

COMITÉ DE EJECUCIÓN

ACTA NÚMERO 34-2006

Sesión 34-2006 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 dieciocho de agosto 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 33-2006, correspondiente a la sesión celebrada el 11 de agosto de 2006.
Circuló: proyecto de acta número 33-2006.

SEGUNDO: Información de los mercados y variables monetarias.

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

TERCERO: Balance de riesgos de inflación.

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

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

- a) Discusión
- b) Determinación de cupos para licitación de depósitos a plazo
- c) Definición de lineamientos

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 33-2006.

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 14 al 18 de agosto de 2006, con cifras parciales a esta última fecha, se registraron captaciones de depósitos a plazo -CDPs- por Q1,853.1 millones y vencimientos por Q1,605.3 millones, lo que dio como resultado captaciones netas por Q247.8 millones, asociadas a las operaciones realizadas en licitación (vencimientos netos por Q34.7 millones), en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores (captaciones netas por Q299.0 millones) y en ventanilla (vencimientos netos por Q16.5 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante el período del 14 al 18 de agosto de 2006, para el caso de licitaciones, la tasa de interés de corte fue de 5.4999% para 182 días y de 6.1999% 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 la política monetaria de 5.00%.

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 14 al 18 de agosto de 2006, con cifras parciales a esta última fecha, la mínima fue de 5.08%, observada el 14 y 16 de agosto de 2006, y la máxima de 5.19%, registrada el 17 de agosto 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 5.12% para los títulos públicos y de 6.24% para los títulos del sector financiero.

Por otra parte, informó que durante el período del 14 al 18 de agosto de 2006, en relación a las operaciones con bonos del tesoro se registraron colocaciones por Q100.0 millones y vencimientos por Q0.1 millones y US\$0.1 millones.

b) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 11 al 17 de agosto de 2006, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$78.5 millones y el de venta fue de US\$81.2 millones y que los tipos de cambio en el referido período se mantuvieron estables. En efecto, el viernes 11 de agosto fueron de Q7.56850 por US\$1.00 para la compra y de Q7.58274 por US\$1.00 para la venta, el lunes 14 de agosto fueron de Q7.56719 y Q7.58301, el miércoles 16 de agosto fueron de Q7.56477 y Q7.58143 y, finalmente el jueves 17 de agosto fueron de Q7.56738 y Q7.58051.

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 14 al 18 de agosto 2006, comentó que en el Sistema Privado Institucional de Divisas -SPID-, únicamente se realizaron operaciones el viernes 18 de agosto por US\$0.2 millones, a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.57800 por US\$1.00. En lo que respecta al Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI-, expuso que durante el período, el Banco de Guatemala efectuó las compras siguientes: el lunes 14 de agosto por US\$6.0 millones, a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.57900 por US\$1.00, el miércoles 16 de agosto por US\$1.0 millones, a Q7.57800 y, el jueves 17 de agosto por US\$3.0 millones, a Q7.57800, 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 14 al 18 de agosto de 2006, no se cerraron operaciones. En cuanto al precio de cierre, de referencia, al viernes 18 de agosto, indicó que para los vencimientos a liquidarse en diciembre de 2006 fue de Q7.61000.

c) El Director del Departamento de Estudios Económicos informó que el 17 de agosto de 2006, el encaje diario del sistema bancario se ubicó en una posición de Q44.3 millones, con una posición promedio de Q381.0 millones.

Destacó que en el período del 10 al 17 de agosto de 2006, los principales factores desmonetizantes de la emisión monetaria fueron el incremento en el saldo de los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala por Q456.3 millones y de los depósitos del resto del sector público en el Banco Central por Q114.7 millones; mientras que los principales factores monetizantes fueron la disminución en el saldo del encaje bancario por Q389.6 millones y de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q122.4 millones; y, el incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q52.8 millones. En relación a los principales factores monetizantes de la Base Monetaria Amplia informó que éstos fueron la disminución en el saldo de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q122.4 millones y de los depósitos a plazo mayores a 91 días constituidos en el Banco de Guatemala por Q37.5 millones; y, el incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q52.8 millones; mientras que los principales factores desmonetizantes fueron el incremento en el saldo de los depósitos del resto del sector público en el Banco Central

por Q114.7 millones y del encaje bancario en moneda extranjera por el equivalente a Q35.3 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia indicó que, con la proyección a julio de 2006, para diciembre de 2006 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 6.85% y con un modelo de suavizamiento exponencial de 7.38%; el promedio simple de ambos modelos se sitúa en 7.12%, 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 7.71% y con un modelo de suavizamiento exponencial de 6.48%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 7.10%, el cual se encuentra por encima del margen de tolerancia 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 diciembre de 2006, con datos a julio de 2006, estimada con un modelo autoregresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 6.44%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 6.65%; el promedio simple de ambos modelos es de 6.55%, el cual se ubica por encima del valor puntual de la meta de inflación y dentro del margen de tolerancia de la meta de política (6.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere que la política monetaria sea moderadamente restrictiva; y, para diciembre de 2007 la inflación subyacente estimada con un modelo autoregresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 6.90%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 6.05%; el promedio simple de ambos modelos es de 6.48%, el cual se ubica por encima del margen de tolerancia 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 10 de agosto de 2006, el límite inferior fue de 3.09%, en tanto que el límite superior se ubicó en 7.04%; mientras que el promedio simple resultante entre la tasa de interés de reportos de 8 a 15 días (5.25%) y la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria de hasta 91 días (5.00%) se situó en 5.13%, 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 10 de agosto

de 2006, el límite inferior fue de 6.61% y el límite superior de 8.19%, en tanto que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 7.08%, la cual se ubica dentro del margen de fluctuación de la tasa pasiva de paridad, lo que aconseja mantener invariable la política monetaria.

En cuanto a la liquidez primaria indicó que la emisión monetaria observada al 17 de agosto de 2006, presenta una desviación de Q570.9 millones respecto del límite superior del corredor programado para dicha variable, lo que estaría indicando que existe espacio para restringir la política monetaria, en tanto que el comportamiento de la base monetaria amplia, a la misma fecha, se encuentra dentro del corredor programado, lo que sugiere una política monetaria invariable. La orientación ponderada de las desviaciones para la presente semana por Q285.4 millones estaría indicando restringir la política monetaria.

En cuanto a los medios de pago totales, el crecimiento interanual observado al 10 de agosto de 2006 ascendió a 17.6%, el cual se ubica dentro del margen de tolerancia estimado para dicha variable (16.3% a 18.3%), lo que sugiere una política monetaria invariable; en tanto que la estimación econométrica de los medios de pago para finales de 2006 es de 17.6%, la cual se ubica por arriba del límite superior del rango estimado para diciembre de 2006 (13.0% a 15.0%), lo que estaría sugiriendo restringir la política monetaria. La orientación promedio de las desviaciones de 1.30%, sugiere por lo tanto, restringir la política monetaria. Asimismo, a la fecha indicada, la variación interanual del crédito bancario al sector privado registró un crecimiento de 26.8%, el cual se ubica por arriba del límite superior del rango estimado para el 10 de agosto de 2006 (22.4% a 24.4%), lo que sugiere una política monetaria restrictiva; por su parte, la estimación econométrica para finales de 2006 del crédito bancario al sector privado es de 26.5%, la cual se ubica por arriba del límite superior del rango estimado (16.0% a 18.0%), lo que sugiere restringir la política monetaria. La orientación promedio de las desviaciones para la presente semana es de 5.45%, sugiere por lo tanto, restringir la política monetaria.

Con relación a las expectativas de inflación del panel de analistas privados, indicó que, según la encuesta realizada en julio de 2006, para diciembre de 2006 se espera un ritmo inflacionario de 7.40%, el cual se encuentra por arriba del margen de tolerancia 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 7.07%, la cual también se encuentra por encima del referido margen de tolerancia 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, con datos a julio de 2006, muestra un ritmo inflacionario de 5.90%, el cual se ubica levemente por debajo del valor puntual de la meta de política y dentro del margen de tolerancia de la meta de política monetaria para 2006 (6.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria moderadamente relajada.

Mencionó que el Índice de Condiciones Monetarias -ICM-, al 10 de agosto de 2006, fue de -2.68 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.

Con relación al Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- utilizado en agosto para pronosticar el ritmo de inflación total, proyecta para diciembre de 2006 un ritmo inflacionario de 6.73%, condicionado a ajustes graduales en la tasa de interés líder de la política monetaria hasta situarse a fin de año en 5.42%, lo que sugiere restringir la política monetaria. Asimismo, el pronóstico de dicho modelo para un horizonte de mediano plazo, proyecta para diciembre de 2007 un ritmo inflacionario de 5.78%, condicionado a ajustes graduales en la tasa de interés líder de la política monetaria hasta situarse a fin de dicho año en 4.08%, lo que estaría sugiriendo restringir la política monetaria.

Para concluir, respecto de la orientación de las variables indicativas, manifestó que con relación a la semana anterior, dicha orientación permaneció sin cambios. De acuerdo al peso relativo asignado a las variables indicativas por los miembros de la Junta Monetaria, indicó que el 64.23% de las mismas aconseja una orientación de política monetaria restrictiva; el 2.87% aconseja una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva; el 24.23% sugiere una orientación de política monetaria invariable; y, el 8.67% aconseja una orientación de política monetaria moderadamente relajada.

Finalmente, indicó que con relación al comportamiento del tipo de cambio nominal, el límite inferior del corredor esperado para la semana del 14 al 18 de agosto de 2006 era de Q7.617 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 14 y el 16 de agosto) era de Q7.574 por US\$1.00, con lo que el valor observado del tipo de cambio nominal se ubicó por debajo del referido límite.

d) El Comité tomó nota que los factores monetizantes y desmonetizantes previstos para la semana del 18 al 24 de agosto de 2006 indican un aumento en la creación de liquidez primaria por Q2,476.0 millones, debido fundamentalmente a vencimientos de CDPs y al uso de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala. Así también, se prevé una disminución en la demanda de emisión monetaria por Q77.9 millones y una posición diaria negativa de liquidez bancaria de Q115.0 millones. Asimismo, que la emisión monetaria se encuentra desviada en Q753.5 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 Q3,192.3 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 (Q2,116.8 millones, según registros al 17 de agosto de 2006) tengan que recolocarse; y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q1,075.5 millones.

TERCERO: 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 23 de agosto 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 tal efecto, los departamentos técnicos 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, de acuerdo a la agencia de noticias *Bloomberg*, con información al 17 de agosto, el precio a futuro del petróleo para diciembre de 2006, se ubicó en US\$73.41 por barril, registrando una disminución de US\$3.03 respecto al precio observado el 21 de julio de 2006 (fecha en que se analizó el balance de riesgos del mes anterior). Se indicó que, de acuerdo a la referida agencia de noticias, la disminución en el precio internacional del petróleo esta asociada, principalmente, al temor de que se registre una reducción en el tráfico aéreo, como consecuencia de las nuevas medidas de seguridad en los principales aeropuertos internacionales, así como al hecho de que la demanda de combustible en Estados Unidos de América ha empezado a registrar una reducción, originada por la finalización de la estación de verano y por la desaceleración del crecimiento económico. Se mencionó que persisten los conflictos geopolíticos que se han detallado en informes anteriores (la crisis

internacional del programa nuclear iraní; el conflicto político interno en Nigeria; y, la alarma internacional por el lanzamiento de misiles de prueba de largo alcance por parte de Corea del Norte al Mar del Japón), los cuales, añadidos al hecho de que la brecha entre la oferta y la demanda mundial de petróleo continúa siendo mínima, han provocado que el precio internacional del crudo se mantenga en niveles altos.

Adicionalmente, se mencionó que, con base en la última información disponible, el precio de las gasolinas en Guatemala registra un aumento; sin embargo, derivado de que el precio de las gasolinas en Guatemala está correlacionado con el comportamiento observado en el precio de las gasolinas en los Estados Unidos de América, y en la última semana el precio de las gasolinas en el citado país registró una leve disminución, se espera que en las próximas semanas, como se ha observado en otros episodios, dicha reducción se traslade a los precios internos de los combustibles.

Se indicó que el índice compuesto de la inflación de los principales socios comerciales de Guatemala continúa siendo relativamente elevado, ubicándose en alrededor de 4.3% (4.02% estimado para finales de 2006). Cabe indicar que, en el caso particular de los Estados Unidos de América, el ritmo inflacionario en julio se ubicó en 4.15%, superior en 0.98 puntos porcentuales al ritmo inflacionario observado en el mismo mes de 2005 (3.17%); dado que dicho país tiene el mayor peso relativo dentro del referido índice, se considera que por esta vía los riesgos de inflación importada siguen presentes.

Se hizo referencia a que según la encuesta realizada recientemente por *Bloomberg*, existe una probabilidad de 90.0% de que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal mantenga invariable la tasa de interés objetivo de fondos federales en su próxima reunión del 20 de septiembre de 2006.

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 Q2,316.0 millones y Q482.0 millones, respectivamente.

Se indicó que en la ejecución de las finanzas públicas al 31 de julio de 2006 se observó un déficit de Q592.2 millones, equivalente a 0.2% del PIB (déficit de Q139.6 millones al 31 de julio de 2005, equivalente a 0.1% del PIB).

En lo que corresponde a la inflación, se enfatizó que del 7.04% del ritmo inflacionario observado en julio, 2.79 puntos porcentuales se atribuyen a la inflación importada, asociados al efecto del incremento en el precio internacional del petróleo, por lo que 4.25 puntos porcentuales corresponden a la inflación doméstica. Se indicó que al analizar la evolución de la inflación a lo largo del año, la inflación doméstica ha mostrado una tendencia a la baja. Por su parte, la inflación importada fue mayor a la observada el mes anterior, particularmente la inflación importada indirecta, que aumentó 0.12 puntos porcentuales. No obstante, se indicó que ésta última todavía muestra un nivel de 2.18 puntos porcentuales, los cuales, a diferencia de la inflación importada directa, sí pueden ser moderados mediante medidas de política monetaria.

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 13 de julio (última fecha en que el Comité analizó el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria), la variable “expectativas implícitas de inflación” pasó de sugerir una política monetaria moderadamente restrictiva a aconsejar que la misma sea moderadamente relajada, con lo que, de acuerdo al peso relativo asignado a las variables indicativas por los miembros de la Junta Monetaria, se informó que el 64.23% de las mismas aconsejan una orientación de política monetaria restrictiva (63.72% el mes anterior); el 2.87% sugiere una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (12.05% el mes anterior); el 24.23% sugiere una orientación de política monetaria invariable (igual porcentaje que el mes anterior); y, un 8.67% aconsejan una orientación de política monetaria moderadamente relajada (el mes anterior ninguna variable aconsejaba dicha orientación).

Por último, las proyecciones econométricas de la inflación para 2006, elaboradas por los cuerpos técnicos, utilizando datos observados a julio de 2006, estiman que el ritmo inflacionario total para diciembre de 2006 se ubicará por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación (6.0% +/- 1 punto porcentual). Por su parte, la estimación del ritmo inflacionario subyacente para diciembre de 2006 se ubica dentro del margen de tolerancia de la citada meta. No obstante, al considerar una interpretación más estricta de la meta de inflación; es decir, al tomar el valor puntual de 6.0%, indicaría que ambas proyecciones se ubicarían por encima del citado valor, lo que, en el contexto de un esquema de metas explícitas de inflación puede interpretarse como una señal hacia la restricción de las condiciones monetarias. 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), se indicó que ambos pronósticos están por encima de la referida meta, inclusive tomando en cuenta el margen de tolerancia. Por otra parte, también se mencionó que las expectativas de inflación del panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en julio, indican que el mencionado panel continúa proyectando un ritmo inflacionario para finales de 2006 y 2007 por encima de la meta de inflación, aunque en menor magnitud que la encuesta realizada en junio.

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

Los departamentos técnicos del Banco de Guatemala presentaron al Comité los pronósticos del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, haciendo referencia a los cambios en el pronóstico de la tasa de inflación interanual para diciembre de 2007. El valor de dicho pronóstico que había generado el MMS en el segundo trimestre de 2006 fue de 5.13%; en tanto que el nuevo pronóstico de dicha variable, en el tercer trimestre de 2006, es de 5.78%. El incremento en el valor pronosticado (0.65 puntos porcentuales) es explicado por cambios en los valores recientemente observados o pronosticados de las variables siguientes: precio del diesel (explica el 33.3% del cambio), tipo de cambio (27.5%), inflación (22.2%), tasa de interés líder (10.6%), tasa de interés de Estados Unidos de América (5.3%), brecha del producto de demanda doméstica (1.3%), tasa de interés activa bancaria (0.5%), brecha del producto de demanda externa (0.1%), Producto Interno Bruto -PIB- de los Estados Unidos de América (0.1%), cambios en la especificación y la calibración del modelo (0%) e inflación de Estados Unidos de América (-0.8%).

En relación a los pronósticos de mediano plazo generados por el MMS, los cuerpos técnicos indicaron que el corrimiento del modelo correspondiente al tercer trimestre de 2006 hace prever una tasa de variación interanual del Índice de Precios al Consumidor -IPC- de 6.73% en el cuarto trimestre de 2006 y de 5.78% en el cuarto trimestre de 2007, pronósticos que son condicionales a la trayectoria proyectada de la tasa de interés líder de política monetaria.

Por otra parte, indicaron que los referidos pronósticos de mediano plazo se basan en una estimación de riesgos en la que la probabilidad de que la inflación sea mayor que los

pronósticos modales (es decir, de aquellos valores con mayor probabilidad de ocurrencia) es de 54.0% para el cuarto trimestre de 2006 y de 56.0% para el cuarto trimestre de 2007. Asimismo, comentaron, por una parte, que hay un 56.8% 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, que hay un 31.0% de probabilidad de que dicha tasa se encuentre dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación para el cuarto trimestre de 2007 (5.0% +/- 1 punto porcentual). Al respecto, hicieron énfasis 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, también la incertidumbre.

Según los departamentos técnicos, la trayectoria de la tasa de interés líder de la 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 5.09% y 5.42% para el tercero y el cuarto trimestres de 2006, respectivamente; y, de 5.51%, 5.22%, 4.70% y 4.08% para cada uno de los 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. 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 2.14% del producto potencial en el segundo trimestre de 2006. El modelo pronostica que dicha brecha decrecerá gradualmente hasta desvanecerse prácticamente en el cuarto trimestre de 2008. Al combinar este pronóstico de comportamiento de la brecha del producto con las estimaciones de crecimiento potencial para 2006 y 2007 (4.00% y 4.18%, respectivamente), se obtienen los pronósticos de tasa de crecimiento del producto interno bruto para dichos años, de 4.32% y 3.31%, respectivamente.

Un miembro del Comité indicó que es necesario incluir, dentro la presentación de los pronósticos del MMS que se lleve a la Junta Monetaria, el pronóstico del comportamiento de la brecha del tipo de cambio real que arroja el referido modelo, pues un miembro de dicha Junta había manifestado interés en conocer el pronóstico del modelo en relación con esa variable.

QUINTO: 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 plazos derivados del tercer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, 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 tercer corrimiento del MMS y el balance de riesgos de inflación, el Comité deliberó acerca del contenido de dichas presentaciones a fin de trasladar a la Junta Monetaria algunos elementos de análisis y opiniones que pudieran ser de utilidad para la toma de decisión en materia de tasa de interés líder, prevista para el miércoles 23 de los corrientes.

En cuanto al comportamiento de la inflación a julio de 2006, el Comité enfatizó que por segundo mes consecutivo se registró una tendencia decreciente en el ritmo inflacionario total; sin embargo, éste todavía se encuentra por encima de la meta de inflación (incluso tomando en cuenta el margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual), lo cual, considerando que restan cuatro meses para que finalice el año, hace que esta variable (individualmente considerada) aconseje adoptar medidas oportunas de restricción monetaria. En lo que corresponde a la descomposición del ritmo inflacionario, en inflación importada y doméstica, en el Comité se destacó que en julio de 2006 la inflación doméstica (4.25 puntos porcentuales) se redujo considerablemente con respecto a la observada tanto en el mes anterior (4.86 puntos porcentuales), como en diciembre de 2005 (6.36 puntos porcentuales). Por su parte, de los 2.79 puntos porcentuales que corresponden a la inflación importada, 2.18 puntos porcentuales son atribuibles a efectos de segunda vuelta, los cuales,

a diferencia de la inflación importada de primera vuelta, sí pueden ser moderados mediante medidas de restricción monetaria.

En el Comité se hizo énfasis en que en un esquema de metas explícitas de inflación cobra relevancia el análisis prospectivo (*forward looking*), a efecto que la adopción de medidas de política monetaria se realice de forma oportuna. En este sentido se indicó que, al incorporar los datos de inflación de julio, se observa que los pronósticos del ritmo inflacionario total para finales de 2006 y de 2007, obtenidos mediante los modelos econométricos que se vienen utilizando, continúa ubicándose por encima del límite superior de la meta establecida (6.0% +/- 1 punto porcentual), lo cual también aconseja adoptar medidas de restricción de las condiciones monetarias. Por otra parte, se mencionó que los resultados de la encuesta de expectativas de inflación del panel de analistas privados realizada en julio, aunque aún se ubicaban por encima de la meta de inflación establecida para 2006 y para 2007, muestran un descenso en el ritmo inflacionario proyectado para dichos años.

El Comité también analizó 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 del precio internacional del petróleo, que tiende a ubicarse incluso por encima del escenario pesimista esperado a inicios de año. Se recordó que, aunque los efectos directos sobre la inflación derivados de este fenómeno son un factor evidentemente exógeno a la política monetaria, ésta tiene un rol primordial que desempeñar para aminorar los efectos indirectos derivados del alza en los precios de los combustibles, así como de los efectos 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, aspecto que sugiere la pertinencia de adoptar medidas oportunas que moderen tales expectativas inflacionarias.

Un miembro del Comité destacó el hecho de que, si bien el nivel actual del precio internacional del petróleo continúa siendo elevado, el mismo se ha estabilizado luego del alza récord registrada a mediados de julio de 2006, y que incluso recientemente se ha comenzado a registrar una tendencia decreciente asociada al temor de que se registre una disminución en el tráfico aéreo, debido a nuevas medidas de seguridad en los principales aeropuertos internacionales y a que la demanda de combustibles en los Estados Unidos de América se ha empezado a contener, dado que se acerca la finalización de la estación de

verano. Adicionalmente, indicó que el precio de las gasolinas en los Estados Unidos de América ha empezado a reducirse, comportamiento que, dada la correlación entre el precio de los combustibles en dicho país y el del mercado guatemalteco, podría reflejarse en una reducción en los precios internos de los combustibles en las próximas semanas.

En cuanto a los riesgos del entorno interno, se señaló que el comportamiento hacia la apreciación del tipo de cambio nominal que se ha observado en las últimas semanas podría ser un factor que aconseje no realizar un ajuste en la tasa de interés líder de la política monetaria, sobre la base de que una apreciación cambiaria podría tener efectos sobre la demanda agregada similares a los de un alza en la tasa de interés interna, aunado al hecho de que la Reserva Federal de los Estados Unidos de América mantuvo invariable en 5.25% su tasa de interés objetivo en su última reunión realizada el 8 de agosto de 2006, lo cual mantiene invariables los diferenciales de tasas de interés y, por lo tanto, no augura cambios en la dirección de los flujos de capital en la coyuntura actual.

Otro miembro del Comité indicó que un tema relevante de mencionar es la actual regla de participación del Banco Central en el mercado cambiario, la cual, según su opinión, no permite suficiente flexibilidad en la determinación del tipo de cambio nominal. En efecto, argumentó que la poca flexibilidad en la especificación actual de la citada regla podría haber inducido a que la apreciación registrada por el tipo de cambio nominal, en lo que va del año, haya sido menor a la que se habría producido con una menor intervención del Banco Central y, por lo tanto, pudo haber impedido una reducción más rápida del ritmo inflacionario, tal como lo describe el comportamiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural. Otros miembros del Comité coincidieron en señalar que, en efecto, el referido modelo está construido de tal manera que un comportamiento hacia la apreciación del tipo de cambio tiene efectos similares sobre la inflación a los que se derivaren de un alza en la tasa de interés líder, aspecto que llama a reflexionar con profundidad sobre la conveniencia de flexibilizar la regla cambiaria vigente.

En el contexto descrito, en el seno del Comité privó el análisis de que, tanto el balance de riesgos de inflación, como el Modelo Macroeconómico Semiestructural y la orientación de las variables indicativas, continúan inclinándose hacia la conveniencia de restringir la política monetaria para converger a la meta de inflación en 2007. Ello implica que, a menos que ocurriesen eventos extremadamente positivos que hiciesen modificar la trayectoria de las variables y elementos indicados, será necesario en el futuro cercano que

se incremente la tasa de interés líder de la política monetaria, teniendo en cuenta, por una parte, que la política monetaria tiene un rol que desempeñar para moderar las expectativas inflacionarias asociadas a los efectos “de segunda vuelta” derivados de la inflación importada y, por la otra, que dicha política actúa con rezago sobre la inflación, por lo que la misma debe incorporar una visión prospectiva (*forward looking*) a fin de asegurar que el incremento previsto en el crecimiento económico sea sostenible en el tiempo, lo cual requiere de un ambiente de estabilidad macroeconómica.

No obstante lo anterior, ciertos factores de análisis entre los que destacan la moderación reciente, tanto de la inflación observada y de las expectativas inflacionarias del panel de analistas privados, como de los precios internacionales de los combustibles, así como las tendencias registradas en el mercado cambiario, configuran un escenario en el que resulta razonable aguardar por nuevos datos que permitan confirmar (o descartar) que la referida moderación sea sostenible. Por lo tanto, el Comité es de la opinión de que, en este momento, puede ser razonable una pausa en los incrementos en la tasa de interés líder de la política monetaria, dado que la prudencia aconseja tener mayor información para tomar una decisión apropiada y oportuna. En el Comité se destacó que dicha pausa es congruente con lo que sugiere el Modelo Macroeconómico Semiestructural, en cuanto a que para lograr que el ritmo inflacionario se ubique dentro de las metas (pronosticando un 6.73% para 2006 y 5.78% para 2007), la tasa de interés líder de la política monetaria podría ubicarse en un promedio de 5.09% en el tercer trimestre de 2006, antes de elevarse en el cuarto trimestre de 2006 (5.42%) y en el primero de 2007 (5.51%), para posteriormente volver a reducirse en los trimestres subsiguientes.

b) 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, el lineamiento de mantener limitado el monto de los cupos y el número de licitaciones semanales. Con esa base, el Comité acordó que el cupo de captación para los plazos de 182 días y 364 días se estableciera en Q15.0 millones y Q35.0 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 21 al 25 de agosto de 2006, no es necesario convocar a licitación de CDPs en la moneda citada.

c) 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 21 al 25 de agosto 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 la tasa de interés líder de la política monetaria, 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 convenido 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 21 de agosto a los plazos de 182 días y 364 días, con un cupo de captación de Q15.0 millones y Q35.0 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 tasa promedio ponderado de la licitación correspondiente menos un punto porcentual.

El Comité acordó no convocar a licitación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América -DPs en US\$-.

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 de 91 días, 182 días y 364 días y para la tasa de interés a aplicar se tomará como referencia la tasa de interés para 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 se continúe participando por medio del Sistema Electrónico de Negociación de Divisas, con una postura inicial de US\$10.0 millones a un precio igual al de la última compra del Banco de Guatemala y conforme a las demás disposiciones de la regla de participación establecida para el efecto.

SEXTO: Otros Asuntos.

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