

## COMITÉ DE EJECUCIÓN

### ACTA NÚMERO 46-2008

Sesión 46-2008 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 doce de septiembre de dos mil ocho, a partir de las quince horas con veinte minutos.

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

**PRIMERO:** Conocimiento de los proyectos de acta números 44-2008 y 45-2008, correspondientes a las sesiones celebradas el 5 y el 9 de septiembre de 2008, respectivamente.

CIRCULARON: proyectos de acta números 44-2008 y 45-2008.

**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 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 del Comité los proyectos de acta correspondientes.

No habiendo observaciones, el Comité aprobó las actas número 44-2008 y 45-2008.

**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 5 al 11 de septiembre de 2008, se registraron captaciones de Depósitos a Plazo (DP) por

Q3,905.5 millones y vencimientos por Q3,611.9 millones, lo que dio como resultado colocaciones netas por Q293.6 millones, asociadas a las operaciones realizadas en licitación por medio de las bolsas de comercio (vencimientos netos por Q127.1 millones), licitaciones directas con Entidades Públicas (vencimientos netos por 7.2 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 Q389 millones); y, en ventanilla (colocaciones netas por Q38.9 millones).

Respecto a las captaciones de DP, indicó que durante el período del 5 al 11 de septiembre 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 94.5882% para los vencimientos del 8 de junio de 2009, equivalente a una tasa de rendimiento de 7.6495% y de 92.7403% para los vencimientos del 7 de septiembre de 2009, equivalente a una tasa de rendimiento de 7.8495%; mientras que para la efectuada en forma directa, el precio de corte fue de 98.2868% para los vencimientos del 8 de diciembre de 2008, equivalente a una tasa de rendimiento de 6.9499% y de 94.5882% para los vencimientos del 8 de junio de 2009, equivalente a una tasa de rendimiento de 7.6495%. 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 5 al 11 de septiembre de 2008, se efectuaron operaciones por Q48.5 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 quetzales y 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 5 al 11 de septiembre de 2008, la mínima fue de 7.32%, observada el 9 de septiembre de 2008 y la máxima de 7.53%, registrada el 10 de septiembre 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 7.42%.

Por otra parte, informó que el 11 de septiembre 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 Q86.0 millones con un rendimiento promedio ponderado de 7.3762%; de las cuales Q36.0 millones se realizaron en el mercado bursátil a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 7.4125% y Q50.0 millones en el mercado extrabursátil, a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 7.35%; así también, se realizaron operaciones en el mercado bursátil por US\$4.4 millones con un rendimiento promedio ponderado de 3.00%.

Finalmente, informó que con relación a los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, durante el período del 5 al 11 de septiembre de 2008, se registraron colocaciones por Q10.0 millones y vencimientos por US\$0.1 millones.

b) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 4 al 10 de septiembre de 2008, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$62.1 millones y el de venta fue de US\$65.0 millones y que los tipos de cambio promedio ponderado de las referidas operaciones mostraron una tendencia hacia la baja. En efecto, el jueves 4 de septiembre fueron de Q7.51126 por US\$1.00 para la compra y de Q7.54071 por US\$1.00 para la venta; en ese orden, el viernes 5 de septiembre fueron de Q7.49028 y de Q7.52057; el lunes 8 de septiembre fueron de Q7.48854 y de Q7.51986; el martes 9 de septiembre fueron de Q7.49867 y de Q7.52313 y, finalmente, para el miércoles 10 de septiembre fueron de Q7.49808 y de Q7.51806. Asimismo, indicó que el tipo de cambio de referencia vigente para el 12, 13, 14 y 15 de septiembre del presente año es de Q7.49378 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 5 al 11 de septiembre 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 5 al 11 de septiembre de 2008, no se cerraron operaciones y que, al jueves 11 de septiembre, 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 4 y el 11 de septiembre 2008, según cifras preliminares, la posición diaria de encaje del sistema bancario pasó de una posición de Q488.5 millones a una de Q759.0 millones, mientras que el saldo de las inversiones en DP al plazo de 7 días en ese período, varió de Q2,838.0 millones a Q3,227.0 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 Q3,326.5 millones el 4 de septiembre a Q3,986.0 millones el 11 de septiembre de 2008. Asimismo, mencionó que durante dicho período se registraron vencimientos netos de operaciones de inyección de liquidez del Banco de Guatemala por Q3.2 millones.

Destacó que en el período del 4 al 11 de septiembre 2008, el principal factor monetizante de la emisión monetaria fue la disminución en el saldo de los depósitos del gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q674.4 millones; mientras que los principales factores desmonetizantes fueron el incremento en los saldos del encaje bancario por Q342.6 millones, de las Operaciones de Estabilización Monetaria por Q293.6 millones; en los Depósitos del Resto del Sector Público en el Banco Central por Q49.2 millones y la disminución en el saldo de las Reservas Internacionales Netas (RIN) por su equivalente en Q166.4 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, El Comité fue informado que en la sesión de Junta Monetaria efectuada el 12 de septiembre de 2008, dicho cuerpo colegiado aprobó el seguimiento de nuevos corredores para las variables indicativas siguientes: emisión monetaria, base monetaria amplia, medios de pago y crédito bancario al sector privado, por lo que la información presentada se basa en esos corredores. En ese contexto, manifestó que, con datos observados a agosto de 2008, para diciembre de 2008 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 10.93% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 11.88%; el promedio simple de ambos modelos se sitúa en 11.41%, 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 8.38% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 7.96%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 8.17%, 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 agosto de 2008, estimada con un modelo auto regresivo integrado de promedios móviles (ARIMA) es de 8.84%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial es de 8.51%; el promedio simple de ambos modelos es de 8.68%, 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 7.90%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial es de 6.48%; el promedio simple de ambos modelos es de 7.19%, 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 4 de septiembre de 2008, el límite inferior fue de 7.74%, en tanto que el límite superior se ubicó en 11.69%; 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 4 de septiembre de 2008, el límite inferior fue de 5.04% y el límite superior de 5.94%, en tanto que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 7.63%, 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 11 de septiembre de 2008, se encuentra dentro de los límites programados, lo que sugiere mantener invariable la política monetaria; por su parte, la base monetaria amplia, a la misma fecha, se encuentra Q2,479.3 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 (Q1,239.7) estaría indicando restringir la política monetaria.

En cuanto a los medios de pago totales, la variación interanual observada al 4 de septiembre de 2008 ascendió a 5.5%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del corredor estimado para dicha variable para la misma fecha (7.5% a 10.5%), lo que sugiere relajar la política monetaria; en tanto que la estimación econométrica de los

medios de pago para diciembre de 2008 es de 8.5%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del rango esperado para diciembre de 2008 (8.0% a 11.0%), lo que estaría sugiriendo mantener invariable la política monetaria. La orientación promedio de las desviaciones para la presente semana (-1.0%) sugiere por lo tanto relajar la política monetaria. Asimismo, a la fecha indicada, la variación interanual del crédito bancario al sector privado registró 17.2%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del corredor estimado para el 4 de septiembre de 2008 (18.1% a 21.1%), 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 13.9%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del rango esperado (14.0% a 17.0%), lo que sugiere una política monetaria relajada. La orientación promedio de las desviaciones para la presente semana es de -0.50%, 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 agosto de 2008, para diciembre de 2008, la proyección de inflación se ubica en 12.21%, 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 9.65%, 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 agosto de 2008, muestra un ritmo inflacionario de 6.32%, 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 misma permaneció sin cambios. 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, 9.34% una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva y 26.93% una orientación de política monetaria relajada. Asimismo, el Comité fue informado sobre la orientación de dichas variables al 12 de septiembre de 2008 con respecto al 20 de agosto de 2008 (fecha en la que la Junta Monetaria analizó el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria). En este sentido, el 63.73% de las mismas sugería una política monetaria restrictiva (63.73% al 20 de agosto); 9.34% aconsejaba una política monetaria moderadamente restrictiva (igual porcentaje al 20 de agosto); y, 26.93% una orientación de política monetaria relajada (igual porcentaje al 20 de agosto).

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 12 al 18 de septiembre de 2008, los cuales indican un excedente de liquidez primaria por Q3,760.7 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 encaje bancario por Q513.3 millones, resulta un excedente de liquidez agregada, estimada para el referido período, de Q4,274.0 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 (Q3,707.0 millones, según registros al 11 de septiembre de 2008) se recoloquen y además captar operaciones por Q567.0 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 Q50.0 millones y de Q65.0 millones; para las fechas de vencimiento 8 de diciembre de 2008, 9 de marzo de 2009, 8 de junio de 2009 y 7 de septiembre 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 17 de septiembre, 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) y el Balance de Riesgos de Inflación.

En lo que concierne al reporte mensual de riesgos de inflación del (MMS), éste indica la dirección en la que los datos surgidos en el último mes (del 11 de agosto al 10 de septiembre de 2008) afectan los riesgos que rodean al pronóstico de mediano plazo basado en el tercer corrimiento del MMS en 2008 (efectuado en agosto). 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 del MMS 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 apunta hacia una leve disminución del riesgo de inflación, pues la trayectoria generada por el corrimiento mecánico del MMS efectuado en septiembre se desplaza a tasas inferiores en comparación con la trayectoria generada en agosto por el pronóstico del tercer 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 política monetaria en niveles ligeramente inferiores con relación a la correspondiente trayectoria del tercer 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 tercer corrimiento de 2008 (realizado en agosto), para el cuarto trimestre de 2008. En términos de la inflación interanual, indicaron que la proyección para el cuarto trimestre de 2008 disminuye en 0.05 puntos porcentuales, al pasar de 11.90% (en el pronóstico del tercer corrimiento de 2008) a 11.85% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicho comportamiento es explicado por los nuevos datos del precio del diesel (3 céntimos de punto porcentual a la baja) y por los nuevos datos de inflación (2 céntimos de punto porcentual a la baja). En términos de la tasa de interés líder de la política monetaria, el promedio de dicha variable, para los trimestres comprendidos entre el tercero y el cuarto de 2008, disminuye en 39 puntos básicos, al pasar de 8.20% (en el pronóstico del tercer corrimiento de 2008) a 7.81% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicha disminución es explicada por el efecto de los nuevos datos del precio del diesel (40 puntos básicos a la baja), por los nuevos datos de la inflación de los Estados Unidos de América (1 punto básico al alza), por los nuevos datos del Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE), de demanda doméstica (5 puntos básicos a la baja), por los nuevos datos del IMAE de demanda externa (2 puntos básicos a la baja), por los nuevos datos de inflación (1 punto básico a la baja) y por los nuevos datos del tipo de cambio nominal (8 puntos básicos al alza).

En cuanto a la descomposición del efecto de los nuevos datos sobre el pronóstico del MMS generado en el tercer corrimiento de 2008 (efectuado en agosto) para el cuarto trimestre de 2009, se indicó que, en términos de la inflación interanual, la proyección para el cuarto trimestre de 2009 disminuye en 0.24 puntos porcentuales, al pasar de 7.59% (en el tercer corrimiento de 2008) a 7.35% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicha disminución es explicada por los nuevos datos del precio del diesel (24 céntimos de punto porcentual a la baja), por los nuevos datos de la inflación de los Estados Unidos de América (1 céntimo de punto porcentual al alza), por los nuevos datos del IMAE de demanda doméstica (2 céntimos de punto porcentual a la baja), por los nuevos datos del IMAE de demanda externa (2 céntimos de punto porcentual a la baja), por los nuevos datos de inflación (2 céntimos de punto porcentual a la baja) y por los nuevos datos del tipo de cambio nominal (5 céntimos de punto porcentual al alza).

En términos de la tasa de interés líder de la política monetaria, señalaron que el promedio de dicha variable, para los trimestres comprendidos entre el tercero de 2008 y el cuarto de 2009, disminuye en 50 puntos básicos, al pasar de 6.87% (en el pronóstico del tercer corrimiento de 2008) a 6.37% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Tal comportamiento es explicado por los nuevos datos del precio del diesel (50 puntos básicos a la baja), por los nuevos datos de la inflación de los Estados Unidos de América (2 puntos básicos al alza), por los nuevos datos de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (1 punto básico al alza), por los nuevos datos del IMAE de demanda doméstica (6 puntos básicos a la baja), por los nuevos datos del IMAE de demanda externa (5 puntos básicos a la baja), por los nuevos datos de inflación (1 punto básico a la baja) y por los nuevos datos del tipo de cambio nominal (9 puntos básicos al alza).

En resumen, los departamentos técnicos indicaron que, en relación con el tercer corrimiento del MMS en 2008 (realizado en agosto), el corrimiento mecánico de septiembre de 2008 indica una trayectoria de tasas de inflación ligeramente más bajas, pero por encima de las metas de inflación establecidas para 2008 y para 2009, así como una trayectoria para la tasa de interés líder de política monetaria levemente más baja 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 11 de septiembre de 2008 se ubicó, en promedio, en US\$105.78 por barril, lo que significa una reducción de US\$10.91 por barril (9.35%) respecto del precio promedio registrado durante agosto de 2008 (US\$116.69 por barril) y un aumento de US\$14.04 por barril (15.30%) respecto al precio promedio de diciembre de 2007 (US\$91.74 por barril), según el servicio informativo *Bloomberg* el precio del crudo para entrega en diciembre de 2008 se situó el 11 de septiembre en US\$101.25 por barril, inferior en US\$15.33 por barril (13.15%) respecto al precio prevaleciente para la misma posición el 13 de agosto de 2008 (US\$116.58 por barril). Sobre el particular, según informes de expertos internacionales, el referido comportamiento en el precio del crudo se asocia a factores de demanda y de oferta. En cuanto a la demanda, se hizo referencia a tres factores: el primero, asociado al fortalecimiento del dólar estadounidense respecto a otras monedas; el segundo, relacionado con la

expectativa de una disminución en la demanda del crudo por parte de los países industrializados; y, el tercero, relativo a la estabilización de la demanda de petróleo por parte de China y a la disminución de la demanda por parte de India. Por el lado de los factores de oferta, se mencionó la leve reducción en el nivel de inventarios de petróleo de los Estados Unidos de América, el cual se ubicó en 298.0 millones de barriles, al 5 de septiembre de 2008, según información del Departamento de Energía de los Estados Unidos de América.

En cuanto al comportamiento del precio internacional del maíz, se informó que éste registró una disminución, al ubicarse el 11 de septiembre de 2008 en US\$9.84 por quintal, inferior en US\$0.32 por quintal (3.15%) al observado a finales de agosto (US\$10.16 por quintal), pero superior en US\$2.27 por quintal (29.99%) al registrado en diciembre de 2007 (US\$7.57 por quintal). Se mencionó que a pesar de la moderación reciente en el precio internacional del maíz, aún permanece por arriba de los niveles registrados durante 2007 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 sigue siendo relevante en la evaluación del balance de riesgos de inflación.

En lo que concierne al precio internacional del trigo, se mencionó que el mismo se ubicó el 11 de septiembre en US\$9.75 por quintal, lo que representa una disminución de US\$1.53 por quintal (13.56%) respecto del nivel observado a finales de agosto de 2008 (US\$11.28 por quintal) y una reducción de US\$4.74 por quintal (32.71%) respecto del nivel registrado a finales de diciembre de 2007 (US\$14.49 por quintal). Se indicó que aun cuando se observa una reducción importante en el precio internacional del trigo a partir de julio de 2008, éste permanece por arriba de los niveles registrados en 2007.

Con relación a las condiciones internas, se indicó que la inflación mensual en agosto de 2008 se situó en 0.50% (1.25% en julio de 2008) inferior en 0.42 puntos porcentuales a la registrada en agosto de 2007 (0.92%) y mayor en 0.02 puntos porcentuales al promedio de las variaciones registradas en agosto durante los últimos siete años (0.48%).

El ritmo inflacionario total (13.69%) y el ritmo inflacionario subyacente dinámico (9.27%) a agosto de 2008, aun cuando registraron una disminución respecto del mes anterior, continúan ubicándose por arriba del límite superior del margen de tolerancia determinado por la Junta Monetaria para 2008 (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales).

Las proyecciones econométricas de la inflación total para diciembre de 2008 y de 2009 (11.41% y 8.17%, en su orden), así como las proyecciones econométricas de la inflación subyacente dinámica para diciembre de 2008 y de 2009 (8.68% y 7.19%, respectivamente), aun cuando son menores a las estimadas el mes anterior, se sitúan por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación para ambos años. El peso relativo de la inflación importada en el ritmo inflacionario total se ha venido reduciendo en los últimos dos meses (5.84% en junio, 5.65% en julio y 4.82% en agosto). En cuanto a los resultados de la encuesta de expectativas de inflación del panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en agosto, indican que el ritmo inflacionario total para finales de 2008 y de 2009 estaría situándose en 12.21% y 9.65%, respectivamente. Se destacó que 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 y que la proyección para finales de 2008 disminuyó respecto del mes anterior, mientras que para 2009 registró un incremento.

En lo que se refiere a la ejecución de las finanzas públicas, de acuerdo con cifras preliminares a agosto de 2008, registró un superávit de Q1,049.8 millones, equivalente a 0.4% del Producto Interno Bruto (PIB), (déficit de Q1,829.9 millones a agosto de 2007, equivalente a 0.7% del PIB). Sobre el particular, se hizo énfasis en que el superávit registrado a agosto, obedeció tanto a un menor gasto público en relación a igual período de 2007 como a mayores niveles de recaudación tributaria.

En lo relativo a las variables indicativas se señaló que al comparar su situación a la fecha que se informa respecto a la del mes anterior, el 63.73% de las variables aconsejaban una orientación de política monetaria restrictiva (igual porcentaje el mes previo); 9.34% sugería una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (igual porcentaje el mes previo); y, 26.93% aconsejaba una orientación de política monetaria relajada (igual porcentaje el mes previo).

La liquidez primaria (emisión monetaria y base monetaria amplia) al 11 de septiembre de 2008, mostraba un desvío promedio de Q1,239.7 millones, como resultado 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. Con respecto a la variación interanual del crédito bancario al sector privado y de los medios de pago se sitúa por debajo del límite inferior del corredor estimado.

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

a) Discusión.

Los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, luego de haber presentado el balance de riesgos de inflación, el reporte mensual de riesgos de inflación derivado del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), así como el comportamiento de las variables indicativas de la política monetaria, concluyendo que el balance de riesgos de inflación continúa siendo complejo.

En ese sentido, los asesores del Comité externaron su opinión con relación a la decisión sobre el nivel de la tasa de interés líder, indicando que una inflación muy elevada se traduce en un crecimiento económico débil y poco sostenible en el mediano plazo, por lo que ante las presiones inflacionarias podría ser conveniente continuar con ajustes graduales en la tasa de interés líder de política monetaria y mantener una trayectoria al alza de dicha tasa, de tal forma que la inflación converja más rápidamente a su meta; esa postura está siendo adoptada por otros bancos centrales latinoamericanos que han establecido un esquema de metas explícitas de inflación y que tienen niveles de inflación más bajos que los de Guatemala. En adición, señalaron que si bien los precios de algunos commodities han registrado recientemente un comportamiento hacia la baja en los mercados internacionales, a nivel interno dichos precios no se han reducido en la misma magnitud que los precios internacionales; al considerar que la inflación importada ha venido afectando con menor intensidad a la inflación total, la disminución en los precios internacionales de los combustibles, del maíz y del trigo no tendrá mayor impacto sobre la inflación total a finales de año.

Se mencionó que haciendo abstracción de los acontecimientos financieros internacionales de los últimos días y concentrándose en el balance de riesgos de inflación que fue presentado en el Comité, la situación del mismo se encontraba bastante equilibrada, por tanto, consideraban razonable recomendar una pausa en cuanto al incremento de la tasa de interés líder de política monetaria, aun cuando se compartía que dentro de los factores que sugerían de manera prudente un ajuste en la tasa de interés líder destacaban: a) que las proyecciones de inflación y las expectativas inflacionarias se encontraban por arriba de las metas establecidas para 2008 y para 2009, b) que el sistema bancario contaba con un monto importante de recursos líquidos disponibles, que eventualmente podrían destinarse a actividades crediticias; c) que el peso relativo del componente importado en el ritmo inflacionario

total ha venido disminuyendo, en tanto que el componente de inflación interna ha aumentado.

Con base en lo expuesto se recalcó que existen otros factores que hay que tomar en cuenta, entres los cuales destacan: el superávit de las finanzas públicas; el comportamiento a la baja de la variación interanual del crédito bancario al sector privado y de los medios de pago; y, el hecho de que en los últimos días se ha intensificado el deterioro en los mercados financieros a nivel mundial, generando incertidumbre en los mercados respecto a la duración de la crisis y sus efectos en la economía real a nivel internacional, lo cual aumenta la complejidad del balance de riesgos de inflación.

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 17 de septiembre del presente año.

En el contexto descrito, el Comité manifestó que el ritmo inflacionario total a agosto (13.69%) se redujo con respecto al registrado en julio (14.16%), lo que podría ser indicativo de que la inflación empieza a revertir la tendencia alza que venía registrando desde inicios del año. No obstante, se subrayó que el ritmo inflacionario subyacente dinámico a agosto de 2008 se ubicó en 9.27%, nivel que, dada la desaceleración que vienen registrando los principales agregados monetarios (emisión monetaria, medios de pago y crédito bancario al sector privado), podría estar reflejando expectativas de inflación que aún permanecen altas. En ese sentido, el Comité manifestó que la política monetaria tiene un rol importante para moderar dichas expectativas por medio de medidas adicionales, pero que por el momento sería conveniente esperar los efectos favorables en las referidas expectativas que se esperan de la reciente contención de los choques externos.

En el Comité se destacó que las expectativas de inflación del panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en agosto, indican que el ritmo inflacionario total para finales de 2008 y de 2009 estaría situándose en 12.21% y 9.65%, respectivamente. Se destacó que aunque 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 se redujo con respecto de los meses previos, lo que podría estar indicando 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 11.41%, 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 8.17%, porcentaje que se sitúa también por arriba de la meta de inflación determinada para dicho año. Asimismo, de conformidad con el reporte mensual de riesgos de inflación del MMS, se pronostica un ritmo inflacionario para finales de 2008 de 11.85%, mientras que para finales de 2009 el pronóstico es de 7.35%, ambos por arriba del límite superior de las metas de inflación determinadas para cada uno de esos años.

Por último, la variación interanual tanto de los medios de pago, como del crédito bancario al sector privado continúa reflejando una tendencia decreciente. No obstante, se destacó que la liquidez primaria (emisión monetaria y base monetaria amplia), se encuentra por arriba del límite superior del corredor programado.

El Comité analizó con detalle 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, ésta ha variado recientemente en algunos países y regiones; en efecto, el desempeño previsto para la economía estadounidense mejoró, pero se deterioró en el caso de la Eurozona. Asimismo, se mencionó que la turbulencia en los mercados financieros internacionales se intensificó en los últimos días, aspecto que ha generado mayor incertidumbre. En cuanto a la inflación, se mencionó que ésta sigue constituyéndose en una importante amenaza, dado su comportamiento creciente en el presente año. Se mencionó que aunque recientemente los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo se han reducido y tal situación para el caso de Guatemala resulta relevante, dado que podría coadyuvar a moderar, por una parte, las expectativas de inflación de los agentes económicos y, por la otra, que los efectos provenientes de los choques de oferta externos hasta la fecha no se han traducido en reducciones importantes en los precios internos, aun cuando la inflación importada se ha reducido gradualmente.

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 a efecto de asegurar que la inflación converja a las metas de mediano plazo. En América Latina, todos los países que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación han incrementado en septiembre sus tasas de interés de política monetaria (entre los que destacan: Brasil 75 puntos básicos, Chile 50 puntos básicos y Perú 25 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.

Por otra parte, 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 12 de septiembre 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 seno del Comité se sostuvo una amplia deliberación en cuanto a la recomendación acerca del nivel de tasa de interés líder que se presentaría a la Junta Monetaria. Para tal efecto, los miembros del Comité externaron su opinión, tomando en cuenta un análisis integral de la actual coyuntura externa e interna.

Un miembro del Comité indicó que el panorama actual era bastante complejo por lo que una decisión en cuanto a la tasa de interés líder resultaba difícil; sin embargo, manifestó que dicha decisión habría que tomarla, poniendo en perspectiva el compromiso del Banco Central en el mediano plazo en cuanto a mantener una tasa de inflación baja y estable; adicionalmente, indicó que para lograr un crecimiento económico sostenible en el largo plazo es condición necesaria que se mantenga la estabilidad en el nivel general de precios. En este sentido, al tomar en consideración que las medidas de ajuste de la tasa de interés afectan el nivel de precios con rezago, consideraba necesario que en la coyuntura actual se adopten las medidas necesarias de manera oportuna, por lo que recomendaba un incremento en la tasa de interés de política monetaria.

Otro miembro del Comité sugirió mantener la tasa de interés líder invariable sobre la base de tres aspectos: a) crédito bancario al sector privado y medios de pago



por debajo de sus corredores estimados, así como superávit en las finanzas públicas; b) la disminución en el precio internacional del petróleo y sus derivados, así como del maíz y del trigo; y, c) los eventos recientes en el sistema financiero de los Estados Unidos de América.

Otro miembro del Comité manifestó que sin tomar en cuenta la turbulencia reciente en los mercados financieros internacionales, el balance de riesgos se orientaba a incrementar la tasa de interés líder; sin embargo, dado lo acontecido en dichos mercados el fin de semana manifestó estar de acuerdo en sugerir a la Junta Monetaria mantener el nivel actual de la tasa de interés líder.

Por su parte, otro miembro del Comité indicó que el principal aporte que el Banco Central puede hacer a la sociedad es el mantenimiento de la estabilidad en el nivel general de precios y que, de conformidad con las proyecciones de inflación y las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, la Junta Monetaria debería de adoptar una política monetaria más activa; sin embargo, destacó que el fin de semana anterior se produjo una coyuntura financiera internacional muy particular que podría conducir a una desaceleración en la demanda agregada interna, como consecuencia de la desaceleración económica que podría registrarse en los Estados Unidos de América en los próximos meses; por tanto, resaltó que hasta que no exista una mayor claridad sobre los efectos que dichos eventos podrían generar en la economía del país, sugería recomendar a la Junta Monetaria mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder y que se continuara un estrecho monitoreo y seguimiento al comportamiento de las principales variables e indicadores macroeconómicos.

Por último, otro miembro del Comité indicó que la decisión actual es bastante compleja, tomando en cuenta que el riesgo más relevante consiste en registrar niveles de inflación por arriba de las metas establecidas para 2008 y para 2009, lo cual se manifestaba en los pronósticos de inflación y en las expectativas inflacionarias del panel de analistas privados. En ese sentido, manifestó que si bien, el ritmo inflacionario en agosto se desaceleró, éste todavía se mantiene en dos dígitos, por lo que el margen para adoptar medidas de política monetaria aún es amplio. Adicionalmente, destacó que la moderación de los precios internacionales no se trasladaba inmediatamente a los precios internos, por lo que no se puede confiar en una reducción significativa del ritmo inflacionario por esa vía. Por otra parte, manifestó su preocupación por el alza importante que han registrado los recursos líquidos del sistema bancario durante las últimas semanas, los cuales constituyen liquidez

potencial que podría salir a la economía. Asimismo, subrayó que se prevé una aceleración del gasto público en lo que resta del año y que el Proyecto de Presupuesto para 2009 que presentó el Ministerio de Finanzas Públicas al Congreso de la República, prevé un incremento en el déficit fiscal y financiamiento importante con recursos externos, situación que podría generar presiones en la demanda agregada y, en consecuencia en el nivel general de precios. No obstante, manifestó que a pesar de lo mencionado, la decisión se torna compleja, no sólo por los efectos que los desequilibrios financieros internacionales podrían tener sobre el país, sino por las señales que las medidas de política monetaria deben enviar a los agentes económicos en términos de certeza, por lo que, mientras se aclaran los efectos de la coyuntura reciente en términos de inflación, manifestó compartir la posición de mantener el compás de espera en las medidas de restricción monetaria.

Como resultado de la extensa discusión y análisis, en el seno del Comité hubo consenso de que era recomendable, en esta oportunidad, mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 7.25% y que se observara la evolución del balance de riesgos de inflación a efecto de establecer sus cambios y orientación en el próximo mes, por lo que resultaba importante darle un seguimiento estrecho a las principales variables e indicadores macroeconómicos, tanto internos como externos.

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

Con relación a la determinación de cupos para la licitación del 16 de septiembre 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 diciembre de 2008, Q10.0 millones; para el 9 de marzo de 2009, Q10.0 millones; para el 8 de junio de 2009, Q60.0 millones; y, para el 7 de septiembre de 2009, Q65.0 millones, así como para la fecha de vencimiento 7 de junio de 2010, sin cupo preestablecido.

**SEXO:** Otros asuntos e informes.

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