia vigente para el 18, 19 y 20 de julio del presente año es de Q7.39427 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 11 al 18 de julio 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 asimismo, 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 11 al 18 de julio de 2008, no se cerraron operaciones y que, al viernes 18 de julio, 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 10 y el 17 de julio de 2008, según cifras preliminares, la posición diaria de encaje del sistema bancario pasó de una posición de Q598.3 millones a una negativa de Q158.1 millones, mientras que el saldo de las inversiones en DP al plazo de 7 días en ese período, varió de Q2,279.0 millones a Q3,130.0 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 Q2,877.3 millones el 10 de julio a Q2,971.1 millones el 17 de julio de 2008. Asimismo, mencionó que durante dicho período se registraron vencimientos netos de operaciones de inyección de liquidez del Banco de Guatemala por Q0.1 millones.

Destacó que en el período del 10 al 17 de julio de 2008, los principales factores monetizantes de la emisión monetaria fueron, por un lado, la disminución en el saldo de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q499.1 millones y del encaje bancario por Q325.3 millones; y por el otro, el incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente en moneda nacional a Q165.6 millones; mientras que los principales factores desmonetizantes fueron el incremento en el saldo de los depósitos a plazo constituidos en el Banco Central por Q594.7 millones y de los depósitos del resto del sector público en el Banco Central por Q222.7 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia manifestó que, con datos observados a junio de 2008, para diciembre de 2008 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 10.61% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 12.15%; el promedio simple de ambos modelos se sitúa en 11.38%, 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 8.95% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 8.03%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 8.49%, 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 junio de 2008, estimada con un modelo auto regresivo integrado de promedios móviles ARIMA es de 8.74%, en tanto que estimada con un modelo de

suavizamiento exponencial es de 8.68%; el promedio simple de ambos modelos es de 8.71%, 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 7.71%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial es de 6.90%; el promedio simple de ambos modelos es de 7.31%, 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 10 de julio de 2008, el límite inferior fue de 7.10%, en tanto que el límite superior se ubicó en 11.05%; mientras que la tasa de interés líder de la política monetaria es de 6.75%, la cual se encuentra por debajo del límite inferior del margen de tolerancia estimado para la tasa parámetro, situación que sugiere una política monetaria restrictiva. En lo que se refiere a la tasa de interés pasiva de paridad, manifestó que, al 10 de julio de 2008, el límite inferior fue de 5.07% y el límite superior de 5.97%, en tanto que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 7.49%, 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 17 de julio de 2008, se encuentra Q334.2 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 Q173.1 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 (-Q80.6 millones) estaría indicando relajar la política monetaria.

En cuanto a los medios de pago totales, la variación interanual observada al 10 de julio de 2008 ascendió a 7.0%, 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 10.0%, 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 (-2.35%) sugiere por lo tanto relajar la política

monetaria. Asimismo, a la fecha indicada, la variación interanual del crédito bancario al sector privado registró 18.9%, el cual se ubica por debajo del límite inferior del corredor estimado para el 10 de julio 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 15.2%, 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 -1.70%, 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 junio de 2008, para diciembre de 2008 la proyección de inflación se ubica en 11.86%, 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 10.70%, 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 junio de 2008, muestra un ritmo inflacionario de 6.25%, 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, indicó que la misma permaneció sin cambios. En ese sentido, conforme al peso relativo asignado a las variables indicativas, se informó que 44.71% de las mismas sugiere una orientación de política monetaria restrictiva; 17.10% una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva; y, 38.19% una

orientación de política monetaria relajada.

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 14 al 18 de julio de 2008 fueron de Q7.751 y de Q7.631 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 14 y el 17 de julio) fue de Q7.391 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 24 de julio de 2008, los cuales indican un excedente de liquidez primaria por Q3,535.3 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 Q94.3 millones y el desvío observado en la emisión monetaria negativo por Q334.2 millones, resulta un excedente de liquidez agregada, estimada para el referido período, de Q3,295.4 millones; de darse estos factores, para hacer compatible la oferta de emisión con la demanda programada, sería necesario que de los DP que vencen durante el período (Q3,360.9 millones, según registros al 17 de julio de 2008) podrían dejar de colocarse alrededor de Q65.5 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 Q15.0 millones, de Q25.0 millones y de Q35.0 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 23 de julio, 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 junio al 10 de julio de 2008) afectan los riesgos que rodean al pronóstico de mediano plazo basado en el segundo corrimiento del MMS en 2008 (realizado 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 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 julio 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 0.53 puntos porcentuales, al pasar de 8.62% (en el pronóstico del segundo corrimiento de 2008) a 9.15% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicho comportamiento se explica por el nuevo dato del precio del diesel (28 céntimos de punto porcentual al alza), por el nuevo dato de la inflación de los Estados Unidos de América (2 céntimos de punto porcentual al alza), por los nuevos datos del Producto Interno Bruto -PIB- 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 el nuevo dato de inflación (20 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, el promedio de dicha variable, para los trimestres comprendidos entre el segundo y el cuarto de 2008, aumenta en 107 puntos básicos, al pasar de 7.47% (en el pronóstico del segundo corrimiento de 2008) a 8.54% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicho aumento se explica por el efecto de los nuevos datos del precio del diesel (92 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 del PIB de los Estados Unidos de América (3 puntos básicos 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 (12 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 0.97 puntos porcentuales, al pasar de 6.44% (en el segundo corrimiento de 2008) a 7.41% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicho incremento se explica por los nuevos datos del precio del diesel (81 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 del PIB de los Estados Unidos de América (3 céntimos de punto porcentual al alza), por los nuevos datos de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (3 céntimos de punto porcentual a la baja), por los nuevos datos de inflación (11 céntimos de punto porcentual al alza) y por los nuevos datos del tipo de cambio nominal (3 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 138 puntos básicos, al pasar de 6.11% (en el pronóstico del segundo corrimiento de 2008) a 7.49% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Tal comportamiento se explica por los nuevos datos del precio del diesel (124 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 del PIB de los Estados Unidos de América (3 puntos básicos al alza), por los nuevos datos de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (8 puntos básicos a la baja), por los nuevos datos de inflación (15 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 julio 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 la política monetaria más elevada 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 17 de julio de 2008 se ubicó, en promedio, en US\$139.82 por barril, lo que significa un incremento de US\$5.80 por barril (4.33%) respecto del precio promedio registrado en junio de 2008 (US\$134.02 por barril) y un aumento de US\$48.08 por barril (52.41%) 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 julio en US\$131.52 por barril, inferior en US\$6.39 por barril (4.63%) respecto al precio prevaleciente para la misma posición el 12 de junio de 2008 (US\$137.91 por barril) y superior en US\$40.55 por barril (44.58%) 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 comportamiento al alza en el precio del crudo en 2008 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 estadounidense 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- mantiene restringida su oferta en el mercado mundial del crudo; 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 sigue bajo. 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.

En cuanto al comportamiento del precio internacional del maíz, se informó que éste registró una ligera disminución, al ubicarse el 17 de julio de 2008 en US\$12.44 por quintal, inferior en US\$0.04 por quintal (0.32%) al observado a finales de junio (US\$12.48 por quintal) y mayor en US\$4.87 por quintal (64.33%) 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 junio el precio interno del maíz blanco (con ponderación en el Índice de Precios al Consumidor -IPC- de 0.75%) registró un incremento importante al situarse en Q134.00 por quintal, superior en Q15.0 por quintal (12.61%) al observado a finales de mayo (Q119.0 por quintal) y mayor en Q21.0 por quintal (18.58%) 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 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 se ubicó el 17 de julio en US\$11.88 por quintal, lo que representa una disminución de US\$0.13 por quintal (1.08%) respecto del nivel observado a finales de junio de 2008 (US\$12.01 por quintal) y una reducción de US\$2.61 por quintal (18.01%) 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 durante los primeros siete meses de

2007, lo que podría continuar presionando los precios de los productos derivados, como la harina, el pan y las pastas alimenticias.

Con relación a las condiciones internas, se indicó que la inflación mensual en junio de 2008 se situó en 1.63%, superior en 1.18 puntos porcentuales a la registrada en junio de 2007 (0.45%) y mayor en 0.96 puntos porcentuales al promedio de las variaciones registradas en mayo durante los últimos ocho años (0.67%). El ritmo inflacionario total (13.56%), el ritmo inflacionario subyacente (12.45%) y el ritmo inflacionario subyacente dinámico (9.09%) a junio 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 del ritmo inflacionario total para diciembre de 2008 y para diciembre de 2009 (11.38% y 8.49%, en su orden), así como las proyecciones econométricas del ritmo inflacionario subyacente dinámico para diciembre de 2008 y para diciembre de 2009 (8.71% y 7.31%, 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 al panel de analistas privados realizada en junio 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 mayo. Ambas proyecciones se sitúan por arriba de la meta de inflación establecida para cada uno de los referidos años.

Los miembros del Comité reiteraron su preocupación por el aumento de los precios internos observado en junio de 2008, en particular porque los aumentos en la inflación intermensual por cuatro meses consecutivos han sido mayores al 1%, siendo el mayor incremento el de junio que fue de 1.63% (la variación mensual más alta en los últimos 8 años), por lo que podría estarse dando un efecto de propagación a los precios de bienes y servicios en donde la inflación importada no debiera tener una incidencia significativa.

La ejecución de las finanzas públicas, de acuerdo con cifras preliminares a junio de 2008, registró un superávit de Q1,315.8 millones, equivalente a 0.5% del PIB (déficit de Q632.0 millones a junio de 2007, equivalente a 0.2% del PIB). Sobre el particular, se hizo énfasis en los aspectos siguientes: a) que el superávit registrado a junio, 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 Q483.0 millones por debajo de lo programado, mientras que entre el 1 de abril y el 17 de julio, se ubicaron en promedio en Q23.0 millones por debajo de lo programado; y, c) que al 16 de julio de 2008, el Gobierno Central había colocado Bonos del Tesoro por Q1,493.7 millones, de los cuales el 77.4% se concentraba en colocaciones con el sector público y el 22.6% con el sector privado, situación que contrasta con la observada a la misma fecha del año anterior, cuando del monto colocado (Q3,216.6 millones), el 31.0% era con el sector público y el restante 69.0% con el sector privado.

El comportamiento del tipo de cambio nominal hacia la apreciación hasta el 17 de julio de 2008, se explica por un incremento en el ingreso de divisas por exportaciones, por flujos de capital privado de largo plazo, por una menor demanda de divisas para importaciones y por la liquidación de posiciones en moneda extranjera por parte de algunas empresas para cubrir el pago del Bono 14.

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 44.71% de las variables aconsejaban una orientación de política monetaria restrictiva (35.80% el mes previo); 17.10% sugería una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (16.67% el mes previo); 0.00% sugería una orientación de política monetaria invariable (9.34% el mes previo); y, 38.19% aconsejaba una orientación de política monetaria relajada (igual porcentaje el mes previo).

La liquidez primaria (emisión monetaria y base monetaria amplia) al 17 de julio de 2008, mostraba un desvío promedio de -Q80.6 millones, como resultado, principalmente, del desvío de la emisión monetaria respecto del límite inferior del corredor programado. En tanto que la variación interanual del crédito bancario al sector privado y de los medios de pago ha venido desacelerándose, ubicándose por debajo del límite inferior del corredor estimado; sin embargo, de conformidad con cálculos de los departamentos técnicos, luego de haber estimado varios escenarios fiscales para lo que resta del año, se prevé que los agregados monetarios (crédito bancario al sector privado, medios de pago, emisión monetaria y base monetaria), estarían acelerando su tasa de crecimiento interanual en los meses subsiguientes.

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 comportamiento de las variables indicativas de la Política Monetaria, el reporte mensual de riesgos de inflación derivado del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- y el balance de riesgos de inflación, plantearon que prevalecen los factores que aconsejan un alza en la tasa de interés líder, la cual contribuiría a moderar la propagación de los efectos de la inflación importada y la aceleración de las expectativas de inflación a otros precios de bienes y servicios.

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 las principales tendencias y reflexiones, así como elementos de análisis que puedan ser considerados en la decisión respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, programada para el 23 de julio del presente año.

En relación al comportamiento de la inflación a junio de 2008, en el Comité se hizo referencia a la marcada tendencia al alza del ritmo inflacionario total en lo que ha transcurrido del presente año. Los miembros del Comité reiteraron su preocupación por el aumento de los precios internos observado en junio de 2008, en particular porque los aumentos en la inflación intermensual por cuatro meses consecutivos han sido mayores al 1%, siendo el mayor incremento el de junio, que fue de 1.63% (representando la variación mensual más alta en los últimos 8 años), por lo que podría estarse dando una propagación de inflación a los precios de bienes y servicios en donde la inflación importada no debiera tener una incidencia significativa.

El ritmo de la inflación subyacente dinámica también registra una significativa tendencia al alza, situándose en junio de 2008 en 9.09%, nivel que, considerando que actualmente los principales agregados monetarios no reflejan excedentes de liquidez de origen interno, estaría evidenciando, fundamentalmente, una aceleración de las expectativas de inflación de los agentes económicos.

En el Comité se destacó que los resultados de la encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas privados realizada en junio de 2008, revelan que dicho panel proyecta un ritmo inflacionario para finales de 2008 de 11.86% y para finales de 2009 de 10.70%, valores por arriba a los proyectados el mes anterior y también por encima de los límites superiores de la meta de inflación establecida para cada uno de esos años.

Por otra parte, 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 11.38%, superior en 4.38 puntos porcentuales a 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 8.49%, porcentaje que se sitúa también por arriba de la meta de inflación determinada para dicho año.

Asimismo, conforme al corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural, se pronostica un ritmo inflacionario para finales de 2008 de 9.15%, mientras que para finales de 2009 el pronóstico es de 7.41%, ambos por arriba del límite superior de las metas de inflación determinadas para cada uno de esos años.

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 el panorama inflacionario a nivel mundial ha cambiado significativamente en las últimas semanas; es por ello que en la economía internacional, si bien siguen latentes los riesgos de inestabilidad financiera y de desaceleración económica, la mayor amenaza y preocupación actual es el aumento de la inflación observada, razón por la cual varios bancos centrales han adoptado decisiones de política monetaria, por una parte, para evitar la propagación de la inflación que proviene de los choques externos hacia otros precios de bienes y servicios y, por la otra, para inducir una moderación de las expectativas inflacionarias.

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

Con relación a las condiciones internas, 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 conforme el análisis efectuado por los departamentos técnicos, la tendencia de dicha variable hacia la apreciación hasta el 17 de julio de 2008, se explica por un incremento en el ingreso de divisas por exportaciones, por flujos de capital privado de largo plazo, por una menor demanda de divisas para importaciones y por la liquidación de posiciones en moneda extranjera por parte de algunas empresas para cubrir el pago del Bono 14.

En el Comité se subrayó que en el contexto del esquema de metas explícitas de inflación, el solo hecho de que las proyecciones de inflación se ubiquen persistentemente por arriba de las metas, es motivo para elevar la tasa de interés de política monetaria. Sin embargo, se resaltó que el entorno complejo en el que actualmente se desempeña la política monetaria, dicha decisión debe ser resultado de un análisis integral. En ese contexto, en el Comité se manifestó que un análisis integral de variables e indicadores macroeconómicos indica la conveniencia de ajustar al alza la tasa de interés líder de la política monetaria, destacando los aspectos siguientes: a) actualmente la inflación total está en dos dígitos y la tendencia ha sido creciente en los últimos cinco meses, aun cuando se tiene claro el efecto que ha tenido la inflación importada, tanto de primera como segunda vuelta, no debe descartarse el hecho de que las expectativas de inflación se han venido deteriorando, desanclándose de la meta de inflación, por lo que es necesario tomar medidas para evitar que los efectos de la inflación importada se propaguen a precios de bienes y servicios que no tienen relación con ella; b) Los pronósticos de inflación 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) Los choques de oferta continúan representando riesgos inflacionarios (alzas en los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo), lo que podría ampliar los efectos de segunda vuelta; y, d) de conformidad con información proporcionada por el Ministerio de Finanzas Públicas, se prevé una aceleración del gasto público con una utilización intensa de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala en lo que resta del año. Tal situación no prevé que, dado el ritmo actual de colocaciones de Bonos del Tesoro, si no se lograra hacer colocaciones que cubrieran los vencimientos en el año, el uso de recursos de caja podría ser mayor.

En el Comité se destacó que las acciones de política monetaria actúan con rezago sobre la inflación, es decir, un incremento en la tasa de interés líder en este momento tiene el propósito de moderar expectativas de inflación de los agentes económicos y propiciar que las mismas vayan anclándose gradualmente a las metas de inflación de mediano plazo. Asimismo, un alza en la tasa de interés líder contribuiría a que en el momento en que se acelere el gasto público, no se generen excedentes de liquidez primaria en la economía.

En el Comité hubo consenso que el análisis es complejo en la coyuntura actual, donde se observa un deterioro importante del panorama inflacionario en donde

siguen prevaleciendo presiones derivadas de choques de oferta, principalmente, en alimentos y energía. En ese sentido, se indicó que hay que tomar en cuenta que el esquema de metas de inflación busca principalmente anclar las expectativas inflacionarias, por lo que el Banco Central debe actuar ante esos choques de oferta, por la incertidumbre que los mismos generan y por la persistencia de las expectativas.

En el Comité se hizo énfasis que el deterioro del panorama inflacionario, aun cuando se ha seguido un enfoque gradual, aconseja que el incremento en la tasa de interés líder de la política monetaria sea mayor, dado que para abatir efectivamente las expectativas de inflación son necesarias medidas más intensas.

Como resultado de la discusión, en el seno del Comité hubo consenso de que, la coyuntura actual es más compleja que la del mes previo, no sólo porque continúan presentes riesgos inflacionarios, sino porque el contexto internacional está cambiando constantemente, lo que aumenta los márgenes de incertidumbre. Derivado de lo anterior, en el Comité privó el criterio de que es 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 mensaje del compromiso de la Autoridad Monetaria por el mantenimiento en la estabilidad del nivel general de precios, considerando que la política monetaria actúa con rezago sobre la inflación y, por la otra, que debe operar con una visión de mediano plazo a fin de coadyuvar a que la senda de crecimiento económico sea sostenible en el tiempo, lo cual requiere necesariamente, entre otros factores, de un ambiente de estabilidad de precios. En síntesis, se reiteró 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.

Por lo expuesto, el Comité concluyó en recomendar a la Junta Monetaria un aumento de la tasa de interés líder de la política monetaria en esta oportunidad de 75 puntos básicos.

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

Con relación a la determinación de cupos para la licitación del 21 de julio 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, Q15.0 millones; para el 9 de marzo de 2009, Q25.0 millones; y, para el 8 de junio de 2009, Q35.0 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 once minutos, en el mismo lugar y fecha al inicio indicados, firmando de conformidad los participantes.