

# COMITÉ DE EJECUCIÓN

## ACTA NÚMERO 21-2006

Sesión 21-2006 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 diecinueve de mayo 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:** Conocimiento del proyecto de acta número 20-2006, correspondiente a la sesión celebrada el 12 de mayo de 2006.  
Circuló: proyecto de acta número 20-2006.

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

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

**TERCERO:** Determinación de cupos para licitación de depósitos a plazo.

**CUARTO:** Balance de riesgos de inflación.

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

**SEXTO:** Discusión y definición de lineamientos de ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia.

**SEPTIMO:** 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 20-2006.

**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 15 al 19 de mayo de 2006, con cifras parciales a esta última fecha, se registraron captaciones de depósitos a

plazo -CDPs- por Q2,367.7 millones y vencimientos por Q2,946.2 millones, lo que dio como resultado vencimientos netos por Q578.5 millones, asociados a las operaciones realizadas en licitaciones (vencimientos netos por Q55.0 millones), en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores (vencimientos netos por Q415.8 millones) y en ventanilla (vencimientos netos por Q107.7 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante el período del 15 al 19 de mayo de 2006, para el caso de licitaciones, la tasa de interés de corte fue de 5.50% para 182 días y de 6.2450% 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 4.50%.

En cuanto a la tasa de interés promedio ponderado del total de operaciones de reporto realizadas en las bolsas de valores del país, indicó que durante el período del 15 al 19 de mayo de 2006, con cifras parciales a esta última fecha, la mínima fue de 4.58%, observada el 16 de mayo de 2006, y la máxima de 4.64%, registrada el 18 de mayo 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 4.60% para los títulos públicos y de 5.67% para los títulos del sector financiero.

Por otra parte, informó que durante el período del 15 al 18 de mayo de 2006, en relación a las operaciones con bonos del tesoro, se registraron colocaciones por Q30.0 millones y vencimientos por Q1.0 millones.

b) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 12 al 18 de mayo de 2006, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$62.9 millones y el de venta fue de US\$71.0 millones y que los tipos de cambio en el referido período se mantuvieron estables. En efecto, el viernes 12 de mayo fueron de Q7.56977 por US\$1.00 para la compra y de Q7.58676 por US\$1.00 para la venta, el lunes 15 de mayo fueron de Q7.56857 y Q7.58416, el martes 16 de mayo fueron de Q7.56830 y Q7.58395, el miércoles 17 de mayo fueron de Q7.56945 y Q7.58415 y, finalmente, el jueves 18 de mayo fueron de Q7.57206 y Q7.58699.

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

15 al 19 de mayo de 2006, comentó que en el Sistema Privado Institucional de Divisas -SPID-, se realizaron las operaciones siguientes: el lunes 15 de mayo por US\$2.0 millones, a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.58000 por US\$1.00 y el jueves 18 de mayo, US\$0.2 millones, a Q7.58301. En lo que respecta al Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI-, expuso que durante el período, el Banco de Guatemala efectuó una compra el lunes 15 de mayo por US\$2.0 millones, a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.58000 por US\$1.00, 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 15 al 19 de mayo de 2006, no se cerraron operaciones. En cuanto al precio de cierre, de referencia, al viernes 19 de mayo, indicó que para los vencimientos a liquidarse en junio de 2006 fue de Q7.61000.

c) El Director del Departamento de Estudios Económicos informó que el 18 de mayo de 2006, el excedente de encaje diario del sistema bancario se ubicó en Q350.5 millones, con una posición promedio de Q196.0 millones.

Destacó que en el período del 11 al 18 de mayo de 2006, los principales factores desmonetizantes fueron el incremento en los saldos del encaje bancario por Q558.8 millones y de los depósitos del resto del sector público en el Banco Central por Q97.0 millones; mientras que los principales factores monetizantes fueron la disminución en los saldos de los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala por Q294.7 millones y de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q45.0 millones; y, el incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q69.6 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia indicó que con la proyección a abril de 2006, para diciembre de 2006 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 7.55% y con un modelo de suavizamiento exponencial de 7.32%; el promedio simple de ambos modelos se sitúa en 7.44%, el cual se ubica por arriba del margen de tolerancia de la meta de política (6.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere restringir la política monetaria; y, para diciembre de 2007 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 7.75% y con un modelo de suavizamiento exponencial de

6.22%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 6.99%, el cual se encuentra por encima de la meta de política (5.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria restrictiva.

Con relación a la inflación subyacente esperada para 2006, con datos a abril de 2006, estimada con un modelo autoregresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 6.89%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 6.46%; el promedio simple de ambos modelos es de 6.68%, 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; y, para diciembre de 2007 la inflación subyacente estimada con un modelo autoregresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 7.01%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 5.99%; el promedio simple de ambos modelos es de 6.50%, el cual se ubica por encima de la meta de política (5.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere que la política monetaria sea restrictiva.

Con respecto a la tasa parámetro, informó que al 11 de mayo de 2006, el límite inferior fue de 1.94%, en tanto que el límite superior se ubicó en 9.84%; mientras que el promedio simple resultante entre la tasa de interés de reportos de 8 a 15 días (5.05%) y la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria de hasta 91 días (4.68%) se situó en 4.87%, el cual se ubica dentro del margen de tolerancia 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 11 de mayo de 2006, el límite inferior fue de 6.31% y el límite superior de 7.89%, en tanto que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 7.02%, 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 18 de mayo de 2006, indicó que presenta una desviación de Q505.1 millones respecto del límite superior del corredor 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 11 de mayo de 2006, exhibieron un crecimiento interanual de 16.8%, el cual se ubica en el límite inferior del margen de tolerancia estimado para dicha variable a esa misma fecha (16.8% a 18.8%), lo que

aconseja una política monetaria invariable. Asimismo, a la fecha indicada, el crédito al sector privado registró un crecimiento interanual de 26.1%, el cual se ubica por arriba del rango estimado para el 11 de mayo de 2006 (24.0% a 26.0%), lo que sugiere una política monetaria restrictiva.

Con relación a las expectativas de inflación de analistas privados, indicó que, según la encuesta realizada en abril de 2006, para diciembre de 2006 se espera un ritmo inflacionario de 7.54%, el cual se encuentra por encima de la meta de política monetaria (6.0% +/- 1 punto porcentual), aspecto que sugiere restringir la política monetaria; y, para diciembre de 2007, la proyección de inflación se ubica en 6.88%, la cual se encuentra por encima de la meta de política monetaria (5.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere restringir la política monetaria. Asimismo, indicó que la variable expectativas implícitas de inflación, para abril de 2006, muestra un ritmo inflacionario de 6.44%, el cual se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta de política monetaria para 2006 (6.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria invariable.

Mencionó que el Índice de Condiciones Monetarias -ICM-, al 11 de mayo de 2006, fue de -2.69 puntos porcentuales, el cual se encuentra dentro del rango de fluctuación 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 con relación a la semana anterior, la variable “crédito al sector privado” pasó de sugerir que la política monetaria permanezca invariable a aconsejar que la misma sea restrictiva; en tanto que la variable “medios de pago” pasó de sugerir una política monetaria relajada a que la misma permanezca invariable, con lo que aumentó de seis a siete el número de variables que sugieren que la política monetaria se restrinja (la proyección de inflación total para 2006 y para 2007, la proyección de inflación subyacente para 2007, la emisión monetaria, el crédito bancario al sector privado y las expectativas de inflación de analistas privados para 2006 y para 2007); se mantuvo en seis el número de variables que sugieren que la política monetaria se mantenga invariable (la proyección de inflación subyacente para 2006, la tasa parámetro, la tasa pasiva de paridad, los medios de pago, las expectativas implícitas de inflación y el Índice de Condiciones Monetarias); y ninguna variable sugiere una política monetaria relajada.

A solicitud de uno de los miembros, el Comité recibió información de la orientación de las variables indicativas conforme a la metodología e interpretación propuestas a la Junta Monetaria en el Informe de Política Monetaria a Marzo de 2006. Con base en el análisis del índice sintético que evalúa de manera conjunta la orientación de las referidas variables, se indicó que el 62.71% del total de las variables indicativas sugiere con certeza una política monetaria restrictiva; el 14.64% sugiere que sea restrictiva, pero dentro del margen de tolerancia; el 22.65% que sea invariable; y, el 0.00% que se relaje, tanto dentro como fuera del margen de tolerancia.

Finalmente, indicó que con relación al comportamiento del tipo de cambio nominal, el centro del corredor esperado para la semana del 15 al 19 de mayo de 2006 era de Q7.619 por US\$1.00 y el nivel observado (calculado como el promedio de los tipos de cambio de compra y de venta en el Mercado Institucional de Divisas para el período comprendido entre el 15 y el 17 de mayo) era de Q7.576 por US\$1.00, lo que permite inferir que el valor observado del tipo de cambio nominal, se encuentra dentro de la banda de fluctuación esperada, pero cerca del límite inferior, de manera que todavía puede considerarse que por esa vía no se vislumbran presiones inflacionarias o deflacionarias.

d) El Comité tomó nota que los factores monetizantes y desmonetizantes previstos para la semana del 19 al 25 de mayo de 2006 indican un aumento en la creación de liquidez primaria por Q2,715.7 millones, debido fundamentalmente a vencimientos de CDPs. Así también, se prevé una disminución en la demanda de emisión monetaria por Q93.6 millones y una posición diaria de liquidez bancaria de Q157.5 millones. Asimismo, que la emisión monetaria se encuentra desviada en Q687.8 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 Q3,654.6 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 (Q2,557.7 millones, según registros al 18 de mayo de 2006) tengan que recolocarse; y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q1,096.9 millones.

**TERCERO:** Determinación de cupos para licitación de depósitos a plazo.

Con relación a la determinación de cupos para la licitación de la semana siguiente, se tomó en cuenta, por un lado, la información que proporciona el flujo diario de

monetización estimado para la semana siguiente y, por el otro, la medida adoptada relativa a reducir los cupos y el número de licitaciones semanales; así como alternar los plazos de las licitaciones. Con esa base, el Comité acordó que el cupo de captación para los plazos de 91 días y 364 días a convocar el lunes 22 de mayo de 2006 se estableciera en Q25.0 millones y Q60.0 millones, respectivamente.

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 dicha moneda y consideró que para la semana del 22 al 26 de mayo de 2006, no es necesario convocar a licitación de CDPs en la moneda citada.

**CUARTO:** Balance de riesgos de inflación.

El Comité continuó el análisis iniciado la semana anterior, el cual deberá presentar a la Junta Monetaria en su sesión del 24 de mayo de 2006 para que, conforme al calendario aprobado, dicho cuerpo colegiado tome una decisión respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria. Para tal efecto, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala presentaron al Comité de Ejecución el balance de riesgos de inflación, enfatizando los aspectos siguientes:

En cuanto a las condiciones externas, se hizo referencia a que el precio internacional del petróleo el 18 de mayo se ubicó en US\$69.45 por barril (un descenso de US\$5.72 por barril respecto al récord histórico alcanzado el 21 de abril de 2006, fecha en que se analizó el balance de riesgos del mes anterior). Se indicó que, según el sistema informativo *Bloomberg*, la volatilidad en el comportamiento del precio internacional del petróleo está asociada, en primer lugar, a que el mercado del crudo está siendo presionado por la crisis internacional derivada del programa nuclear iraní (cuarto productor mundial del crudo) y, en segundo lugar, a que la producción mundial de petróleo se encuentra por debajo del nivel normal en aproximadamente un millón de barriles diarios, debido a que la producción en el Golfo de México no se ha normalizado y a que no se prevé una solución en el corto plazo para el conflicto político interno en Nigeria. Aunado a lo anterior, la brecha entre la oferta y la demanda mundial de petróleo sigue siendo 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 podría hacer que el precio del crudo se eleve abruptamente. Adicionalmente, se mencionó

que el comportamiento del precio de las gasolinas en Guatemala está correlacionado con el precio de las mismas en los Estados Unidos de América, aunque con cierto rezago, el cual se estima que es mayor cuando los precios bajan en este último país. En ese sentido, se observó que aunque el precio de la gasolina en los Estados Unidos de América dejó de incrementarse, en Guatemala los precios se mantienen altos, por lo que tomando en consideración el rezago mencionado, podría preverse que el precio de la gasolina se reduzca o al menos deje de incrementarse en las próximas semanas.

Los aspectos mencionados confirman que el comportamiento del precio internacional del petróleo y sus derivados sigue siendo el principal riesgo inflacionario para el país.

Se indicó que el índice compuesto de la inflación de los principales socios comerciales de Guatemala continúa siendo relativamente elevado. Pese a que el ritmo inflacionario de la mayoría de los principales socios disminuyó en abril respecto del observado al mismo mes del año anterior, el de los Estados Unidos de América en dicho mes se ubicó en 3.55%, superior en 0.04 puntos porcentuales al ritmo inflacionario observado en abril de 2005 (3.51%); dado que dicho país tiene el mayor peso relativo dentro del índice, se considera que por esta vía los riesgos de inflación importada siguen presentes.

Se hizo referencia al ajuste al alza de 25 puntos básicos que recientemente realizara la Reserva Federal de los Estados Unidos de América en su tasa de interés objetivo para ubicarla en 5.0%; asimismo, se indicó que según una encuesta realizada recientemente por *Bloomberg*, existe una probabilidad del 60% de que la referida tasa de interés se incremente a 5.25% en la reunión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal a realizarse el próximo 29 de junio.

En cuanto a las condiciones internas, se indicó que con relación a las variables sujetas a seguimiento en el programa monetario, se continúa observando que, en lo que va del año, tanto el nivel de operaciones de estabilización monetaria como el de la emisión monetaria siguen desviados respecto de lo programado, al observarse desvíos promedio de aproximadamente Q1,914.0 millones y Q505.0 millones, respectivamente.

Se indicó que en la ejecución de las finanzas públicas al 30 de abril de 2006 se observó un superávit en términos acumulados de Q531.6 millones (déficit de Q161.7 millones al 31 de marzo), aspecto que es indicativo de que por la vía fiscal las presiones



inflacionarias están contenidas pero que, en la medida en que la ejecución del gasto público se acelere conforme a lo programado, se requerirá un mayor esfuerzo de la política monetaria vía el incremento de las operaciones de estabilización monetaria.

En lo que corresponde a la inflación, se enfatizó que del 7.48% del ritmo inflacionario observado en abril, 2.93 puntos porcentuales se atribuyen a la inflación importada, asociados al efecto del incremento en el precio del petróleo, por lo que 4.55 puntos porcentuales corresponden a la inflación doméstica. Se indicó que al analizar la evolución de la inflación a lo largo del año, la inflación importada incrementó levemente su peso relativo respecto al observado en enero, mientras que la inflación doméstica durante dicho período mostró una disminución de 0.73 puntos porcentuales. No obstante, 2.21 puntos porcentuales del total de la inflación importada se atribuyen a efectos de segunda vuelta, situación que podía sugerir la conveniencia de restringir las condiciones monetarias para morigerar dicha inflación y con ello fortalecer la credibilidad de la política monetaria en términos del cumplimiento de la meta de inflación para diciembre de 2006 y diciembre de 2007.

En lo relativo a las variables indicativas se señaló que al comparar su situación a la fecha que se informa con respecto a la observada el 21 de abril (última fecha en que el Comité de Ejecución analizó el nivel de la tasa de interés líder) el número de variables indicativas que sugieren que la política monetaria se restrinja aumentó de cinco a siete, (la proyección de inflación total para 2006 y para 2007, la proyección de inflación subyacente para 2007, la emisión monetaria, el crédito bancario al sector privado y las expectativas de inflación de analistas privados para 2006 y para 2007); se mantuvo en seis el número de variables que aconsejan que la política monetaria permanezca invariable (la proyección de inflación subyacente para 2006, la tasa parámetro, la tasa pasiva de paridad, los medios de pago, las expectativas implícitas de inflación y el Índice de Condiciones Monetarias); y, ninguna variable aconseja relajar la política monetaria.

A solicitud de uno de los miembros del Comité, se presentó también la comparación respecto del mes anterior de las variables indicativas según la propuesta presentada a la Junta Monetaria en el Informe de Política Monetaria a Marzo de 2006: el 62.71% del total de las variables indicativas sugiere con certeza una política monetaria restrictiva (43.92% el mes anterior); el 14.64% sugiere que fuera restrictiva, pero dentro del margen de tolerancia

(20.72% el mes anterior); el 22.65% que sea invariable (29.28% el mes anterior); y, el 0.00% que sea relajada (6.08% el mes anterior).

Finalmente, las proyecciones econométricas de la inflación para 2006, elaboradas por los cuerpos técnicos, utilizando datos observados a abril de 2006, estiman que el ritmo inflacionario total para diciembre de 2006 se ubicará por arriba del margen de tolerancia de la meta de política (6.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere restringir las condiciones monetarias. Por su parte, el ritmo inflacionario subyacente para diciembre de 2006 se ubica por encima del valor puntual de la meta de inflación (6.0%), pero dentro del margen de tolerancia. Adicionalmente, al evaluar el pronóstico tanto de la inflación total como de la inflación subyacente para diciembre de 2007 respecto de la meta de inflación prevista para finales de dicho año (5.0% +/- 1 punto porcentual), ambos pronósticos están por encima de la referida meta, inclusive tomando en cuenta el margen de tolerancia, lo que aconseja restringir la política monetaria. Por otra parte, también se indicó que las expectativas de inflación de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en abril, indican que el panel de analistas continúa proyectando un ritmo inflacionario para finales de 2006 y de 2007 por encima de la meta de inflación para ambos años, aunque en menor magnitud que la encuesta realizada en marzo.

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

En la presentación del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, se señaló que los pronósticos de inflación de corto plazo, generados por modelos de series de tiempo, indican una inflación trimestral (anualizada) para el segundo y tercer trimestres de 2006 de 7.69% y 7.07%, respectivamente; por su parte, las tasas de variación interanual del Índice de Precios al Consumidor -IPC- se pronostican en 7.41% y 6.99%, para el segundo y tercer trimestres de 2006, respectivamente. Los pronósticos de mediano plazo generados por el segundo corrimiento del MMS indicaron una tasa de variación interanual del IPC de 6.88% en el cuarto trimestre de 2006, y de 5.13% 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. Indicaron que los referidos pronósticos de mediano plazo se basan en un balance de riesgos en el 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). Comentaron que, por una parte, hay un 46% 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 (6.0% +/- 1 punto porcentual) y, por la otra, existe un 31% de probabilidad de que dicha tasa se encuentre dentro del margen de tolerancia de la meta de política para el cuarto trimestre de 2007 (5.0% +/- 1 punto porcentual). Al respecto, enfatizaron en el hecho de que cuanto más extenso es el horizonte de los pronósticos, los intervalos de confianza de los mismos tienden a ampliarse y, por ende, la incertidumbre también. Según señalaron los departamentos técnicos, 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 5.16%, 5.53% y 5.47% en el segundo, tercero y cuarto trimestres de 2006, respectivamente; y, de 5.19%, 4.66%, 4.12% y 3.52% 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 como insumo datos trimestralizados y desestacionalizados del Índice Primario Mensual de la Actividad Económica -IMAE-. También indicaron que, con base en dicho índice, la brecha del producto (es decir, la diferencia entre el producto observado y el producto potencial) se estima en 1.69% del producto potencial en el primer trimestre de 2006. El modelo pronostica que dicha brecha decrecerá gradualmente hasta prácticamente desvanecerse en el primer trimestre de 2008. Al combinar este pronóstico de comportamiento de la brecha del producto con las estimaciones de crecimiento potencial para los años 2006 a 2008 (4.40%, 4.95% y 5.30%, respectivamente), se obtienen los pronósticos de tasa de crecimiento del producto interno bruto para dichos años: 4.81%, 4.37% y 5.18%, respectivamente. Adicionalmente, los departamentos técnicos hicieron una presentación en la que se aborda el tema de la tasa de interés neutral dentro del contexto del MMS.

**SEXTO:** Discusión y definición de lineamientos de ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia.

a) Discusión

Los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, luego de haber expuesto los elementos que componen el balance de riesgos de inflación, los pronósticos de mediano y

largo plazo derivados del segundo corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural, así como el comportamiento de las variables indicativas de la política monetaria, 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 las expectativas inflacionarias de los agentes económicos 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 2006 y para 2007.

Con base en las presentaciones de los departamentos técnicos, en cuanto a la orientación de las variables indicativas, los resultados del segundo corrimiento del MMS y el balance de riesgos de inflación, el Comité fue de la opinión que los contenidos en dichas presentaciones reflejan de manera razonable la coyuntura actual de la política monetaria.

El Comité enfatizó el hecho de que en marzo y abril de 2006 se había revertido la tendencia a la desaceleración que el ritmo inflacionario había mostrado entre noviembre de 2005 y febrero de 2006. Asimismo, se hizo hincapié en el hecho de que se observa que los pronósticos del ritmo inflacionario total para finales de 2006 y de 2007, obtenidos de los modelos econométricos que se vienen utilizando, se ubican por encima de la meta de inflación, inclusive tomando en cuenta el margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual, lo cual aconseja adoptar medidas de restricción de las condiciones monetarias. Por otra parte, si bien los resultados de la encuesta de expectativas de inflación del panel de analistas privados realizada en abril mostró una reducción en el ritmo inflacionario proyectado tanto para 2006 como para 2007, se comentó, por una parte, que ambos pronósticos aún se ubicaban por encima de la meta de inflación establecida para dichos años y, por otra, que a la fecha de la encuesta no se conocían los resultados de inflación al mes de abril.

En el Comité hubo consenso de que también hay que tomar en cuenta los riesgos del entorno en que actualmente se desenvuelve la ejecución de la política monetaria. En cuanto a los riesgos asociados al entorno externo, un tema de discusión fue el escenario, especialmente preocupante, del precio internacional del petróleo, que tiende a ubicarse incluso por encima del escenario pesimista esperado a inicios de año. Se recordó que, a diferencia de las alzas de 2004 y 2005, el incremento actual es atribuible más a factores que afectan la oferta mundial de petróleo, lo que reduce el margen de maniobra del que disponen los países para adoptar políticas orientadas a restringir la demanda. Asimismo, se

reiteró que la política monetaria tiene un rol fundamental que desempeñar para aminorar los efectos “de segunda vuelta” derivados del alza en los precios de los combustibles y asociados tanto a las expectativas de los agentes económicos como a la manera en que tales expectativas puedan afectar la determinación de los costos y precios futuros en el mercado, razón por la cual es pertinente adoptar medidas oportunas que aplaquen las expectativas inflacionarias. Un miembro del Comité destacó el hecho de que si bien es cierto que el precio internacional del petróleo se estabilizó luego del alza importante en la tercera semana de abril (lo que podría hacer prever que el precio de los combustibles en Guatemala tienda a estabilizarse en las próximas semanas), también lo es que parte del impacto del alza referida ya se trasladó a los precios internos en el país, lo que confirma que es necesario seguir realizando esfuerzos para contener las expectativas inflacionarias mediante una restricción de las condiciones monetarias.

En cuanto a los riesgos del entorno interno, se señaló que aunque aún no se cuenta con estadísticas de frecuencia trimestral del Producto Interno Bruto y del empleo, algunos indicadores de demanda agregada como la expansión del crédito bancario al sector privado, el incremento en las exportaciones, el aumento en las importaciones, el crecimiento continuo del IMAE y los resultados del MMS en materia de brechas del producto, reflejan una expansión de la actividad económica real que puede calificarse de robusta y que, de no ir acompañada por un crecimiento similar de la capacidad productiva, podría traducirse eventualmente en presiones inflacionarias. Un miembro del Comité señaló que, en ese sentido, una labor esencial de la política monetaria es evitar situaciones de “sobrecalentamiento” de la economía y propiciar que el crecimiento real sea sostenible.

Otro tema de análisis fue el comportamiento del tipo de cambio nominal que, en contraste con las tres semanas previas, en la última semana mostró bastante estabilidad y mayor congruencia con su estacionalidad, lo que ha permitido que el Banco Central ya no haya efectuado compras en el mercado cambiario. Al respecto, un miembro del Comité indicó que las consideraciones de tipo cambiario en relación a un posible aumento de la tasa líder deben tomar en cuenta que la Reserva Federal de los Estados Unidos de América volvió a aumentar su tasa de interés objetivo, por lo que el diferencial de las tasas de interés respecto de la tasa de política en el citado país es cada vez mayor (a favor de las tasas estadounidenses) y con tendencia a seguir aumentando, por lo que un ajuste moderado en la tasa de interés doméstica no debe afectar significativamente el mercado cambiario. Otro

miembro del Comité indicó que un tema adicional del ámbito cambiario relevante de mencionar es la revisión de la regla de participación del Banco Central en el mercado, la cual según su opinión no permite suficiente flexibilidad en la determinación del precio de la divisa, indicando que sobre ese aspecto ya existe una propuesta planteada a la Junta Monetaria en el Informe de Política Monetaria a Marzo de 2006, que se encuentra en discusión.

En el contexto descrito, en el seno del Comité privó el análisis de que es justificable un incremento en la tasa de interés líder de la política monetaria, teniendo en cuenta, por una parte, que la política monetaria debe actuar oportunamente con el propósito de moderar las expectativas inflacionarias, a fin de aminorar los efectos “de segunda vuelta” asociados a la inflación importada y, por la otra, debe actuar con una visión de mediano plazo a fin de asegurar que el crecimiento económico robusto sea sostenible en el mediano plazo, lo cual requiere de un ambiente de estabilidad macroeconómica. Además, se mencionó que un ajuste moderado a la tasa de interés líder en esta ocasión, además de que podría ser algo que ya se esté esperando en el mercado, tiene la conveniencia de evitar que en el futuro deban adoptarse ajustes menos graduales para lograr los mismos propósitos. En ese sentido, hubo consenso en que el aumento de la tasa de interés líder debe ser moderado (25 puntos básicos), para no generar volatilidad en las tasas de interés de corto plazo en el mercado de dinero.

Al igual que el mes anterior, en el Comité también se analizaron los posibles impactos de un alza en la tasa de interés líder, reiterándose el criterio de que, dado que la actividad económica nacional parece estar creciendo de manera robusta, un ajuste pequeño en la tasa de interés líder difícilmente afectaría el ritmo de crecimiento en el corto plazo, y posiblemente lo favorecería en el largo plazo; en todo caso, si se produjera algún efecto en el crecimiento, éste sería muy pequeño (según lo confirma el Modelo Macroeconómico Semiestructural) y sería más que compensado por la reducción en el riesgo de inflación o de desequilibrios externos, financieros o cambiarios futuros. En este sentido, un ajuste oportuno de la tasa de interés líder puede tener efectos positivos en materia de certeza y, por lo tanto, favorecer el crecimiento económico en el mediano plazo.

Por último, los miembros del Comité reiteraron lo manifestado en ocasiones anteriores, en el sentido de que así como se puede elevar la tasa de interés líder cuando

prevalecen circunstancias como las actuales, también se debería reducir dicha tasa cuando tales circunstancias muestren el comportamiento inverso.

- b) Definición de lineamientos de ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia.

Con base en lo discutido, el Comité de Ejecución acordó para la semana del 22 al 26 de mayo de 2006, continuar con 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 4.50%, en tanto que, las posturas de oferta de liquidez a 7 días plazo, a una tasa de interés 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 convocar a licitación de depósitos a plazo el lunes 22 de mayo a los plazos de 91 días y 364 días, con un cupo de captación de Q25.0 millones y Q60.0 millones, respectivamente. Las tasas de interés serán determinadas de acuerdo con las condiciones del mercado, reflejadas en las posturas que se reciban.

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 la tasa 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 conoce la regla de participación en dicho mercado, que se sometió a la consideración de la Junta Monetaria en el Informe de Política Monetaria a Marzo de 2006, se continúe participando por medio del Sistema Electrónico de Negociación de Divisas, mediante la regla de participación establecida para el efecto.

**SEPTIMO:** Otros Asuntos.

No habiendo otro asunto que tratar, la sesión finalizó a las diecisiete horas con veinticinco minutos, en el mismo lugar y fecha al inicio indicados, firmando de conformidad las personas que asistieron.