

# COMITÉ DE EJECUCIÓN

## ACTA NÚMERO 8-2006

Sesión 8-2006 celebrada en el edificio del Banco de Guatemala, el viernes diecisiete de febrero de dos mil seis, a partir de las quince horas con treinta minutos.

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

**PRIMERO:** Aprobación del proyecto de acta número 7-2006, correspondiente a la sesión celebrada el 10 de febrero de 2006.  
(Circuló proyecto de acta)

**SEGUNDO:** Información de los mercados y variables monetarias.

- a) Mercados de Dinero y Cambiario
- b) Variables Monetarias

**TERCERO:** Balance de riesgos de inflación.

**CUARTO:** Pronósticos de inflación de mediano plazo (Modelo Macroeconómico Semiestructural).

**QUINTO:** Análisis de la situación monetaria y definición de los lineamientos de ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para la semana próxima.

**SEXTO:** Otros asuntos.

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

**PRIMERO:** El Coordinador puso a consideración el proyecto de acta correspondiente.

No habiendo observaciones, el Comité aprobó el Acta Número 7-2006.

**SEGUNDO:** Información de los mercados y variables monetarias.

El Coordinador 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 13 al 17 de febrero de 2006, con cifras parciales a esta última fecha, se registraron captaciones de CDPs por Q3,551.1 millones y vencimientos por Q2,375.2 millones, lo que dio como resultado

captaciones netas por Q1,175.9 millones, asociadas a las operaciones realizadas en licitaciones (captaciones netas por Q50.7 millones), en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores (captaciones netas por Q1,203.5 millones) y en ventanilla (vencimientos netos por Q78.3 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante el período del 13 al 17 de febrero de 2006, para el caso de licitaciones, las tasas de interés de corte fueron de: 5.00% para 91 días y 6.2494% para 364 días. Por su parte, en la MEBD y en las bolsas de valores las captaciones se realizaron a 7 días, a la tasa de interés líder de política monetaria de 4.25%.

En cuanto a las tasas de interés promedio ponderado del total de operaciones de reporto realizadas en las bolsas de valores del país, indicó que durante el período del 13 al 17 de febrero de 2006, con datos parciales a esta última fecha, la mínima fue de 4.32%, observada el 13 de febrero de 2006, y la máxima de 4.52%, registrada el 14 de febrero de 2006. Asimismo, señaló que los montos negociados fueron mayores con garantía de títulos públicos y que las tasas de interés promedio ponderado durante dicho período fueron de 4.39% para los títulos públicos y de 5.75% para los títulos del sector financiero.

Por otra parte, informó que durante el período del 13 al 16 de febrero de 2006, en relación a las operaciones con bonos del tesoro, se registraron colocaciones por Q51.0 millones y vencimientos por Q120.1 millones.

Respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 10 al 16 de febrero de 2006, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$66.5 millones y el de venta fue de US\$61.9 millones y que los tipos de cambio se mantuvieron estables. En efecto, el viernes 10 de febrero fueron de Q7.59873 por US\$1.00 para la compra y de Q7.61679 por US\$1.00 para la venta, el lunes 13 de febrero fueron de Q7.59748 y Q7.61908, el martes 14 de febrero fueron de Q7.60133 y Q7.61842, el miércoles 15 de febrero fueron de Q7.60365 y Q7.62049 y, finalmente, el jueves 16 de febrero fueron de Q7.60718 y Q7.62246.

En lo que se refiere a las operaciones de los sistemas electrónicos de negociación de divisas que administra la Bolsa de Valores Nacional, S.A., correspondientes al período del 13 al 17 de febrero de 2006, comentó que en el Sistema Privado Institucional de Divisas -SPID-, se realizaron las operaciones siguientes: el martes 14 de febrero por US\$2.6 millones, a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.61846 por US\$1.00, el miércoles

15 de febrero, US\$0.5 millones a Q7.61900; y, el jueves 16 de febrero, US\$0.4 millones a Q7.62525. En lo que respecta al Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI-, expuso que durante el período, no se cerraron operaciones y únicamente el Banco de Guatemala ingresó, diariamente, una postura de compra por US\$10.0 millones, con un precio de Q7.58900, conforme los lineamientos del Comité de Ejecución.

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 13 al 17 de febrero de 2006, no se cerraron operaciones. En cuanto al precio de cierre, de referencia, al viernes 17 de febrero, indicó que para los vencimientos a liquidarse en marzo de 2006 fue de Q7.63750 y para los vencimientos a liquidarse en junio de 2006 fue de Q7.66000.

b) El Subdirector del Departamento de Estudios Económicos informó que el 16 de febrero de 2006, el excedente de encaje diario del sistema bancario se ubicó en una posición negativa de Q11.4 millones, con una posición promedio de Q389.0 millones.

Destacó que en el período del 9 al 16 de febrero de 2006, los principales factores desmonetizantes fueron el incremento en los saldos de los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala por Q369.7 millones, de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q88.2 millones y la disminución en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q203.2 millones; mientras que los principales factores monetizantes fueron la disminución en los saldos del encaje bancario por Q399.9 millones y de los depósitos del resto del sector público en el Banco Central por Q92.3 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia indicó que con la proyección a enero de 2006, para diciembre de 2006 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 7.40% y con un modelo de suavizamiento exponencial de 6.49%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 6.95%, el cual se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta de política (6.0% +/-1 punto porcentual), lo que sugiere que la política monetaria permanezca invariable.

Con relación a la inflación subyacente esperada para 2006, con datos a enero de 2006, estimada con un modelo autoregresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 6.95%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de

5.87%; el promedio simple de ambos modelos es de 6.41%, el cual se ubica dentro del margen de tolerancia de la meta de política (6.0% +/-1 punto porcentual), lo que sugiere que la política monetaria permanezca invariable.

Con respecto a la tasa parámetro, informó que al 9 de febrero de 2006, el límite inferior fue de 1.39%, en tanto que el límite superior se ubicó en 9.29%, mientras que el promedio simple resultante entre la tasa de reportos de 8 a 15 días (4.47%) y la tasa promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria de hasta 91 días (4.61%) se situó en 4.54%, el cual se ubica dentro del rango estimado para la tasa parámetro, situación que sugiere que la política monetaria permanezca invariable. En lo que se refiere a la tasa pasiva de paridad, manifestó que, al 9 de febrero de 2006, el límite inferior fue de 6.46% y el límite superior de 8.04%, en tanto que la tasa promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 6.96%, la cual se ubica dentro del margen de fluctuación de la tasa pasiva de paridad, lo que aconseja una política monetaria invariable.

En cuanto a la emisión monetaria observada al 16 de febrero de 2006, indicó que presenta una desviación de Q411.9 millones respecto del límite superior programado para dicha variable, lo que estaría indicando que existe espacio para restringir la política monetaria.

En cuanto a los medios de pago totales, al 9 de febrero de 2006, exhibieron un crecimiento interanual de 16.2%, el cual se encuentra por debajo del rango estimado para dicha variable a esa misma fecha (17.3% a 19.3%), lo que aconseja relajar la política monetaria. Asimismo, a la fecha indicada, el crédito bancario al sector privado registró un crecimiento interanual de 22.6%, el cual se encuentra por debajo del límite inferior del rango estimado para el 9 de febrero de 2006 (22.8% a 24.8%), lo que sugiere relajar la política monetaria.

Con relación a las expectativas de inflación de analistas privados, indicó que, según la encuesta realizada en enero de 2006, para diciembre de 2006 se espera un ritmo inflacionario de 7.53%, el cual se encuentra por encima de la meta de política monetaria (6.0% +/- 1 punto porcentual), aspecto que sugiere restringir la política monetaria. Asimismo, indicó que la variable expectativas implícitas de inflación, para enero de 2006, muestra un ritmo inflacionario de 5.95%, el cual se encuentra dentro del margen de

tolerancia de la meta de política monetaria para 2006 (6% +/- 1 punto porcentual); lo que sugiere una política monetaria invariable.

Mencionó que el Índice de Condiciones Monetarias -ICM-, al 9 de febrero de 2006, fue de -2.83 puntos porcentuales, el cual se encuentra dentro del rango estimado para dicha variable (-3.71 a -2.11 puntos porcentuales), lo que aconseja que la política monetaria se mantenga invariable.

Para concluir, respecto de la orientación de las variables indicativas, informó que permanecen igual con relación a la semana anterior: seis sugieren que la política monetaria se mantenga invariable (la proyección de inflación total, la proyección de inflación subyacente, la tasa parámetro, la tasa pasiva de paridad, las expectativas implícitas de inflación y el Índice de Condiciones Monetarias); dos variables sugieren que la política monetaria se mantenga relajada (los medios de pago totales y el crédito bancario al sector privado); y, dos sugieren una política monetaria restrictiva (la emisión monetaria y las expectativas de inflación del panel de analistas privados).

### **TERCERO:** Balance de riesgos de inflación.

El Comité continuó el análisis iniciado la semana anterior, el cual deberá presentarse a la Junta Monetaria en su sesión del 22 de febrero 2006 para que, conforme el calendario aprobado, dicho cuerpo colegiado tome una decisión respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria. Para el efecto, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala presentan al Comité de Ejecución, por un lado, los pronósticos de mediano plazo generados del primer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- y, por el otro, el balance de riesgos de inflación.

En lo que concierne al balance de riesgos de inflación se destacaron los aspectos siguientes:

En cuanto a las condiciones externas, se indicó que, aunque la información reciente del mercado internacional del petróleo señala una reducción en el precio de dicho insumo, la brecha entre la oferta y demanda mundial de petróleo es mínima, lo cual, según expertos internacionales en el mercado del crudo, genera una amplia volatilidad en el precio internacional del petróleo, por lo que cualquier evento que afecte el referido mercado puede hacer que el precio del crudo se eleve o disminuya abruptamente. Lo anterior confirma que

el comportamiento del referido precio continúa siendo el principal riesgo inflacionario en el país, aunque en una menor magnitud que en 2005 y enero de 2006.

Se indicó que el impacto de la inflación externa continúa siendo un riesgo por cuanto que el índice compuesto de la inflación de los principales socios comerciales de Guatemala sigue siendo relativamente elevado. En efecto, el ritmo inflacionario de los Estados Unidos de América (país con mayor peso relativo dentro del índice) se prevé que se ubique en alrededor de 3.70% en enero de 2006, lo que implicaría un aumento de alrededor de 0.75 puntos porcentuales con respecto del ritmo inflacionario observado en enero de 2005 (2.97%), por lo que por esta vía los riesgos de inflación importada no habían mejorado; sin embargo, se prevé una desaceleración del referido índice en 2006, el cual pasaría de 3.95% en diciembre de 2005 a 3.80% en diciembre de 2006.

En cuanto a las condiciones internas, se indicó que con relación a las variables sujetas a seguimiento en el programa monetario, en primer lugar, en lo que va del año el nivel de operaciones de estabilización monetaria se ha situado por debajo de lo programado y, en segundo lugar, la emisión monetaria sigue observando un desvío por encima del límite superior del corredor programado para dicha variable.

Se mencionó que el ritmo inflacionario en enero de 2006 se desaceleró respecto de diciembre de 2005 y que la mayor parte del exceso de inflación sobre la meta establecida es atribuible a factores exógenos, principalmente al efecto del precio del petróleo. Asimismo, se enfatizó el hecho de que del 8.08% del ritmo inflacionario observado en enero, 2.81 puntos porcentuales son atribuibles a la inflación importada, de los que, a su vez, 0.52 puntos porcentuales corresponden a la inflación importada histórica, por lo que los restantes 5.79 puntos porcentuales pueden ser atribuibles a factores monetarios, lo que implica que en ausencia de los *shocks* exógenos, la inflación interanual estaría por debajo de la meta puntual de inflación (6%).

En lo relativo a las variables indicativas se señaló que, al comparar la situación de las mismas a la fecha que se informa con respecto a la situación observada el 20 de enero de 2006 (fecha en que el Comité analizó por última vez el nivel de la tasa de interés líder), el número de variables indicativas que sugieren que la política monetaria se restrinja disminuyó de cuatro a dos (la emisión monetaria y las expectativas de inflación del panel de analistas privados); aumentaron de una a dos las variables que aconsejan relajar la política monetaria (los medios de pago totales y el crédito bancario al sector privado); y,

seis variables aconsejan que la política monetaria permanezca invariable (la proyección de inflación total, la proyección de inflación subyacente, la tasa pasiva de paridad, la tasa parámetro, las expectativas implícitas de inflación y el Índice de Condiciones Monetarias).

Finalmente, se indicó que las proyecciones econométricas de la inflación para 2006, elaboradas por los cuerpos técnicos utilizando datos observados a enero de 2006, estiman una inflación (total y subyacente) para diciembre de 2006 que se ubica dentro del margen de tolerancia de la meta de política (6% +/- 1 punto porcentual). No obstante, también se señaló que una interpretación más estricta de la meta de inflación; es decir, al considerar la meta puntual de 6%, indica que las referidas proyecciones se ubican por encima de dicha meta. Por otra parte, también se mencionó que las expectativas de inflación del panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en enero, indica que el referido panel proyecta un ritmo inflacionario para finales de 2006 en un nivel por encima de la meta de inflación.

**CUARTO:** Pronósticos de inflación de mediano plazo (Modelo Macroeconómico Semiestructural).

Los departamentos técnicos presentaron al Comité los pronósticos de mediano plazo, generados del primer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MSS-. En la presentación del Modelo Macroeconómico Semiestructural se indicó que los pronósticos de inflación de corto plazo, generados por modelos de series de tiempo, ilustran que la inflación trimestral (anualizada y trimestralizada) en el primero y segundo trimestres de 2006 será de 5.38% y 6.81%, respectivamente. Por su parte, en términos de tasas de variación interanual del Índice de Precios al Consumidor -IPC-, los pronósticos correspondientes son de 8.07% y 7.63%, para el primero y segundo trimestres de 2006, respectivamente.

Con relación a los pronósticos de mediano plazo, generados por el MMS, indicaron que el primer corrimiento del modelo hace prever una tasa de variación interanual del IPC de 6.51% en el cuarto trimestre de 2006 y de 5.71% en el cuarto trimestre de 2007. Asimismo, señalaron que tales pronósticos son condicionales a la trayectoria proyectada de la tasa de interés líder de política monetaria del Banco Central.

Indicaron que los referidos pronósticos de mediano plazo se basan en una estimación de riesgos en la que existe un 50% de probabilidad de que la inflación sea

mayor que los pronósticos modales (es decir, de aquéllos valores con mayor probabilidad de ocurrencia). Asimismo, comentaron, por una parte, que hay un 40% de probabilidad de que la tasa de inflación esté dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación para el cuarto trimestre de 2006 (6% +/- 1 punto porcentual) y, por la otra, que hay un 30% de probabilidad de que dicha tasa se encuentre dentro del margen de tolerancia de la meta de política para el cuarto trimestre de 2007 (5% +/- 1 punto porcentual). Al respecto, hicieron énfasis en el hecho de que mientras más extenso es el horizonte de los pronósticos, los intervalos de confianza de los mismos tienden a ampliarse y, por ende, la incertidumbre también.

Los departamentos técnicos señalaron que la trayectoria de la tasa de interés líder de política monetaria, que de acuerdo con el MMS es compatible con los pronósticos anteriores sobre tasa de inflación, involucra valores de dicha tasa de interés de 4.5%, 5.0%, 5.5% y 5.75% en el primero, segundo, tercero y cuarto trimestres de 2006, respectivamente; y, de 5.90%, 5.84%, 5.65% y 5.39% en el primero, segundo, tercero y cuarto trimestres de 2007, en su orden.

En lo relativo a la tasa de crecimiento del producto real, los departamentos técnicos indicaron que, en tanto no se cuente con estadísticas de las cuentas nacionales con frecuencia trimestral, el MMS utiliza datos trimestralizados y desestacionalizados del Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE- primario. También indicaron que, para efectos del corrimiento del modelo, computan el crecimiento potencial de la economía como la trayectoria suavizada, mediante la aplicación del filtro *Hodrick-Prescott*, del IMAE primario. De acuerdo con los datos observados al cuarto trimestre de 2005, la tasa de crecimiento del IMAE (4.12%) estaría por encima de su tasa de crecimiento potencial (2.92%). El modelo pronostica que, congruente con la trayectoria de la tasa de interés líder, la tasa de crecimiento del IMAE tendría una trayectoria decreciente en los próximos ocho trimestres, en tanto que la tasa de crecimiento potencial tendría un comportamiento levemente ascendente en dicho período, de manera que en el cuarto trimestre de 2006 la tasa de crecimiento pronosticada sería de 3.47%, superior a la tasa de crecimiento potencial pronosticada para ese período (2.95%), en tanto que en el cuarto trimestre de 2007 la tasa de crecimiento pronosticada sería de 2.70%, inferior a la tasa de crecimiento potencial pronosticada para ese período (3.01%).



**QUINTO:** Análisis de la situación monetaria y definición de los lineamientos de ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para la semana próxima.

a) Análisis de la situación monetaria

El Comité tomó nota que los factores monetizantes y desmonetizantes previstos para la semana del 17 al 23 de febrero de 2006 indican un aumento de la creación de liquidez primaria por Q3,934.0 millones, debido fundamentalmente a vencimientos de CDPs. Así también, se prevé un aumento en la demanda de emisión monetaria por Q1.4 millones y una posición diaria de liquidez bancaria de Q192.9 millones. Asimismo, que la emisión monetaria se encuentra desviada en Q594.5 millones por encima del punto central programado para dicha variable, por lo que el excedente de liquidez agregada estimada para el referido período se ubica en Q4,720.0 millones; de darse estos factores, el Comité consideró que es necesario, para hacer compatible la oferta de emisión con la demanda programada, que los CDPs que vencen durante el período (Q3,305.3 millones, según registros al 16 de febrero de 2006) tengan que recolocarse; y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q1,414.7 millones.

Con base en la información proporcionada, los cuerpos técnicos expusieron sus conclusiones al Comité quien, a su vez, deliberó sobre el análisis que debe ser presentado a la Junta Monetaria.

En ese contexto, luego de haber expuesto lo relativo a los elementos que componen el balance de riesgos de inflación, los pronósticos de mediano plazo que provienen del primer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural, así como el comportamiento de las variables indicativas de la política monetaria, los departamentos técnicos arribaron a la conclusión de que prevalecen los factores que aconsejan restringir las condiciones monetarias, por lo que un ajuste en la tasa de interés líder contribuiría a que, por un lado, se moderen aún más las expectativas inflacionarias y, por el otro, se afiance la credibilidad del Banco Central en el manejo de la política monetaria, aspecto de suma importancia para el cumplimiento de la meta de inflación para diciembre de 2006 y de 2007.

De conformidad con el análisis realizado por los cuerpos técnicos, y con base en la orientación de las variables indicativas, en el balance de riesgos de inflación y en los resultados del primer corrimiento del modelo macroeconómico semiestructural, algunos miembros del Comité expresaron que si bien el análisis y conclusión de los cuerpos técnicos,

en el sentido de que prevalecen los factores orientados a restringir las condiciones monetarias, esta bien fundamentado, también es importante considerar otros aspectos que apuntan a la conveniencia de actuar con prudencia en la coyuntura actual.

En primer lugar, el Comité consideró que la inflación continuó su tendencia a la desaceleración, registrándose incluso la inflación más baja de todos los eneros desde que inició el nuevo Índice de Precios al Consumidor -IPC-, además de que la inflación doméstica (excluyendo la importada) se redujo en más de un punto porcentual, ubicándose en un ritmo de 5.27%. Asimismo, que las proyecciones de inflación, de corto plazo, (total y subyacente) indican que ésta continuaría reduciéndose y que se ubicaría ligeramente por encima de la meta puntual (y dentro del rango de tolerancia, por primera vez desde hace varios meses) para 2006, aunque queda fuera de la meta para 2007. Los miembros del Comité también comentaron que las proyecciones de inflación, de mediano plazo, (trimestral anualizada y anual) generadas por el MMS también indican una trayectoria descendente, que se ubicaría ligeramente por encima de la meta puntual (y dentro del “rango”) tanto para el 4º trimestre de 2006 como para el 4º trimestre de 2007; asimismo, indicaron que según el Modelo Macroeconómico Semiestructural, las mayores probabilidades son que la inflación se ubique entre 6% y 7% en 2006, y entre 5.5% y 6% en 2007. Al mismo tiempo, el Comité observó que estas proyecciones de inflación, de mediano plazo, implican que serán necesarios incrementos adicionales en la tasa de interés líder en el transcurso de 2006, empezando incluso en el primer trimestre. Algunos miembros del Comité señalaron la conveniencia de reflexionar acerca de la posibilidad de que una desaceleración adicional de la inflación observada podría cambiar sustancialmente las proyecciones y si ello permitiría mayor laxitud en cuanto a la trayectoria de la tasa de interés líder.

Otro tema de análisis fue el comportamiento de los precios internacionales de los combustibles. Al respecto, el Comité resaltó el hecho de que éste fue el principal factor que provocó que la inflación superara la meta en 2004 y 2005. Se señaló que los precios han venido cayendo en las últimas semanas, incluso por debajo del nivel proyectado, lo que también se reflejaba en los precios de los combustibles derivados del petróleo (que integran la canasta del IPC). Un miembro del Comité indicó que dicha reducción de precios se debe analizar con cuidado, dado que según información reciente de Global Insight, la brecha existente entre la oferta y la demanda mundial de petróleo es mínima (alrededor de 0.6 millones de barriles diarios) cuando en condiciones normales, dicha brecha es de

aproximadamente 3.0 millones de barriles diarios, lo que denota la vulnerabilidad de dicho mercado, de manera que cualquier evento de naturaleza económica o política puede influir en forma positiva o negativa en el comportamiento del precio. En particular, se comentó la decisión que la Organización de Países Exportadores de Petróleo -OPEP- habrá de tomar en marzo en cuanto a las cuotas de exportación, lo cual habrá que vigilar con atención y evaluar sus repercusiones en los precios a futuro.

Algunos miembros del Comité consideran conveniente analizar el comportamiento del tipo de cambio y su relación con la decisión que habrá de tomarse en materia de tasa de interés líder, coincidiendo en que el tipo de cambio se ha mostrado muy estable en las últimas semanas. Un miembro del Comité indicó que el nivel mostrado en la semana anterior no registra ningún desvío significativo respecto de su nivel estimado. En ese sentido, el Comité estimó que la estabilidad cambiaria observada indica que, por esa vía, no hay presiones inflacionarias ni deflacionarias. También se comentó que las alzas en la tasa de interés de la Reserva Federal estadounidense, a cuya ocurrencia se asigna una alta probabilidad para las próximas sesiones, podían propiciar una reversión de los movimientos de capital (hacia el exterior) que afecten el tipo de cambio. Un miembro del Comité expresó que, en la coyuntura actual, el tipo de cambio no debe ser un elemento que interfiera en las decisiones de política monetaria, pues ha tenido un comportamiento sumamente estable, bajo cualquier medida de volatilidad como las que en su oportunidad planteara el profesor Sebastián Edwards. Al respecto, el Comité reiteró la importancia de adoptar prontamente la nueva regla de participación en el mercado cambiario, a fin de asegurar la compatibilidad del esquema de metas explícitas de inflación con el esquema de participación en el mercado cambiario.

El Comité consideró que otro elemento importante a analizar es el comportamiento de la producción real. Al respecto se comentó que el IMAE muestra una sostenida tendencia al alza desde hace meses, lo que, a su vez, se refleja en el pronóstico de crecimiento económico para 2006 (4.4%). Este ritmo vigoroso está también respaldado por el dinamismo del crédito bancario al sector privado. Se mencionó que el modelo macroeconómico semiestructural indica que, en 2006, dicho comportamiento denota un nivel de producción superior al potencial, lo que si bien es reflejo del dinamismo económico observado, al mismo tiempo entraña algún riesgo de que surjan presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada. Al respecto, se indicó que los ajustes que el modelo contempla en materia de alza

de tasas de interés acercaría la producción real a su nivel potencial, sin que ello implique una reducción significativa por debajo de dicho nivel potencial, pero sí una trayectoria más sostenible en el mediano plazo.

El Comité también consideró adecuado debatir sobre la interpretación que debe dársele a las variables indicativas. Entre los aspectos discutidos sobresale el hecho de que evidentemente se han reducido, con respecto al mes anterior, el número de variables que sugieren mayor restricción de la política monetaria. Sin embargo, sobresale el hecho de que las variables relativas al programa monetario (particularmente la emisión monetaria y las Operaciones de Estabilización Monetaria -OEMs-) siguen desviadas (en un sentido expansivo) desde hace varios meses. Asimismo, se señaló que debe tenerse precaución al interpretar la variable crédito bancario al sector privado, ya que aún debe evaluarse la validez del método de proyección que se está utilizando. Un miembro del Comité hizo hincapié en la importancia que, ante señales contradictorias de las variables indicativas, reviste el dato reportado por la tasa parámetro, la cual, incluso ajustando su rango de tolerancia a media desviación estándar (en vez de utilizar sólo una desviación) indica que las condiciones monetarias han cambiado respecto de 2005, ya que en 2006 la tasa neutral parece estar mucho más cercana a las tasas de corto plazo.

En particular, un miembro del Comité expresó que un aspecto relevante a considerar es el hecho de que el ritmo inflacionario en enero se desaceleró aún más de lo previsto, lo que puede tener repercusiones favorables sobre las expectativas inflacionarias, de manera que dejando invariable la tasa de interés líder de la política monetaria sería más fácil reforzar dichas expectativas, en tanto que un aumento en dicha tasa podría enviar señales confusas a los mercados. Sin embargo, otro miembro del Comité indicó que si bien podía existir dicho riesgo, también debe considerarse el hecho de que recientemente se incrementó el precio del azúcar en el mercado doméstico, insumo que podría estar incrementando los costos de producción de otros productos de la canasta básica (por ejemplo, el pan) y también mencionó que se espera una escasez de maíz entre marzo y mayo del presente año y, por ende, un aumento en el precio al consumidor final (asociado a los desastres de la tormenta tropical *Stan*, así como a las inundaciones que afectaron en enero las plantaciones del grano en el departamento de El Petén); ambos eventos podrían estar generando presiones al alza en el IPC en los próximos meses.

En el contexto descrito, un miembro del Comité y un asesor indicaron que, dado que los pronósticos de inflación se ubican por encima de la meta puntual de inflación de 6% para 2006 (en una interpretación estricta) y que el modelo macroeconómico semiestructural indica que el logro de la meta requiere de alzas en la tasa de interés líder, es aconsejable tener presente que las acciones de política monetaria en un esquema de metas explícitas de inflación deben procurar ser, al mismo tiempo, oportunas y graduales, a efecto de que las expectativas inflacionarias se moderen y se alcance la meta al menor costo posible, al tiempo que fortalezcan la credibilidad del Banco Central ante los mercados, ya que ésta es fundamental para que la política monetaria pueda seguir siendo efectiva en el futuro.

Sobre el particular, otro miembro del Comité planteó la posibilidad de que, con el objeto de actuar oportuna y gradualmente, en febrero se ajustara en 12.5 puntos básicos la tasa de interés líder y, en marzo, si las condiciones monetarias lo seguían aconsejando, se diera otro ajuste igual. Sin embargo, otro miembro del Comité mencionó que, de conformidad con las recomendaciones de los Doctores Sebastián Edwards y Rodrigo Vergara, planteadas en su informe “Política Monetaria y Estabilidad Macroeconómica en Guatemala” de noviembre de 2004, la experiencia internacional sugiere que los ajustes en la tasa de interés de política monetaria de poca magnitud no son aconsejables, en virtud de que dan la idea errada, por una parte, de que el Banco Central tiene pleno conocimiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y, por la otra, de que existe un “*fine tuning*” óptimo en la determinación de la regla de política, lo cual puede erosionar la credibilidad de la política monetaria en economías pequeñas y abiertas, que se encuentran en un proceso de transición hacia un esquema de metas explícitas de inflación, razón por la cual la magnitud de los ajustes en la tasa de política monetaria son convencionalmente de 25 puntos básicos.

Tomando en cuenta lo anterior, un miembro del Comité indicó que existen indicadores y señales que apuntan en sentidos opuestos, lo cual dificulta arribar a una conclusión clara y que, en su opinión, ante tal situación debe privilegiarse como base de análisis uno o dos de esos indicadores, que bien podrían ser la tasa parámetro y el modelo macroeconómico semiestructural; señaló que al hacerlo, y tomando en cuenta que el referido modelo es aún una herramienta con la que falta familiarizarse y que debe seguirse afinando, le parece que la prudencia aconseja por ahora, no modificar la tasa de interés líder. Un asesor del Comité indicó que, efectivamente, el modelo es sólo una simplificación de la realidad, y

que es perfectamente válido, desde el punto de vista técnico, que tanto el Comité como la Junta Monetaria puedan tomar en cuenta elementos y variables que no están explícitamente incluidos en dicho modelo para sacar las conclusiones y adoptar las decisiones que estimen necesarias. Otro miembro del Comité manifestó su acuerdo con no modificar la tasa de interés líder, pero advirtió que es necesario darle seguridad a los mercados, en el sentido de que el Banco Central está listo para actuar oportuna y firmemente para lograr la meta de inflación, por lo que convendría no descartar posibles alzas en la tasa de interés líder en los meses subsiguientes, en la medida en que el balance de riesgos y las variables indicativas converjan en el sentido que lo sugiere el modelo macroeconómico semiestructural.

En el contexto descrito, en el seno del Comité privó el análisis de que la situación actual aconseja actuar con cautela y apunta a esperar a marzo para efectuar cualquier ajuste en la tasa de interés líder de la política monetaria.

Con relación a la determinación de cupos para las licitaciones de la semana siguiente, se tomó en cuenta la información que proporciona el flujo diario de monetización estimado para la semana siguiente y con base en la regla establecida para el efecto, el Comité acordó que para la semana próxima el cupo de captación para los plazos de 91 días y 364 días a convocar el día lunes se estableciera en Q95.0 millones y Q75.0 millones, respectivamente, y para el plazo de 182 días a convocar el día viernes fuera de Q75.0 millones.

En lo que corresponde a la convocatoria a licitación de CDPs en dólares de los Estados Unidos de América, el Comité tomó en cuenta los vencimientos previstos de bonos del tesoro, expresados en dólares de los Estados Unidos de América y consideró que para la semana del 20 al 24 de febrero de 2006, no se hace necesario convocar a licitación de CDPs en la moneda citada.

- b) Definición de los lineamientos de ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para la semana próxima.

Con base en el análisis de la situación monetaria, el Comité de Ejecución acordó para la semana del 20 al 24 de febrero de 2006, mantener los lineamientos de ejecución de la política monetaria observados durante la presente semana; es decir, continuar realizando operaciones en la MEBD y en las bolsas de valores, tanto de captación como de inyección. Las operaciones de captación se realizarán al plazo de 7 días sin cupo, a una tasa de interés de 4.25%, en tanto que, las posturas de oferta de liquidez a 7 días plazo, a una tasa de

interés inicial de 7.65%, cuya garantía de dichas operaciones se constituirá recibiendo únicamente títulos públicos. Cabe indicar que el Comité reiteró la importancia de participar en ambas vías; es decir, manteniendo simultáneamente posturas de inyección y de retiro de liquidez, considerando que dicha participación constituye una señal de la disposición del Banco Central para moderar la volatilidad en la tasa de interés de corto plazo.

El Comité, tomando en cuenta lo acordado en materia de coordinación con la política fiscal para la participación en el mercado de dinero, acordó que las convocatorias para las licitaciones de depósitos a plazo se realicen los días lunes y viernes, así: el lunes a plazos de 91 días y 364 días, con un cupo de captación de Q95.0 millones y Q75.0 millones, respectivamente, y el viernes a 182 días, con un cupo de captación de Q75.0 millones. Las tasas de interés serán determinadas de acuerdo con las condiciones del mercado, reflejadas en las posturas que se reciban, considerando la curva de rendimientos establecida por los departamentos técnicos, con base en las tasas de interés de mercado.

Por otra parte, el Comité acordó que se continúen realizando captaciones en forma directa en ventanilla, con las entidades públicas y con el público. En el caso de las entidades públicas, que las captaciones se sigan realizando conforme las condiciones financieras prevalecientes; es decir, la tasa de interés para el plazo de 7 días será la que aplica el Banco de Guatemala en la MEBD y en las bolsas de valores y, para los otros plazos, la tasa de interés será el promedio móvil, para cada plazo, de la tasa de interés promedio ponderado resultante de los anteriores cuatro eventos de licitación. En cuanto a las captaciones con el público se refiere, la tasa de interés, para cada plazo, no podrá ser mayor de la promedio ponderado de la licitación correspondiente menos un punto porcentual.

El Comité acordó que se continúe aceptando la constitución de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América en forma directa en ventanilla, de las entidades públicas, a los plazos vigentes (91 días y 364 días) y para la tasa de interés a aplicar se tomará como referencia las tasas de interés para las Letras del Tesoro de los Estados Unidos de América a plazos similares.

Respecto a la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, el Comité acordó que mientras se sigue discutiendo y analizando el afinamiento de la regla de participación en el mercado cambiario que habrá de someterse a la aprobación de la Junta Monetaria en las próximas semanas, se continúe participando por medio del sistema

electrónico de negociación de divisas, de conformidad con lo establecido en la sesión 55-2005 del 27 de octubre de 2005.

**SEXTO:** Otros Asuntos.

No habiendo otro asunto que tratar, la sesión finalizó a las diecisiete horas con cincuenta y cinco minutos, firmando de conformidad las personas que asistieron.