

COMITÉ DE EJECUCIÓN

ACTA NÚMERO 60-2008

Sesión 60-2008 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 diciembre de dos mil ocho, a partir de las trece horas.

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 58-2008 y 59-2008, correspondientes a las sesiones celebradas el 5 y 8 de diciembre de 2008, respectivamente.

CIRCULARON: proyectos de acta números 58-2008 y 59-2008.

SEGUNDO: Información de los mercados y variables monetarias.

- a) Mercado de Dinero
- b) Mercado Cambiario
- c) Variables Indicativas
- d) Flujo Estimado de Monetización

TERCERO: Reporte mensual de riesgos de inflación del Modelo Macroeconómico Semiestructural.

CUARTO: Balance de riesgos de inflación.

QUINTO: Discusión

SEXTO: Otros asuntos e informes.

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

PRIMERO: La Coordinadora sometió a consideración del Comité los proyectos de actas correspondientes.

No habiendo observaciones, el Comité aprobó las actas números 58-2008 y 59-2008.

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 diciembre de 2008, se registraron captaciones de Depósitos a Plazo (DP) por Q8,330.9 millones y vencimientos por Q7,205.7 millones, lo que dio como resultado captaciones netas por Q1,125.2 millones, asociadas a las operaciones realizadas en licitaciones por medio de las bolsas de comercio (vencimientos netos por Q288.4

millones), licitaciones en forma directa con entidades públicas (vencimientos netos por Q2.8 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 Q1,808.9 millones); y, en ventanilla (vencimientos netos por Q392.5 millones).

Respecto a las captaciones de DP, indicó que durante el período del 5 al 11 de diciembre de 2008, las mismas se efectuaron por medio de licitaciones por fecha de vencimiento y precio en forma directa con las entidades públicas, manifestando que el precio de corte fue de 98.2607% para los vencimientos del 9 de marzo de 2009, equivalente a una tasa de rendimiento de 7.0998% y de 94.5343% para los vencimientos del 7 de septiembre de 2009, equivalente a una tasa de rendimiento de 7.7301%.

Con relación a las operaciones de inyección de liquidez informó que, durante el período del 5 al 11 de diciembre de 2008, se efectuaron operaciones por Q110.9 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.

Con relación a las operaciones de reporto para proveer de liquidez en dólares de los Estados Unidos de América a los bancos del sistema, de conformidad con resolución JM-122-2008, informó que el 11 de diciembre de 2008 se realizó una subasta y se recibieron dos posturas por un total de US\$5.9 millones, así: una postura por US\$1.1 millones al plazo de 60 días, a la tasa de interés de 5.26750% y una postura por US\$4.8 millones al plazo de 90 días, a la tasa de interés de 5.49625%, las cuales fueron adjudicadas totalmente en esos términos.

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 diciembre de 2008, la mínima fue de 7.25%, observada el 8 de diciembre, y la máxima fue de 7.43%, registrada el 11 de diciembre 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 7.31%.

Por otra parte, informó que el 11 de diciembre 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 Q30.0 millones,

con un rendimiento promedio ponderado de 7.4750%; de las cuales Q25.0 millones se realizaron en el mercado bursátil a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 7.5000% y Q5.0 millones en el mercado extrabursátil, a una tasa de rendimiento promedio ponderado de 7.3500%; así también, se realizaron operaciones de reporto en dólares de los Estados Unidos de América en el mercado bursátil por US\$4.2 millones con un rendimiento promedio ponderado de 2.0000%.

Finalmente, informó que con relación a los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, durante el período del 5 al 11 de diciembre de 2008, se registraron colocaciones por Q55.4 millones y vencimientos por Q87.7 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 diciembre de 2008, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$57.9 millones y el de venta fue de US\$54.5 millones y que los tipos de cambio promedio ponderado de las referidas operaciones mostraron, al inicio del período, una tendencia al alza, la cual se revirtió al final del mismo. En efecto, el jueves 4 de diciembre fueron de Q7.69027 por US\$1.00 para la compra y de Q7.72353 por US\$1.00 para la venta; en ese orden, el viernes 5 de diciembre fueron de Q7.70373 y de Q7.74386; el lunes 8 de diciembre fueron de Q7.67967 y de Q7.71065; el martes 9 de diciembre fueron de Q7.65388 y de 7.68858; y, finalmente, el miércoles 10 de diciembre fueron de Q7.64208 y de 7.67260. Asimismo, indicó que el tipo de cambio de referencia vigente para el 12, 13 y 14 de diciembre del presente año es de Q7.68625 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 diciembre 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 dos subastas de venta de dólares de los Estados Unidos de América, el lunes 8 de diciembre de 2008, en las cuales se adjudicó un monto total de US\$8.0 millones a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.71496 por US\$1.00.

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 diciembre de 2008, no se cerraron operaciones y que, al jueves 11 de diciembre, 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 4 y el 11 de diciembre de 2008, según cifras preliminares, la posición diaria de encaje del sistema bancario pasó de Q1,187.3 millones a Q216.9 millones, mientras que el saldo de las inversiones en DP al plazo de 7 días en ese período, varió de Q5,655.1 millones a Q7,464.0 millones. Asimismo, indicó que el monto de los recursos líquidos del sistema bancario (posición diaria de encaje más inversiones en DP al plazo de 7 días) mostró un incremento significativo, al pasar de Q6,842.4 millones el 4 de diciembre a Q7,680.9 millones el 11 de diciembre de 2008. Conforme a cifras preliminares, el aumento en los recursos líquidos disponibles de los bancos del sistema en el período citado, obedeció, principalmente, a un incremento en las captaciones bancarias por un monto de alrededor de Q1,300.0 millones debido al traslado de recursos por parte del Gobierno Central para cubrir determinadas erogaciones como el aguinaldo pagado a los empleados del sector público y el pago a proveedores y contratistas del Estado.

Destacó que en el período del 4 al 11 de diciembre de 2008, los principales factores monetizantes de la emisión monetaria fueron, por una parte, la disminución en el saldo del encaje bancario por Q996.9 millones y de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q288.1 millones y, por la otra, el incremento en el saldo de los gastos y productos del Banco de Guatemala por Q96.9 millones y de las Reservas Internacionales Netas (RIN) por el equivalente a Q50.4 millones; mientras que los principales factores desmonetizantes fueron el incremento en el saldo de los depósitos a plazo constituidos en el Banco Central por Q1,125.2 millones y de los depósitos del resto del sector público en el Banco Central por Q129.8 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia manifestó que, con datos observados a noviembre de 2008, para diciembre de 2008, la inflación total proyectada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 10.49% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 9.93%; el promedio simple de ambos modelos se sitúa en 10.21%, 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 8.08% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 7.07%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 7.58%, 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 noviembre de 2008, estimada con un modelo auto regresivo integrado de promedios móviles (Arima) es de 7.76%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial es de 7.66%; el promedio simple de ambos modelos es de 7.71%, el cual se ubica por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales), lo que sugiere una política monetaria restrictiva; y, para diciembre de 2009, la inflación subyacente estimada con un modelo Arima es de 5.81%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial es de 5.70%; el promedio simple de ambos modelos es de 5.76%, 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 4 diciembre de 2008, el límite inferior fue de 6.83%, en tanto que el límite superior se ubicó en 10.78%; mientras que la tasa de interés líder de la política monetaria es de 7.25%, la cual se encuentra dentro del margen de tolerancia estimado para la tasa parámetro, situación que sugiere una política monetaria invariable. En lo que se refiere a la tasa de interés pasiva de paridad, manifestó que, al 4 de diciembre de 2008, el límite inferior fue de 10.27% y el límite superior de 11.17%, en tanto que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 7.79%, la cual se ubica por debajo 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 11 de diciembre de 2008, se encuentra desviada en Q245.8 millones respecto del límite inferior del corredor programado, lo que sugiere una política monetaria relajada; por su parte, la base monetaria amplia, a la misma fecha, se encuentra desviada en Q5,476.2 millones respecto del límite superior del corredor programado, lo que sugiere una política monetaria restrictiva. La orientación promedio de las desviaciones para la presente semana, de Q2,615.2 millones, estaría indicando una política monetaria restrictiva.

En cuanto a los medios de pago, la variación interanual observada al 4 de diciembre de 2008 ascendió a 6.7%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del

corredor estimado para dicha variable en esa misma fecha (9.1% a 12.1%), lo que sugiere una política monetaria relajada; en tanto que la estimación econométrica de la variación interanual de los medios de pago para diciembre de 2008 es de 7.2%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del rango esperado para diciembre de 2008 (8.0% a 11.0%), lo que sugiere una política monetaria relajada. La orientación promedio de las desviaciones para la presente semana, de -1.60%, sugiere por lo tanto una política monetaria relajada. Asimismo, a la fecha indicada, la variación interanual del crédito bancario al sector privado registró 12.0%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del corredor estimado para el 4 de diciembre de 2008 (14.5% a 17.5%), 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 11.3%, 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 -2.60%, 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 noviembre de 2008, para diciembre de 2008, la proyección de inflación se ubica en 11.08%, 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 9.08%, 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 noviembre de 2008, muestra un ritmo inflacionario de 6.35%, 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 Pronóstico de Inflación de Mediano Plazo del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), correspondiente al corrimiento mecánico efectuado en diciembre de 2008, éste proyecta para diciembre de 2008 un ritmo inflacionario de 11.65%, 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 7.25%. Asimismo, el pronóstico del corrimiento mecánico de dicho modelo para un horizonte de mediano plazo, proyecta para diciembre de 2009 un ritmo

inflacionario de 6.39%, 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 5.09%.

Respecto de la orientación de las variables indicativas, informó del cambio de orientación en dos variables indicativas: la “Tasa de Interés Parámetro” pasó de sugerir una orientación de política monetaria restrictiva a aconsejar que la misma sea invariable y el “Pronóstico de Inflación de Mediano Plazo del Modelo Macroeconómico Semiestructural” para diciembre de 2009, en su corrimiento mecánico de diciembre, pasó de aconsejar una orientación de política monetaria restrictiva a sugerir que la misma sea moderadamente restrictiva. Asimismo, informó de la orientación de las variables al 12 de diciembre de 2008 respecto al 19 de noviembre de 2008 (última fecha en la que la Junta Monetaria analizó el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria). En este sentido, indicó que 40.11% de las mismas sugiere una orientación de política monetaria restrictiva (61.39% al 19 de noviembre); 32.69% aconseja una política monetaria moderadamente restrictiva (20.75% al 19 de noviembre); 9.34% aconseja una política monetaria invariable (0.00% al 19 de noviembre); y, 17.86% una orientación de política monetaria relajada (igual porcentaje al 19 de noviembre). Enfatizó que las variables indicativas que sugieren una política monetaria restrictiva y una política monetaria moderadamente restrictiva, son aquellas que se asocian a la inflación (pronósticos econométricos de inflación total y subyacente, pronóstico de inflación total proveniente del MMS y expectativas de inflación) y a la liquidez primaria. Por otra parte, indicó que los medios de pago y el crédito bancario al sector privado se encuentran dentro del segmento de variables que sugieren relajar la política monetaria, dado que su variación interanual se ubica por debajo del límite inferior de los respectivos corredores.

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 diciembre de 2008, los cuales indican un potencial excedente de liquidez primaria por Q7,298.6 millones debido, principalmente, a vencimientos de DP y a la reducción de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala; si a ello se adiciona la posición diaria de liquidez bancaria por Q785.0 millones y el desvío observado en la emisión monetaria respecto del límite inferior del corredor programado (-Q245.8 millones), resulta un potencial excedente de liquidez agregada, estimada para el referido período, de Q7,837.8

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 (Q7,872.8 millones, según registros al 11 de diciembre de 2008) se dejen de realizar operaciones por Q35.0 millones.

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 la Junta Monetaria en la sesión del miércoles 17 de diciembre de 2008, fecha en la que dicho cuerpo colegiado decidirá respecto al nivel de la referida tasa de interés. Para tal efecto, los departamentos técnicos presentaron al Comité 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, éste indica la dirección en la que los datos surgidos en el último mes (del 11 de noviembre al 10 de diciembre de 2008) afectan los riesgos que rodean al pronóstico de mediano plazo basado en el cuarto corrimiento del MMS en 2008 (efectuado en noviembre). La generación del mencionado reporte se basa en corrimientos iterativos y mecánicos del MMS con base en los nuevos datos (históricos y/o pronosticados) de las diversas variables que alimentan la base de datos del modelo en cuestión.

Se mencionó que el reporte mensual de riesgos de inflación no constituye un pronóstico completo de inflación, pues no incorpora el análisis cualitativo inherente a la generación 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 la trayectoria generada por el referido corrimiento se desplaza a tasas inferiores en comparación con la trayectoria generada en noviembre por el pronóstico del cuarto 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 ligeramente por debajo de la correspondiente trayectoria del cuarto corrimiento, a lo largo del horizonte de pronóstico.

Seguidamente, los departamentos técnicos presentaron la descomposición del efecto de los nuevos datos sobre el pronóstico del MMS generado en el cuarto corrimiento de 2008 (realizado en noviembre), para finales de 2008. En términos de la inflación interanual, indicaron que la proyección disminuyó sólo en 0.05 puntos porcentuales, al pasar de 11.70% (en el pronóstico del cuarto corrimiento de 2008) a 11.65% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicho comportamiento se explica por el nuevo dato del precio del diesel (3 céntimos de punto porcentual a la baja), por los nuevos datos de inflación externa (1 céntimo de punto porcentual a la baja) y por el nuevo dato de inflación (1 céntimo de punto porcentual a la baja). En términos de la tasa de interés líder de la política monetaria, el pronóstico de dicha variable pasó de 7.42% (en el pronóstico del cuarto corrimiento de 2008) a 7.25% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicha disminución se explica por el efecto de los nuevos datos del precio del diesel (7 puntos básicos a la baja), por los nuevos datos de inflación externa (6 puntos básicos a la baja), por los nuevos datos de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (2 puntos básicos a la baja) y por los nuevos datos de inflación (2 puntos básicos a la baja).

En cuanto a la descomposición del efecto de los nuevos datos sobre el pronóstico del MMS generado en el cuarto corrimiento de 2008 (efectuado en noviembre) para finales de 2009, se indicó que, en términos de la inflación interanual, la proyección disminuye en 0.62 puntos porcentuales, al pasar de 7.01% (en el cuarto corrimiento de 2008) a 6.39% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos), derivado de los nuevos datos del precio del diesel (46 céntimos de punto porcentual a la baja), de los nuevos datos de la inflación externa (7 céntimos de punto porcentual a la baja), de los nuevos datos de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (6 céntimos de punto porcentual a la baja) y de los nuevos datos de inflación (3 céntimos 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 cuarto de 2008 y el cuarto de 2009, disminuye en 15 puntos básicos, al pasar de 6.32% (en el pronóstico del cuarto corrimiento de 2008) a 6.17% (en el corrimiento mecánico que

incorpora los nuevos datos). Tal comportamiento se explica por los nuevos datos del precio del diesel (11 puntos básicos a la baja), por los nuevos datos de inflación externa (2 puntos básicos a la baja), por los nuevos datos de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (1 punto básico a la baja) y por los nuevos datos de inflación (1 punto básico a la baja).

En resumen, los departamentos técnicos indicaron que, con relación al cuarto corrimiento del MMS en 2008 (realizado en noviembre), el corrimiento mecánico de diciembre de 2008 indica una trayectoria de tasas de inflación más bajas, por encima de la meta vigente de política monetaria establecida para 2008 y para 2009 dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación para ese año, pero por arriba del valor puntual de la misma. El referido corrimiento indica también una trayectoria de tasas de interés líder de la política monetaria más bajas a lo largo del horizonte de 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 en el entorno macroeconómico internacional se sigue evidenciando la presencia de choques externos simultáneos, como la permanencia de la crisis financiera, la desaceleración económica mundial y, aunque con menor intensidad, el nivel de inflación en el caso de economías emergentes y países en desarrollo. Lo anterior aconseja prudencia en las decisiones de política monetaria particularmente porque se ha incrementado la incertidumbre acerca del desempeño macroeconómico mundial y la confianza en los mercados financieros internacionales aún no se ha recuperado. En el caso de los precios internacionales del petróleo, del maíz, del trigo y de otras materias primas, se mencionó que continúan mostrando una tendencia a la baja.

En efecto, se indicó que el precio internacional del petróleo, del 1 al 11 de diciembre de 2008 se ubicó, en promedio, en US\$44.98 por barril, lo que significa una reducción de US\$12.46 por barril (21.69%) respecto del precio promedio registrado durante noviembre de 2008 (US\$57.44 por barril) y una disminución de US\$46.76 por barril (50.97%) respecto al precio promedio de diciembre de 2007 (US\$91.74 por barril). En adición, de acuerdo con el servicio informativo *Bloomberg* el precio del crudo para entrega en diciembre de 2009 se situó el 11 de diciembre en US\$60.06 por barril, inferior en US\$8.23 por barril (12.05%) respecto al precio prevaleciente para la

misma posición el 13 de noviembre de 2008 (US\$68.29 por barril). Sobre el particular, según informes de expertos internacionales, el referido comportamiento en el precio del crudo se asocia a factores de demanda, a factores de oferta y a otros factores. En cuanto a los factores de demanda, se hizo referencia a dos elementos: el primero, asociado al fortalecimiento del dólar de los Estados Unidos de América respecto a otras monedas; y, el segundo, asociado a la expectativa de una disminución en la demanda del crudo por parte de los países industrializados. Por el lado de los factores de oferta, se mencionó la estabilidad en el nivel de inventarios de petróleo de los Estados Unidos de América, los cuales se ubicaron en 320.8 millones de barriles, al 5 de diciembre de 2008, según información del Departamento de Energía de los Estados Unidos de América. En lo que concierne a otros factores, se hizo referencia a la crisis financiera mundial, la cual puede incidir en el corto plazo en el comportamiento del precio del petróleo, debido a que éste se considera un activo financiero (mercado de futuros) para invertir, luego de las caídas registradas en los mercados bursátiles del mundo.

En cuanto al comportamiento del precio internacional del maíz y del trigo, se informó que el 11 de diciembre de 2008 el maíz se ubicó en US\$5.75 por quintal, inferior en US\$0.93 por quintal (13.92%) al promedio observado en noviembre (US\$6.68 por quintal) y menor en US\$1.82 por quintal (24.04%) al registrado en diciembre de 2007 (US\$7.57 por quintal). Mientras que el del trigo se ubicó el 11 de diciembre en US\$8.10 por quintal, lo que representa una disminución de US\$0.79 por quintal (8.89%) respecto del promedio observado a noviembre de 2008 (US\$8.89 por quintal) y una reducción de US\$7.18 por quintal (46.99%) respecto del nivel registrado a finales de diciembre de 2007 (US\$15.28 por quintal).

Con relación a las condiciones internas, se indicó que la inflación mensual en noviembre de 2008 se situó en 0.01% (0.50% en octubre de 2008) inferior a la registrada en noviembre de 2007 (1.89%) y menor en 0.72 puntos porcentuales al promedio de las variaciones registradas en noviembre durante los últimos siete años (0.73%). El ritmo inflacionario total aunque disminuyó 2.08 puntos porcentuales en noviembre de 2008, aún permanece en dos dígitos al ubicarse en 10.85%. Por su parte, el ritmo inflacionario subyacente dinámico se situó en 8.25%, respecto de 9.12% en octubre, disminuyendo en menor proporción que la inflación total.

La proyección econométrica de la inflación total para diciembre de 2009 con base en los nuevos datos de inflación, se sitúa en 7.58% y continúa ubicándose por

arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación prevista para ese año. La proyección econométrica de la inflación subyacente dinámica para diciembre de 2009 (5.76%), es inferior a la estimada el mes anterior, aunque continúa ubicándose por arriba del valor puntual de la meta de inflación (5.5%), pero dentro del margen de tolerancia de +/- 1.0 puntos porcentuales. En cuanto a las expectativas de inflación al panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en noviembre, indican que el ritmo inflacionario total para finales de 2009 estaría situándose en 9.08%. Se destacó que, aun cuando la proyección registra una disminución 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 noviembre de 2008, registró un déficit de Q2,817.1 millones, equivalente a 1.0% del Producto Interno Bruto (PIB) (déficit de Q2,729.2 millones a noviembre de 2007, equivalente a 1.1% del PIB). Al respecto, se destacó que en noviembre de 2008 el déficit fiscal registró un aumento de Q2,538.0 millones y que la estimación preliminar de cierre proporcionada por el Ministerio de Finanzas Públicas apunta a un déficit fiscal de alrededor de 1.6% del PIB, lo cual se refleja en el retiro de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala entre el 1 de noviembre y el 11 de diciembre por alrededor de Q2,100.0 millones, cambiando con ello la tendencia superavitaria a septiembre y el déficit moderado observado a octubre de 2008.

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 40.11% de las variables aconseja una orientación de política monetaria restrictiva (61.39% el mes previo); 32.69% sugiere una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (20.75% el mes previo); 9.34% sugiere una orientación de política monetaria invariable (0.00% el mes previo); y, 17.86% aconseja una orientación de política monetaria relajada (igual porcentaje el mes previo).

La liquidez primaria se ubica por arriba de su corredor programado, reflejando un excedente de liquidez en moneda local de Q2,615.2 millones; en tanto que la variación interanual del crédito bancario al sector privado y de los medios de pago, se ubica por debajo del límite inferior del corredor estimado. No obstante, en el caso del crédito bancario al sector privado se subrayó que éste ha mostrado un comportamiento dinámico en las últimas seis semanas, dado que al 23 de octubre de

2008 el crédito venía creciendo, en promedio, Q150.0 millones por semana, en tanto que entre el 23 de octubre y el 4 de diciembre dicho promedio aumentó a alrededor de Q320.0 millones. Se mencionó que el aumento en las últimas seis semanas representa el 25.5% del total del crédito otorgado al 4 de diciembre de 2008, mientras que el crecimiento en las seis semanas equivalentes del año anterior, representó el 18.6% del total.

La utilización de líneas de crédito contratadas por los bancos del sistema en el exterior ha reflejado una disminución de alrededor de US\$66.0 millones, entre el 1 de noviembre y el 4 de diciembre de 2008.

QUINTO: Discusión.

Los miembros del Comité efectuaron el seguimiento 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.

En cuanto al Balance de Riesgos de Inflación, en el seno del comité se mencionó que continúa siendo complejo y que se profundizó la incertidumbre acerca del desempeño macroeconómico mundial.

Aunado a ello, los asesores del Comité expresaron su opinión acerca de la decisión sobre el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria que corresponde a la Junta Monetaria tomar el miércoles 17 de diciembre de 2008, destacando que la persistente inestabilidad en los mercados financieros internacionales ha impactado significativamente las expectativas de crecimiento económico de las economías industrializadas, ampliando los márgenes de incertidumbre respecto de los efectos que tal situación podría tener en las economías en desarrollo. Ante tal escenario, los departamentos técnicos manifestaron que, no obstante que la inflación actualmente se encuentra en dos dígitos, que las proyecciones de inflación provenientes de los modelos econométricos, los pronósticos del corrimiento mecánico del MMS y la encuesta de expectativas de inflación se encuentran por arriba de las metas de inflación establecidas, situación que aconseja subir la tasa de interés líder, en su opinión, dada la complejidad del panorama internacional actual, es necesario actuar con prudencia y aconsejaron, en esta oportunidad, mantener invariable el nivel de la referida tasa de interés. Adicionalmente, los departamentos técnicos señalaron que si bien los precios internacionales de los *commodities* que han afectado los niveles de inflación desde

agosto del año pasado han registrado recientemente disminuciones importantes, por lo que la inflación importada ha venido reduciendo su importancia relativa en la inflación total, a nivel interno dichas reducciones no se perciben en la misma magnitud y ha aumentado el peso relativo de la inflación interna, situación que, aunada a que la inflación subyacente dinámica ha disminuido menos que la inflación total, denota que siguen existiendo presiones inflacionarias que podrían estar asociadas a expectativas aún negativas sobre el nivel de precios, pero que podría ir cediendo gradualmente en los próximos meses.

El Comité deliberó acerca del contenido de las presentaciones de los departamentos técnicos, con el objeto de presentar a la Junta Monetaria elementos de análisis que puedan ser útiles en la decisión respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, programada para el 17 de diciembre del presente año. En ese contexto, en el Comité se hizo referencia al comportamiento observado y esperado de la inflación. Al respecto, se indicó que aun cuando ha habido un cambio favorable en los precios del petróleo, del maíz y del trigo a nivel internacional, el ritmo inflacionario en Guatemala, continúa elevado y se mantuvo en dos dígitos en noviembre al ubicarse en 10.85%, aunque mostró la desaceleración más alta del año de 2.08 puntos porcentuales. Contrario a lo observado en el ritmo inflacionario total, el ritmo de la inflación subyacente dinámica en noviembre, se redujo sólo 0.87 puntos porcentuales.

Al efectuar un análisis prospectivo del comportamiento de la inflación, se indicó que los pronósticos de inflación para diciembre de 2009, derivados de la proyección del ritmo inflacionario total (7.58%) y de la encuesta realizada al panel de analistas privados (9.08%), se ubican por arriba de la meta de inflación establecida para ese año, mientras que los pronósticos del corrimiento mecánico mensual del Modelo Macroeconómico Semiestructural (6.39%) ubican la inflación para 2009 dentro del margen de tolerancia, pero por arriba del valor puntual de la meta de inflación establecida para dicho año.

El Comité manifestó que la política monetaria, sin ignorar que la intensificación de la crisis financiera internacional podría afectar el crecimiento económico del país en 2009, tiene un papel importante para moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos, por lo que en la actual coyuntura es recomendable que ante la incertidumbre prevaleciente, ésta sea prudente de manera que fortalezca las expectativas de los agentes económicos respecto de la inflación futura, mediante el

compromiso de la autoridad monetaria con la estabilidad de precios, motivo por el cual la tasa de interés líder en esta ocasión debe mantenerse en su nivel actual, sobretodo tomado en cuenta que dicha tasa de interés sigue siendo negativa en términos reales.

En cuanto al comportamiento de los agregados monetarios, se mencionó que aunque los medios de pago y el crédito bancario al sector privado continúan reflejando tasas de crecimiento interanuales por debajo de los valores estimados, a partir del 23 de octubre, el crédito bancario al sector privado ha venido registrando un comportamiento más dinámico que el observado antes de dicha fecha y durante el mismo período del año previo. En efecto, el crédito concedido en las últimas seis semanas representa el 25.5% del total del crédito otorgado al 4 de diciembre de 2008, en tanto que en las mismas seis semanas del año anterior dicha proporción fue de 18.6%. En cuanto a la liquidez primaria se mencionó que ésta se encuentra por arriba del límite superior del corredor programado.

El Comité analizó detalladamente los riesgos del entorno en el que actualmente se ejecuta la política monetaria. En cuanto a los riesgos asociados al entorno externo, se indicó que, a nivel mundial, destacaba la turbulencia registrada en los mercados financieros internacionales y que la mayor parte de los países industrializados han 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 continúa siendo 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.

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 la crisis financiera internacional continúa intensificándose y sus efectos se han propagado a la mayoría de países. En ese sentido, las autoridades monetarias y fiscales de los países industrializados han tomado diferentes medidas entre ellas: reducir la tasa de interés, recapitalizar a bancos, inyectar montos significativos de liquidez en los mercados y adquirir activos de instituciones financieras, aún así no han logrado

recobrar la confianza de los mercados y las condiciones de crédito siguen restringidas. Otro miembro del Comité manifestó que en el caso de las economías emergentes y países en desarrollo (particularmente en el caso de los países de Latinoamérica que operan bajo un esquema de metas explícitas de inflación), se ha mantenido una postura de política monetaria más conservadora (manteniendo, incluso en sus decisiones más recientes, invariable la tasa de interés), ello debido a que, a pesar de la marcada reducción en los precios internacionales de las mercancías, la inflación observada y las expectativas de inflación se mantienen altas y se sitúan, en general, por arriba de las metas de inflación.

Lo anterior se evidencia en las decisiones tomadas recientemente por los bancos centrales de Latinoamérica que operan con el esquema de metas explícitas de inflación (Brasil, México, Chile, Colombia y Perú), que acordaron mantener invariable su tasa de política monetaria, aún cuando en estos países el nivel de inflación es significativamente más bajo que el de Guatemala, los efectos de la crisis financiera internacional han sido más intensos y presentan desaceleración del crecimiento económico y todos, con excepción de Brasil, registran una marcada desaceleración en el crédito bancario al sector privado.

Se destacó el hecho de 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, luego de un choque de oferta externo, situación que limita una política monetaria más flexible. Varios miembros del Comité coincidieron con esa apreciación, dado que los efectos indirectos de los choques externos aún no se han desvanecido, situación 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.

Se agregó que los principales factores que inciden en la desaceleración del crédito a nivel regional tienen que ver con una coyuntura internacional caracterizada por desconfianza, aversión al riesgo y disminución de flujos externos, lo que ha configurado un escenario de menor liquidez que, por una parte, incide en el comportamiento del sector real y, por la otra, en el sector financiero. En ese sentido, el Banco de Guatemala con el propósito de proveer liquidez de manera temporal a las entidades bancarias ha implementado los mecanismos siguientes: a) Proveer liquidez en dólares de los Estados Unidos de América mediante operaciones de reporto, hasta por un monto de US\$275.0 millones; b) Flexibilizar de manera temporal y moderada el

cómputo del encaje bancario; c) Mantener la ventanilla de inyección de liquidez en moneda nacional a 7 días plazo; d) Cerrar temporalmente las colocaciones de DP a plazos mayores a 7 días; e) Permitir la redención anticipada de DP del Banco de Guatemala; y, f) Comprar Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, éstas dos últimas en función de la variación de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala.

En cuanto a las condiciones internas, en el seno del Comité se destacó que 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; que 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 de mediano plazo; que las reducciones registradas en los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo, aún no se reflejan en la misma magnitud en los precios internos; la inflación se encuentra en dos dígitos, lo que ocasiona efectos distorsionantes en el crecimiento económico, debido a su incidencia en la asignación de recursos en la economía; y, que las finanzas públicas revirtieron el comportamiento superavitario observado hasta septiembre y el déficit moderado observado en octubre, incrementándose dicho déficit en noviembre en Q2,538.0 millones, con una estimación preliminar de cierre proporcionada por el Ministerio de Finanzas Públicas que apunta a un déficit fiscal de alrededor de 1.6% del PIB. Lo anterior, se refleja en el retiro de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala, entre el 1 de noviembre y el 11 de diciembre, por alrededor de Q2,100.0 millones.

Como resultado de una discusión y análisis exhaustivos, 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. Asimismo, en el Comité se subrayó que en la medida en que la inflación y sus pronósticos muestren claramente una tendencia a la baja y una convergencia gradual a la meta de mediano plazo, y tomando en cuenta las demás variables macroeconómicas relevantes del entorno interno y externo, podría haber espacio para iniciar una reducción gradual de la tasa de interés líder de la política monetaria.

Por otra parte, el Comité de Ejecución, tomando en consideración el aumento

significativo registrado en los recursos líquidos disponibles entre el 4 y el 11 de diciembre, acordó que para la semana del 15 al 19 de diciembre no es necesario ofrecer las facilidades de inyección de liquidez relativas a la redención anticipada de DP constituidos por los bancos del sistema en el Banco de Guatemala y a la compra de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala. Asimismo, acordó no convocar a licitación de depósitos a plazo en forma directa con las entidades públicas

Con base en lo discutido, el Comité de Ejecución acordó lo siguiente:

- a) Que el Banco de Guatemala continúe aceptando la constitución de DP al plazo de 7 días, a la tasa de interés líder de la política monetaria, por medio de la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero (MEBD) y del Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S. A.
- b) Que el Banco de Guatemala continúe aceptando de las entidades públicas, la constitución de depósitos a plazo, en quetzales, a las fechas de vencimiento siguientes: 9 de marzo de 2009, 8 de junio de 2009 y 7 de septiembre de 2009.
- c) Que el Banco de Guatemala continúe aceptando en ventanilla, diariamente del público, la constitución de depósitos a plazo, en quetzales, por plazos remanentes respecto de las fechas de vencimiento siguientes: 9 de marzo de 2009, 8 de junio de 2009 y 7 de septiembre de 2009, a su valor nominal, y que la tasa de interés a aplicar sea la tasa de interés equivalente a los rendimientos promedio ponderado de las últimas licitaciones por medio de las bolsas de comercio, menos un punto porcentual.

SEXTO: Otros asuntos e informes.

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