

COMITÉ DE EJECUCIÓN

ACTA NÚMERO 51-2008

Sesión 51-2008 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 diecisiete de octubre de dos mil ocho, a partir de las once horas con cuarenta y siete 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 50-2008, correspondiente a la sesión celebrada el 10 de octubre de 2008.

CIRCULÓ: proyecto de acta número 50-2008.

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 del Comité el proyecto de acta correspondiente.

No habiendo observaciones, el Comité aprobó el acta número 50-2008.

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 10 al 16 de octubre de 2008, se registraron captaciones de Depósitos a Plazo (DP) por Q4,492.2 millones

y vencimientos por Q3,848.8 millones, lo que dio como resultado captaciones netas por Q643.4 millones, asociadas a las operaciones realizadas 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 Q712.0 millones); y, en ventanilla (vencimientos netos por Q68.6 millones).

Respecto a las captaciones de DP, indicó que durante el período del 10 al 16 de octubre de 2008, para el caso de licitaciones, las mismas se efectuaron por fecha de vencimiento y precio, manifestando que en la licitación efectuada por medio de las bolsas de comercio, el precio de corte fue de 93.4263% para los vencimientos del 7 de septiembre de 2009, equivalente a una tasa de rendimiento de 7.8300%; y, para la licitación en forma directa con las entidades públicas, no se presentaron posturas. Por su parte, en la MEBD y en el Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S. A., las mismas se realizaron al plazo de 7 días, a la tasa de interés líder de la política monetaria de 7.25%.

Con relación a las operaciones de inyección de liquidez informó que, durante el período del 10 al 16 de octubre de 2008, se efectuaron operaciones por Q111.1 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 10 al 16 de octubre de 2008, la mínima fue de 7.37%, observada el 10 de octubre y la máxima de 7.49%, registrada el 15 de octubre 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 7.43%.

Por otra parte, informó que el 16 de octubre 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 Q48.0 millones con un rendimiento promedio ponderado de 7.4219%; de las cuales Q25.0 millones se realizaron en el mercado bursátil a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 7.4400% y Q23.0 millones en el mercado extrabursátil, a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 7.4022%; así también, se realizaron operaciones en el

mercado bursátil por US\$4.0 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 10 al 16 de octubre de 2008, se registraron colocaciones por Q91.3 millones.

b) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 9 al 15 de octubre de 2008, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$76.6 millones y el de venta fue de US\$75.0 millones y que los tipos de cambio promedio ponderado de las referidas operaciones mostraron al inicio del período una ligera tendencia hacia la baja, la cual se estabilizó al final del mismo. En efecto, el jueves 9 de octubre fueron de Q7.50769 por US\$1.00 para la compra y de Q7.53585 por US\$1.00 para la venta; en ese orden, el viernes 10 de octubre fueron de Q7.48193 y de Q7.50908; el martes 14 de octubre fueron de Q7.47797 y de 7.51009; y, finalmente, para el miércoles 15 de octubre fueron de Q7.48852 y de Q7.50821. Asimismo, indicó que el tipo de cambio de referencia vigente para el 17, 18, 19 y 20 de octubre del presente año es de Q7.50764 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 10 al 16 de octubre de 2008 en el Sistema Privado Institucional de Divisas (SPID), no se realizaron operaciones. En lo que respecta al Sistema Electrónico de Negociación de Divisas (Sinedi), de conformidad con lo establecido en la Regla de Participación del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas, se convocó a subasta de compra de dólares de los Estados Unidos de América el martes 14 y miércoles 15 de octubre por un monto de US\$8.0 millones cada una, de las cuales únicamente se adjudicó US\$0.75 millones a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.50117 por US\$1.00, en la subasta realizada el martes 14 de octubre de 2008.

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 10 al 16 de octubre de 2008, no se cerraron operaciones y que, al jueves 16 de octubre, no existe precio de referencia para el mercado a liquidarse en diciembre de 2008.

c) El Director del Departamento de Estudios Económicos informó que entre el 9 y el 16 de octubre de 2008, según cifras preliminares, la posición diaria de encaje del sistema bancario pasó de Q567.0 millones a una posición negativa de Q122.9

millones, mientras que el saldo de las inversiones en DP al plazo de 7 días en ese período, varió de Q3,436.0 millones a Q4,148.0 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 Q4,003.0 millones el 9 de octubre a Q4,025.1 millones el 16 de octubre de 2008.

Destacó que en el período del 9 al 16 de octubre de 2008, los principales factores desmonetizantes de la emisión monetaria fueron, por una parte, el incremento en el saldo de los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala por Q643.4 millones y de los depósitos del resto del sector público en el Banco Central por Q85.0 millones y, por la otra, la disminución en el saldo de las Reservas Internacionales Netas (RIN) por el equivalente a Q352.8 millones; mientras que los principales factores monetizantes fueron la disminución en el saldo del encaje bancario por Q782.8 millones y de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q101.9 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia manifestó que, con datos observados a septiembre de 2008, para diciembre de 2008 la inflación total proyectada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 10.98% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 10.94%; el promedio simple de ambos modelos se sitúa en 10.96%, 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 8.40% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 7.72%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 8.06%, 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 proyectada para diciembre de 2008, con datos observados a septiembre de 2008, estimada con un modelo auto regresivo integrado de promedios móviles (Arima) es de 8.04%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial es de 7.74%; el promedio simple de ambos modelos es de 7.89%, 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 Arima es de 6.39%, en tanto que estimada con un modelo de

suavizamiento exponencial es de 6.02%; el promedio simple de ambos modelos es de 6.21%, el cual se ubica por arriba del valor puntual de la meta de inflación y dentro del margen de tolerancia (5.5% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria moderadamente restrictiva.

Con respecto a la tasa de interés parámetro, informó que al 9 de octubre de 2008, el límite inferior fue de 7.26%, en tanto que el límite superior se ubicó en 11.21%; 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 una política monetaria restrictiva. En lo que se refiere a la tasa de interés pasiva de paridad, manifestó que, al 9 de octubre de 2008, el límite inferior fue de 7.78% y el límite superior de 8.68%, en tanto que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 7.69%, la cual se ubica por abajo del límite inferior del margen de fluctuación de la tasa de interés pasiva de paridad, lo que sugiere una política monetaria restrictiva.

En cuanto a la liquidez primaria, indicó que la emisión monetaria observada al 16 de octubre de 2008, se encuentra dentro del corredor programado, lo que sugiere una política monetaria invariable; por su parte, la base monetaria amplia, a la misma fecha, se encuentra Q3,249.3 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, de Q1,624.6 millones, estaría indicando una política monetaria restrictiva.

En cuanto a los medios de pago totales, la variación interanual observada al 9 de octubre de 2008 ascendió a 5.3%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del corredor estimado para dicha variable para la misma fecha (7.2% a 10.2%), lo que sugiere una política monetaria relajada; en tanto que la estimación econométrica de los medios de pago para diciembre de 2008 es de 8.7%, la cual se ubica dentro del rango esperado para diciembre de 2008 (8.0% a 11.0%), lo que estaría sugiriendo una política monetaria invariable. La orientación promedio de las desviaciones para la presente semana, de -0.95%, sugiere por lo tanto una política monetaria relajada. Asimismo, a la fecha indicada, la variación interanual del crédito bancario al sector privado registró 14.6%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del corredor estimado para el 9 de octubre de 2008 (16.2% a 19.2%), lo que sugiere una política monetaria relajada; por su parte, la estimación econométrica de la variación interanual del crédito bancario al sector privado, para diciembre de 2008, es de 13.3%, 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 -1.15%, 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 septiembre 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 9.51%, la cual también se encuentra por arriba del margen de tolerancia estimado para dicho año (5.5% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria restrictiva. Asimismo, indicó que la variable expectativas implícitas de inflación, con datos a septiembre de 2008, muestra un ritmo inflacionario de 6.33%, 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, se informó del cambio de orientación en dos variables indicativas: la "Tasa de Interés Parámetro" pasó de sugerir una orientación de política monetaria invariable a aconsejar que la misma sea restrictiva y la "Tasa de Interés Pasiva de Paridad" pasó de sugerir una orientación de política monetaria invariable a aconsejar que la misma sea restrictiva. Asimismo, el Comité fue informado de la orientación de dichas variables al 17 de octubre de 2008 respecto al 17 de septiembre de 2008 (fecha en la que Junta Monetaria analizó el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria). En ese sentido, conforme al peso relativo asignado a dichas

variables, se informó que 62.21% de las mismas sugiere una orientación de política monetaria restrictiva (63.73% al 17 de septiembre), 19.93% aconseja una política monetaria moderadamente restrictiva (9.34% al 17 de septiembre) y 17.86% una orientación de política monetaria relajada (26.93% al 17 de septiembre).

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 17 al 23 de octubre de 2008, los cuales indican un potencial excedente de liquidez primaria por Q4,170.6 millones debido, principalmente, a vencimientos de DP; si a ello se adiciona la posición diaria negativa de encaje bancario por Q300.8 millones, resulta un potencial excedente de liquidez agregada, estimada para el referido período, de Q3,869.9 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 (Q4,489.3 millones, según registros al 16 de octubre de 2008) se dejen de colocar operaciones por Q619.4 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 Q40.0 millones y de Q55.0 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 22 de octubre, 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 Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), éste indica la dirección en la que los datos surgidos en el último mes (del 11 de septiembre al 10 de octubre de 2008) afectan los

riesgos que rodean al pronóstico de mediano plazo basado en el tercer corrimiento del MMS en 2008 (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 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 disminución del riesgo de inflación, pues la trayectoria generada por el corrimiento mecánico del MMS efectuado en octubre 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 inferiores con relación a la correspondiente trayectoria del tercer corrimiento del MMS en 2008, en el horizonte de pronóstico comprendido desde el cuarto 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 0.20 puntos porcentuales, al pasar de 11.90% (en el pronóstico del tercer corrimiento de 2008) a 11.70% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicho comportamiento se explica por el nuevo dato del precio del diesel (14 céntimos de punto porcentual a la baja), por los nuevos datos del Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) de Demanda Externa (1 céntimo de punto porcentual al alza) y por el nuevo dato de inflación (7 céntimos de punto porcentual a la baja). En términos de la tasa de interés líder de política monetaria, el promedio de

dicha variable, para los trimestres comprendidos entre el tercero y el cuarto de 2008, disminuye en 99 puntos básicos, al pasar de 8.20% (en el pronóstico del tercer corrimiento de 2008) a 7.21% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicha disminución se explica por el efecto de los nuevos datos del precio del diesel (45 puntos básicos a la baja), por los nuevos datos de la tasa de interés en los Estados Unidos de América (18 puntos básicos a la baja), por los nuevos datos del IMAE de Demanda Externa (1 punto básico al alza), por los nuevos datos de inflación (34 puntos básicos a la baja) y por los nuevos datos del tipo de cambio nominal (3 puntos básicos a la baja).

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 0.87 puntos porcentuales, al pasar de 7.59% (en el tercer corrimiento de 2008) a 6.72% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicho incremento se explica por los nuevos datos del precio del diesel (65 céntimos de punto porcentual a la baja), por los nuevos datos de la tasa de interés en los Estados Unidos de América (8 céntimos de punto porcentual a la baja), por los nuevos datos del IMAE de Demanda Externa (1 céntimo de punto porcentual al alza), por los nuevos datos de inflación (14 céntimos de punto porcentual a la baja) y por los nuevos datos del tipo de cambio nominal (1 céntimo de punto porcentual a la baja).

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 103 puntos básicos, al pasar de 6.87% (en el pronóstico del tercer corrimiento de 2008) a 5.84% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Tal comportamiento se explica por los nuevos datos del precio del diesel (66 puntos básicos a la baja), por los nuevos datos de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (24 puntos básicos a la baja), por los nuevos datos del IMAE de Demanda Doméstica (1 punto básico a la baja), por los nuevos datos del IMAE de Demanda Externa (2 puntos básicos al alza), por los nuevos datos de inflación (9 puntos básicos a la baja) y por los nuevos datos del tipo de cambio nominal (5 puntos básicos a la baja).

En resumen, los departamentos técnicos indicaron que, con relación al tercer corrimiento del MMS en 2008 (realizado en agosto), el corrimiento mecánico de

octubre de 2008 indica una trayectoria de tasas de inflación más bajas, pero aún por encima de las metas vigentes de política monetaria establecidas para 2008 y para 2009, así como una trayectoria para la tasa de interés líder de política monetaria más 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 16 de octubre de 2008 se ubicó, en promedio, en US\$85.14 por barril, lo que significa una reducción de US\$18.62 por barril (17.95%) respecto del precio promedio registrado durante septiembre de 2008 (US\$103.76 por barril) y una disminución de US\$6.60 por barril (7.19%) respecto al precio promedio de diciembre de 2007 (US\$91.74 por barril). En adición, de acuerdo con el servicio informativo de *Bloomberg* el precio del crudo para entrega en diciembre de 2008 se situó el 16 de octubre en US\$70.26 por barril, inferior en US\$20.91 por barril (22.94%) respecto al precio prevaleciente para la misma posición el 16 de septiembre de 2008 (US\$91.17 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 dos elementos: el primero, asociado al fortalecimiento del dólar estadounidense respecto a otras monedas; y, el segundo, relacionado con la expectativa de una disminución en la demanda del crudo por parte de los países industrializados, como resultado de la crisis financiera mundial. Por el lado de los factores de oferta, se mencionó el incremento en el nivel de inventarios de petróleo de los Estados Unidos de América, los cuales se ubicaron en 308.2 millones de barriles, al 10 de octubre 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 entre el 1 y el 16 de octubre de 2008, en promedio, en US\$7.59 por quintal, inferior en US\$2.05 por quintal (21.27%) al promedio observado en septiembre (US\$9.64 por quintal) y mayor en US\$0.02 por quintal (0.26%) 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, éste 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, en promedio, entre el 1 y el 16 de octubre, en US\$9.99 por quintal, lo que representa una disminución de US\$2.00 por quintal (16.68%) respecto del promedio observado a septiembre de 2008 (US\$11.99 por quintal) y una reducción de US\$5.29 por quintal (34.62%) respecto del nivel registrado a finales de diciembre de 2007 (US\$15.28 por quintal).

En lo atinente a los mercados financieros internacionales, se indicó que los acontecimientos recientes han modificado de manera importante el entorno en el que se desempeña la política monetaria, especialmente en países avanzados, por lo que aún no se pueden anticipar los efectos que dichos acontecimientos tendrán en el desempeño de la economía mundial.

Con relación a las condiciones internas, se indicó que la inflación mensual en septiembre de 2008 se situó en -0.15% (0.50% en agosto de 2008) inferior en 0.83 puntos porcentuales a la registrada en septiembre de 2007 (0.68%) y menor en 0.49 puntos porcentuales al promedio de las variaciones registradas en septiembre durante los últimos siete años (0.34%).

El ritmo inflacionario total (12.75%) y el ritmo inflacionario subyacente dinámico (9.09%) a septiembre 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 2009.

La proyección econométrica de la inflación total para diciembre de 2009 (8.06%), aun cuando es menor a la estimada el mes anterior, continúa ubicándose por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación prevista para ese año y la proyección econométrica de la inflación subyacente dinámica para diciembre de 2009 (6.21%), fue menor a la estimada el mes anterior, ubicándose por arriba del valor puntual de la meta de inflación (5.5%), pero dentro del margen de +/- 1 punto porcentual. El peso relativo de la inflación importada en el ritmo inflacionario total se ha venido reduciendo en los últimos tres meses (5.84% en junio, 5.65% en julio, 4.82% en agosto y 3.30% en septiembre). En cuanto a las expectativas de inflación del panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en septiembre, indican que el ritmo inflacionario total para finales de 2009 estaría situándose en 9.51%. Se destacó que, aun cuando la referida proyección registró una

disminución moderada con respecto del mes anterior, se encuentra por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada para 2009.

En lo que se refiere a la ejecución de las finanzas públicas, de acuerdo con cifras preliminares a septiembre de 2008, registró un déficit de Q97.6 millones, equivalente a 0.0% del Producto Interno Bruto (PIB) (déficit de Q2,641.6 millones a septiembre de 2007, equivalente a 1.0% del PIB). Sobre el particular, se hizo énfasis en que el menor déficit registrado a septiembre de 2008 obedeció a un menor gasto público en relación a igual período de 2007.

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 62.21% de las variables aconsejaban una orientación de política monetaria restrictiva (63.73% el mes previo); 19.93% sugería una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (9.34% el mes previo); y, 17.86% aconsejaba una orientación de política monetaria relajada (26.93% el mes previo).

La liquidez primaria (emisión monetaria y base monetaria amplia) al 16 de octubre de 2008 mostraba un desvío promedio de Q1,624.6 millones, situación que refleja la tendencia al alza en los recursos líquidos disponibles de las entidades bancarias; en tanto que 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 licitación de depósitos a plazo.
a) Discusión.

Los miembros del Comité efectuaron el seguimiento usual de la coyuntura macroeconómica del país, tomando en cuenta tanto las tendencias como las perspectivas para el corto y mediano plazos de las variables más relevantes de los sectores monetario, fiscal, real y externo.

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, sintetizaron que el balance de riesgos de inflación se había tornado más complejo que el mes anterior.

En ese sentido, los asesores del Comité expresaron su opinión con relación a la decisión sobre el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, que corresponde a la Junta Monetaria tomar el próximo miércoles, destacando que la

aguda inestabilidad en los mercados financieros internacionales registrada durante las últimas semanas ha impactado significativamente las expectativas de crecimiento económico de las economías industrializadas, ampliando los márgenes de incertidumbre respecto a los efectos en las economías en desarrollo. Ante tal escenario, los departamentos técnicos manifestaron que, no obstante que la inflación actualmente se encuentra en dos dígitos y que los pronósticos de inflación provenientes de los modelos econométricos, del corrimiento mecánico del MMS y de los resultados de la encuesta de expectativas de inflación, se encuentran por arriba de las metas de inflación establecidas, en su opinión, la prudencia aconsejaba en esta oportunidad mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, enfatizando que de no ser por las circunstancias externas descritas su recomendación hubiera sido un ajuste adicional en la tasa de interés líder, tomando en cuenta que ésta es significativamente negativa en términos reales. Adicionalmente, los departamentos técnicos señalaron que si bien los precios de los commodities que han afectado la inflación desde agosto del año pasado, han registrado recientemente disminuciones importantes, a nivel interno dichas reducciones no se perciben en la misma magnitud, por lo que la inflación importada ha venido reduciendo su importancia relativa en la inflación total y ha aumentado la de la inflación interna, situación que denota que existen presiones inflacionarias. La referida inelasticidad para movimientos a la baja en la inflación puede responder, entre otros factores, a excedentes de demanda agregada, expectativas de inflación de los agentes económicos o imperfecciones del mercado.

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 22 de octubre del presente año.

En el contexto descrito, el Comité manifestó que la inflación total a septiembre (12.75%) se redujo por segundo mes consecutivo, lo que podría ser indicativo de un cambio de tendencia de la inflación. Tal situación, aunada a la desaceleración reciente del precio internacional del petróleo y derivados, del maíz y del trigo, coadyuvaría a una mayor moderación en las expectativas de inflación de los agentes económicos. No obstante, se enfatizó que el ritmo de la inflación subyacente dinámica se situó en septiembre de 2008 en 9.09% y se ha desacelerado menos que la inflación total, al

mismo tiempo que a nivel de componentes de la inflación, el peso de la inflación importada ha disminuido, mientras que el de la inflación interna ha aumentado. Sobre el particular, el Comité manifestó que la política monetaria tiene un papel importante para moderar las expectativas de inflación, por lo que en la actual coyuntura es recomendable que la tasa de interés líder por lo menos se mantenga en el mismo nivel.

En el Comité se destacó que las expectativas de inflación del panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en septiembre, indican que el ritmo inflacionario total para finales de 2009 estaría situándose en 9.51%, nivel significativamente por arriba de la meta para ese año.

Al efectuar un análisis prospectivo del comportamiento de la inflación, se indicó que la proyección del ritmo inflacionario total para finales de 2009 de 8.06%, 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 Modelo Macroeconómico Semiestructural, se pronostica un ritmo inflacionario para finales de 2009 de 6.72%, también por arriba de la meta de inflación.

Por último, se mencionó que la variación interanual tanto de los medios de pago como del crédito bancario al sector privado continúa reflejando una tendencia decreciente, no obstante que la liquidez primaria (emisión monetaria y base monetaria amplia) se encuentra por arriba del límite superior del corredor programado. En dicho comportamiento podría estar incidiendo una menor demanda de crédito derivada del aumento en la inflación y de la desaceleración de la actividad económica, así como una mayor cautela por parte de las entidades bancarias en el otorgamiento de crédito y en mantener una reserva más alta en la forma de activos líquidos, dada la coyuntura en los mercados financieros internacionales, en donde las condiciones de crédito se han endurecido.

El Comité analizó detalladamente los riesgos del entorno en que actualmente se ejecuta la política monetaria. En cuanto a los riesgos asociados al entorno externo, se destacó que, a nivel mundial, sobresale la turbulencia registrada en los mercados financieros internacionales y que la mayor parte de los países industrializados habían relajado sus posturas de política monetaria con el propósito de devolver la confianza a los mercados financieros y de estabilizarlos. Por su parte, en el balance de riesgos de inflación de los países en desarrollo, el peso de las presiones inflacionarias es alto, por lo que la mayoría de bancos centrales de dichos países, particularmente los que

operan en un esquema de metas explícitas de inflación, han mantenido a lo largo de 2008 una postura de política monetaria restrictiva.

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 ha registrado algunos episodios de volatilidad en lo que va del presente mes, activando la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado institucional de divisas tanto hacia la venta como hacia la compra de divisas. Se indicó que, en general, en lo que ha transcurrido del presente año el tipo de cambio nominal ha sido congruente con su estacionalidad y que la apreciación registrada a la fecha se debe a un incremento en el ingreso de divisas por exportaciones, por remesas familiares y por flujos de capital privado de largo plazo.

El Comité discutió ampliamente la recomendación que presentará a Junta Monetaria, en cuanto al nivel de la tasa de interés líder de política monetaria. Para tal efecto, los miembros del Comité expresaron su opinión, tomando en cuenta un análisis integral de la actual coyuntura externa e interna.

En cuanto a la coyuntura externa, un miembro del Comité indicó que los acontecimientos recientes en los mercados financieros internacionales han modificado de manera importante el entorno en el que se desempeña la política monetaria, especialmente en los países avanzados; en particular, la preocupación más profunda a nivel internacional es la intensificación de la actual crisis financiera y sus efectos en el crecimiento económico mundial durante los próximos trimestres. En tal sentido, mencionó que las medidas monetarias que se han implementado, principalmente, por parte de los bancos centrales de los países industrializados, son excepcionales y apuntan más a mejorar la confianza a los mercados y a estabilizarlos que a procurar una reactivación económica. Otro miembro del Comité manifestó que en el caso de las economías emergentes y países en desarrollo (en particular aquellos que operan bajo un esquema de metas explícitas de inflación), se ha mantenido una postura de política monetaria más conservadora, ello debido, según expertos internacionales, a que la inflación en dichos países se mantiene alta, a que el efecto de las alzas en los commodities es mayor respecto de los países desarrollados debido al alto peso relativo del rubro de alimentos en la canasta básica y a que en los países en

desarrollo es más fácil que las expectativas de inflación se desanclen, lo que a su vez hace más difícil que la inflación retorne a niveles más bajos, situación que limita los espacios para adoptar políticas anticíclicas o expansivas. Varios miembros del Comité coincidieron en que lo anterior obedece a que los choques externos de oferta persisten, aspecto que mantiene altas las expectativas de inflación, lo que requiere la adopción de medidas de política monetaria que permitan la convergencia de dichas expectativas a las metas de inflación de mediano plazo.

En cuanto a las condiciones internas, en el seno del Comité se cuestionó si en el caso de Guatemala, en la actual coyuntura, es posible considerar una reducción en la tasa de interés líder de la política monetaria. Al respecto, luego de amplias deliberaciones hubo coincidencia en que no existen condiciones para reducir el nivel de la tasa de interés líder, debido a los aspectos siguientes: a) aún persisten presiones por el lado de la demanda que se reflejan en el comportamiento de la inflación subyacente dinámica y en la inflación interna; b) los pronósticos de inflación de los modelos econométricos, del corrimiento mecánico del MMS, así como de la encuesta de expectativas se encuentran por arriba de la meta de inflación para 2009; c) el comportamiento de los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, no ha tenido un efecto simétrico en el nivel general de precios internos (las alzas se transmiten más rápido que las bajas); d) una inflación de dos dígitos ocasiona efectos distorsionantes en el crecimiento económico e incluso podría reducirlo; e) una reducción en la tasa de interés líder podría enviar un mensaje confuso a los agentes económicos respecto a la postura de la política monetaria; y, f) en el comportamiento del crédito bancario al sector privado han incidido factores diferentes al alza en la tasa de interés líder de la política monetaria.

En adición, un miembro del Comité comentó que las firmas calificadoras de riesgo Standard and Poor's y Fitch Ratings, redujeron la perspectiva de la calificación de riesgo soberano de El Salvador (de estable a negativa) tomando en cuenta, entre otros aspectos, los niveles actuales de inflación que experimenta, los crecientes riesgos en materia fiscal y la limitada flexibilidad de las políticas económicas en dicho país para hacer frente a un entorno internacional menos favorable. En el caso de Guatemala, las calificadoras han mantenido sin cambios la perspectiva de la calificación de riesgo soberano del país, debido, entre otros factores, a la disciplina de las políticas monetaria y fiscal y a un ambiente macroeconómico estable. Sin embargo, Standard and Poor's en su último informe señaló que el Banco Central ha

sido criticado por no adoptar una política monetaria más agresiva para controlar la inflación.

Como resultado de la extensa discusión y análisis, en el seno del Comité hubo consenso en recomendar a la Junta Monetaria, en esta oportunidad, mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 7.25% y continuar observando la evolución del balance de riesgos de inflación a efecto de establecer sus cambios y orientación para el próximo mes, por lo que resulta importante darle un seguimiento estrecho a las principales variables e indicadores macroeconómicos relevantes 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 21 de octubre 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, Q40.0 millones; y, para el 7 de septiembre de 2009, Q55.0 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 quince horas con diez minutos, en el mismo lugar y fecha al inicio indicados, firmando de conformidad los participantes.