

COMITÉ DE EJECUCIÓN

ACTA NÚMERO 43-2006

Sesión 43-2006 celebrada en el edificio del Banco de Guatemala ubicado en la séptima avenida número veintidós guión cero uno, zona uno de esta ciudad, el jueves 19 de octubre de dos mil seis, a partir de las siete horas con cincuenta minutos.

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

PRIMERO: Conocimiento del proyecto de acta número 42-2006, correspondiente a la sesión celebrada el 13 de octubre de 2006.

Circuló: proyecto de acta número 42-2006.

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: Modelo Macroeconómico Semiestructural: Reporte Mensual de Riesgos de Inflación.

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: La Coordinadora puso a consideración el proyecto de acta correspondiente.

No habiendo observaciones, el Comité aprobó el Acta Número 42-2006.

SEGUNDO: Información de los mercados y variables monetarias.

La Coordinadora solicitó que se proporcionara la información correspondiente.

a) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, con relación al Mercado de Dinero, informó que durante el período del 16 al 18 de octubre de 2006, se registraron captaciones de depósitos a plazo -CDPs- por Q1,554.7 millones y vencimientos por Q1,958.4 millones, lo que dio como resultado vencimientos netos por Q403.7 millones, asociados a las operaciones realizadas en licitación (vencimientos netos por Q39.5 millones), en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores (vencimientos netos por Q349.0 millones) y en ventanilla (vencimientos netos por Q15.2 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante el período del 16 al 18 de octubre de 2006, para el caso de licitaciones, la tasa de interés de corte fue de 6.1774% 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 16 al 18 de octubre de 2006, la mínima fue de 5.10%, observada el 17 de octubre de 2006, y la máxima de 5.25%, registrada el 18 de octubre 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 5.19% para los títulos públicos y de 6.35% para los títulos del sector financiero.

Por otra parte, informó que durante el período del 16 al 19 de octubre de 2006, con relación a las operaciones con bonos del tesoro únicamente se registraron colocaciones por Q245.0 millones.

b) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 13 al 17 de octubre de 2006, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$91.9 millones y el de venta fue de US\$91.2 millones y que los tipos de cambio en el referido período mostraron una leve tendencia hacia la baja. En efecto, el viernes 13 de octubre fueron de Q7.61031 por US\$1.00 para la compra y de Q7.63105 por US\$1.00 para la venta, el lunes 16 de octubre fueron de Q7.60768 y Q7.62566 y, finalmente el martes 17 de octubre fueron de Q7.60634 y Q7.61812.

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 16 al 18 de octubre de 2006, comentó que en el Sistema Privado Institucional de Divisas -SPID-, no se realizaron operaciones. En lo que respecta al Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI-, expuso que durante el período, no se cerraron operaciones y que únicamente el Banco de Guatemala ingresó, diariamente, una postura de compra por US\$10.0 millones, con los precios siguientes: el 13 de octubre de Q7.58930, el 16 de octubre de Q7.58596, el 17 de octubre de 7.58348; y, el 18 de octubre, de Q7.58263 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 16 al 18 de octubre de 2006, no se cerraron operaciones. En cuanto al precio de cierre, de referencia, al miércoles 18 de octubre, indicó que para los vencimientos a liquidarse en diciembre de 2006 fue de Q7.65000.

c) El Director del Departamento de Estudios Económicos informó que el 17 de octubre de 2006, el encaje diario del sistema bancario se ubicó en una posición de Q315.8 millones, con una posición promedio de Q325.5 millones.

Destacó que en el período del 11 al 17 de octubre de 2006, los principales factores desmonetizantes de la emisión monetaria fueron el incremento en el saldo del encaje bancario por Q310.5 millones, la disminución en el saldo de las Reservas Monetarias Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q252.0 millones y el incremento en el saldo de los depósitos del resto del sector público en el Banco de Guatemala por Q110.7 millones; mientras que el principal factor monetizante fue la disminución en el saldo de los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala por Q519.6 millones. En relación a los principales factores monetizantes de la Base Monetaria Amplia informó que éstos fueron las disminuciones en los saldos de los depósitos a plazo mayores a 91 días constituidos en el Banco de Guatemala por Q259.6 millones y del encaje bancario en moneda extranjera por el equivalente a Q250.9 millones; mientras que los principales factores monetizantes fueron la disminución en el saldo de las Reservas Internacionales Netas por el equivalente a Q252.0 millones y el incremento del saldo de los depósitos del resto del sector Público en el Banco Central por Q110.7 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia indicó que, con la proyección a septiembre de 2006, para diciembre de 2006 la

inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 5.86% y con un modelo de suavizamiento exponencial de 5.26%; el promedio simple de ambos modelos se sitúa en 5.56%, el cual se ubica por debajo del valor puntual de la meta de política y dentro del margen de tolerancia de la misma (6.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria moderadamente relajada; y, para diciembre de 2007 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 4.33% y con un modelo de suavizamiento exponencial de 5.41%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 4.87%, el cual se encuentra por debajo del valor puntual de la meta de política y dentro del margen de tolerancia de la misma (5.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria moderadamente relajada.

Con relación a la inflación subyacente esperada para diciembre de 2006, con datos a septiembre de 2006, estimada con un modelo autoregresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 5.42%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 5.57%; el promedio simple de ambos modelos es de 5.50%, el cual se ubica por debajo 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 relajada; y, para diciembre de 2007 la inflación subyacente estimada con un modelo autoregresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 5.71%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 5.60%; el promedio simple de ambos modelos es de 5.66%, 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 (5.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere que la política monetaria sea moderadamente restrictiva.

Con respecto a la tasa parámetro, informó que al 12 de octubre de 2006, el límite inferior fue de 1.52%, en tanto que el límite superior se ubicó en 5.47%; mientras que el promedio simple resultante entre la tasa de interés de reportos de 8 a 15 días (5.22%) y la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria de hasta 91 días (5.00%) se situó en 5.11%, 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 12 de octubre de 2006, el límite inferior fue de 6.20% y el límite superior de 7.78%, en tanto que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 7.09%, 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 octubre de 2006, presenta una desviación de Q471.5 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 para dicha variable, lo que sugiere una política monetaria invariable. La orientación ponderada de las desviaciones para la presente semana por Q235.8 millones estaría indicando restringir la política monetaria.

En cuanto a los medios de pago totales, el crecimiento interanual observado al 12 de octubre de 2006 ascendió a 17.8%, el cual se ubica dentro del margen de tolerancia estimado para dicha variable (16.4% a 18.4%), lo que sugiere una política monetaria invariable; en tanto que la estimación econométrica de los medios de pago para finales de 2006 es de 19.6%, 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 2.3%, 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 29.1%, el cual se ubica por encima del límite superior del corredor estimado para el 12 de octubre de 2006 (22.6% a 24.6%), 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 26.7%, 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 6.60%, 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 septiembre de 2006, para diciembre de 2006 se espera un ritmo inflacionario de 7.20%, 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 7.28%, 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 septiembre de 2006, muestra un ritmo inflacionario de 6.07%, el cual se ubica levemente por arriba 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 restrictiva.

Mencionó que el Índice de Condiciones Monetarias -ICM-, al 12 de octubre de 2006, fue de -2.99 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, permanecieron sin cambios y de acuerdo al peso relativo asignado a las variables indicativas por los miembros de la Junta Monetaria, se informó que el 44.40% de las mismas aconseja una orientación de política monetaria restrictiva; el 18.51% aconseja una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva; el 24.23% sugiere una orientación de política monetaria invariable; y, el 12.86% 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 16 al 20 de octubre era de Q7.727 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 16 y el 17 de octubre) era de Q7.614 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 en el Flujo Diario Estimado de Monetización para la semana del 23 al 26 de octubre de 2006 indican un aumento en la creación de liquidez primaria por Q2,904.6 millones, debido fundamentalmente a vencimientos de CDPs. Así también, se prevé una disminución en la demanda de emisión monetaria por Q198.9 millones y una posición diaria de liquidez bancaria de Q44.7 millones. Asimismo, que la emisión monetaria se encuentra desviada en Q422.4 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 Q3,172.9 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 (Q2,324.4 millones, según registros al 17 de octubre de 2006) tengan que recolocarse; y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q848.4 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 25 de octubre 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 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 con la agencia de noticias *Bloomberg*, el 17 de octubre el precio internacional a futuro del petróleo se situó en US\$60.66 por barril para finales de 2006, nivel inferior a la cotización prevaleciente el 22 de septiembre de 2006 (fecha en que el Comité discutió acerca del nivel de la tasa de interés líder) que fue de US\$62.53 por barril. Se indicó que analistas del mercado internacional del petróleo estiman que varios factores están contribuyendo a la reducción del precio del crudo, entre ellos se mencionó: la disminución de la demanda de combustibles en los Estados Unidos, debido a la finalización de la temporada de verano; el incremento en el nivel de inventarios de petróleo en dicho país, como resultado del debilitamiento de la demanda; la ausencia de acciones militares importantes que puedan afectar a los países petroleros; el descubrimiento de importantes reservas de petróleo en el Golfo de México; y, los signos de una posible desaceleración económica mundial. Adicionalmente, se enfatizó que el precio de las gasolinas continúa disminuyendo en los

Estados Unidos de América, comportamiento que, tomando en cuenta que el precio doméstico reacciona con rezago respecto al del citado país, podría incidir en que, en las próximas semanas, se observe una reducción mayor en el precio de las gasolinas en Guatemala en relación a la que se ha registrado recientemente, situación que generaría un efecto favorable en el nivel general de precios.

Se indicó que el índice compuesto de la inflación de los principales socios comerciales de Guatemala mostró una reducción significativa durante el mes de septiembre, ubicándose en alrededor de 3.0% (4.07% estimado para finales de 2006). Se mencionó que, en el caso particular de los Estados Unidos de América, el ritmo inflacionario en septiembre se ubicó en 2.1%, inferior en 2.6 puntos porcentuales al ritmo inflacionario observado en el mismo mes de 2005 (4.7%). Dado que dicho país tiene el mayor peso relativo dentro del referido índice, se considera que por esta vía los riesgos de inflación importada han disminuido notablemente.

Se recibió información respecto a que, según la encuesta realizada recientemente por la agencia de noticias *Bloomberg*, existe una probabilidad de 99.9% de que la tasa de interés de fondos federales se mantenga en 5.25% en la reunión del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal a realizarse el próximo 25 de octubre 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 Q2,600.0 millones y Q483.0 millones, respectivamente.

Se indicó que, de acuerdo a cifras preliminares de la ejecución de las finanzas públicas, al 30 de septiembre de 2006, se observó un déficit de Q1,551.1 millones equivalente a 0.6% del Producto Interno Bruto -PIB- (déficit de Q1,366.1 millones al 30 de septiembre de 2005, equivalente, también a 0.6% del PIB). En dicho resultado influyó el hecho de que, respecto de septiembre de 2005, los ingresos totales crecieron Q2,943.5 millones, mientras que los gastos totales exhibieron un aumento de Q3,128.5 millones.

En lo que corresponde a la inflación, se enfatizó que del 5.70% del ritmo inflacionario observado en septiembre, 0.60 puntos porcentuales se atribuyen a la inflación importada, como resultado del comportamiento en el precio internacional del petróleo, por

lo que 5.10 puntos porcentuales corresponden a la inflación doméstica. Se indicó que en septiembre la inflación doméstica mostró un leve aumento respecto del nivel observado el mes anterior, al pasar de 5.06 puntos porcentuales a 5.10 puntos porcentuales. Por su parte, la inflación importada fue menor a la observada el mes anterior, particularmente la inflación importada indirecta, que disminuyó 1.16 puntos porcentuales (reducción que puede atribuirse al efecto rezagado de las medidas de política monetaria adoptadas).

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 22 de septiembre (última fecha en que el Comité analizó el nivel de la tasa de interés líder) el 44.40% de las mismas aconseja una orientación de política monetaria restrictiva (62.56% el mes anterior); el 18.51% aconseja una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (4.54% el mes anterior); el 24.23% sugiere una orientación de política monetaria invariable (igual porcentaje que el mes anterior); y, el 12.86% restante aconseja una orientación de política monetaria moderadamente relajada (8.67% el mes anterior).

Por último, las proyecciones econométricas de la inflación para 2006, elaboradas con base en datos observados a septiembre de 2006, estiman que tanto el ritmo inflacionario total como el subyacente para diciembre de 2006 se ubicarán dentro del margen de tolerancia de la meta de política (6.0% +/- 1 punto porcentual). Adicionalmente, al evaluar la proyección 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 se ubican dentro del margen de tolerancia de la citada meta. Por otra parte, también se mencionó que las expectativas de inflación de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en septiembre, indican que el panel de analistas continúa proyectando un ritmo inflacionario para finales de 2006 y 2007 por encima de la meta de inflación.

CUARTO: Modelo Macroeconómico Semiestructural: Reporte Mensual de Riesgos de Inflación

Los departamentos técnicos presentaron al Comité el Reporte Mensual de Riesgos de Inflación del Modelo Macroeconómico Semiestructural. En ese sentido, los departamentos técnicos hicieron énfasis en que dicho reporte indica la dirección en la que los datos surgidos en los últimos dos meses (entre el 8 de agosto y el 9 de octubre de 2006) afectan los riesgos que rodean al último pronóstico de mediano plazo (correspondiente al

tercer corrimiento) basado en el Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-. En efecto, su generación se basa en corrimientos iterativos y mecánicos del MMS con base en los nuevos datos (históricos y/o pronosticados) de las diversas variables que alimentan la base de datos del modelo en cuestión. También se hizo hincapié en que este reporte no constituye un nuevo pronóstico de inflación, pues no incorpora el análisis cualitativo inherente a la generación de un pronóstico propiamente tal, como el que se ha venido presentando con frecuencia trimestral. Por ende, el reporte mensual se limita a presentar el resultado de procesar los nuevos datos disponibles en un corrimiento mecánico del MMS, y sus resultados cuantitativos no deben ser interpretados literalmente, sino sólo como indicativos de la dirección de los riesgos en torno al último pronóstico trimestral.

En el contexto descrito, se indicó que el efecto de los nuevos datos disponibles sobre el pronóstico de inflación interanual apunta hacia una reducción en los riesgos de inflación, pues la trayectoria generada por el corrimiento del MMS en octubre se desplaza a tasas de inflación menores en comparación con la generada en agosto por el pronóstico del tercer trimestre de 2006. Congruente con lo anterior, indicaron que el efecto de los nuevos datos sobre la trayectoria de la tasa de interés líder también es a la baja.

Seguidamente, los departamentos técnicos presentaron la descomposición del efecto de los nuevos datos sobre el pronóstico del MMS, generado en el tercer trimestre de 2006 (agosto) para el cuarto trimestre de 2006. En términos de la tasa de inflación interanual, indicaron que la proyección para el cuarto trimestre de 2006 se reduce en 183 céntimos de punto porcentual, al pasar de 6.73% a 4.90%. Dicha reducción se explica principalmente por los datos de inflación de los meses de agosto y septiembre de 2006 (181 céntimos de punto porcentual, a la baja); y está afectada marginalmente por el nuevo pronóstico del precio del diesel (9 céntimos de punto porcentual, a la baja), por el nuevo pronóstico de inflación de Estados Unidos de América (5 céntimos de punto porcentual, al alza), por el nuevo dato de la tasa de interés activa promedio ponderado del sistema bancario (1 céntimo de punto porcentual, al alza) y por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (1 céntimo de punto porcentual, al alza). En términos de la tasa de interés líder, señalaron que la proyección de dicha variable para el cuarto trimestre de 2006 se reduce en 54 puntos básicos, al pasar de 5.42% (en el pronóstico del tercer trimestre de 2006) a 4.88% (en el corrimiento que incorpora los nuevos datos). Se hizo ver que tal reducción se explica principalmente por los datos de inflación de agosto y septiembre (54 puntos básicos, a la

baja), por el comportamiento de la misma tasa de interés líder (22 puntos básicos, a la baja), por el nuevo pronóstico de inflación de los Estados Unidos de América (11 puntos básicos, al alza), por los nuevos datos de tasa de interés activa promedio ponderado del sistema bancario (9 puntos básicos, al alza), por los nuevos datos de tipo de cambio (5 puntos básicos, al alza), por el nuevo pronóstico de precios del diesel (2 puntos básicos, a la baja) y por el pronóstico de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (1 punto básico, a la baja).

Posteriormente, se refirieron a la descomposición del efecto de los nuevos datos sobre el pronóstico del MMS, generado en el tercer trimestre de 2006 (agosto), para el cuarto trimestre de 2007. En términos de tasa de inflación interanual, indicaron que la proyección para el cuarto trimestre de 2007 se reduce en 223 céntimos de punto porcentual, al pasar de 5.78% a 3.55%. Dicha reducción se explica, principalmente, por los datos de inflación de los meses de agosto y septiembre de 2006 (251 céntimos de punto porcentual, a la baja), por el nuevo pronóstico de la inflación de los Estados Unidos de América (34 céntimos de puntos porcentual, al alza), por el nuevo pronóstico del precio del diesel (19 céntimos de punto porcentual, a la baja); además, es afectado marginalmente por los nuevos datos de la tasa de interés activa promedio ponderado del sistema bancario (8 céntimos de punto porcentual, al alza), por los nuevos datos de tipo de cambio nominal (5 céntimos de punto porcentual, al alza), por el nuevo pronóstico de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (2 céntimos de punto porcentual, a la baja), por los nuevos datos del Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE- de demanda doméstica (1 céntimo de punto porcentual, al alza) y por los nuevos datos de la tasa de interés líder (1 céntimo de punto porcentual, al alza).

En términos de la tasa de interés líder, señalaron que el promedio de dicha variable, para los trimestres comprendidos entre el cuarto de 2006 y el cuarto de 2007, se reduce en 105 puntos básicos, al pasar de 4.99% (en el pronóstico del tercer trimestre de 2006) a 3.94% (en el corrimiento que incorpora los nuevos datos). Tal reducción se explica por los nuevos datos de inflación (128 puntos básicos, a la baja), por el pronóstico de la inflación de Estados Unidos de América (30 puntos básicos, al alza), por el pronóstico del diesel (15 puntos básicos, a la baja), por los nuevos datos de tasa de interés activa promedio ponderado del sistema bancario (14 puntos básicos, al alza), por los nuevos datos de tasa de interés líder (12 puntos básicos, a la baja), por los nuevos datos de tipo de cambio nominal

(9 puntos básicos, al alza), por el nuevo pronóstico de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (6 puntos básicos, a la baja) y por el nuevo dato de IMAE de demanda doméstica (3 puntos básicos, al alza).

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, el reporte mensual de riesgos de inflación derivado del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, así como el comportamiento de las variables indicativas de la política monetaria, arribaron a la conclusión de que, si bien prevalecen los factores que aconsejan restringir las condiciones monetarias, el balance de riesgos de inflación muestra una mejora notable respecto del mes anterior, en particular, lo relativo al comportamiento registrado por la inflación (tanto total como subyacente) y la reducción del precio internacional de los combustibles. En el contexto descrito, se indicó que un ajuste en la tasa de interés líder en esta oportunidad tendría la ventaja de, por un lado, continuar moderando las expectativas inflacionarias de los agentes económicos y, por el otro, afianzar la credibilidad del Banco Central en la conducción de la política monetaria, aspecto de suma importancia para el cumplimiento de la meta de inflación en el mediano plazo.

Con base en las presentaciones de los departamentos técnicos, en cuanto a la orientación de las variables indicativas, el balance de riesgos de inflación y los resultados del reporte mensual de riesgos de inflación del MMS, 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 útiles para la decisión en materia de tasa de interés líder, prevista para el miércoles 25 de los corrientes.

En cuanto al comportamiento de la inflación a septiembre de 2006, el Comité enfatizó que por cuarto mes consecutivo se registró un comportamiento decreciente en el ritmo inflacionario total, y se ubica en el referido mes por debajo del valor puntual de la meta de inflación determinada para 2006 (6.0%), pero dentro del margen de tolerancia de la misma (+/- 1 punto porcentual). En el Comité se destacó que, al descomponer el ritmo inflacionario en inflación importada y doméstica, en septiembre la inflación doméstica

(5.10 puntos porcentuales) se incrementó levemente con respecto a la observada el mes anterior (5.05 puntos porcentuales); sin embargo, se hizo referencia al hecho de que la inflación importada a septiembre (0.60 puntos porcentuales) disminuyó considerablemente respecto a la registrada el mes anterior (1.95 puntos porcentuales) y que de dicho valor, 0.12 puntos porcentuales son atribuibles a la inflación importada indirecta (efecto de segunda vuelta), valor que es significativamente inferior al del mes previo (1.30 puntos porcentuales), situación que puede asociarse a las medidas de restricción de la política monetaria adoptadas en ocasiones anteriores.

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 de 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 septiembre, se observa que la proyección del ritmo inflacionario total para finales de 2007, calculada mediante los modelos econométricos que se vienen utilizando, se ubica por debajo del valor puntual de la meta de inflación establecida para dicho año, aspecto que aconseja no modificar las condiciones monetarias. No obstante, se mencionó que los pronósticos para 2006 y 2007 derivados de la encuesta de expectativas de inflación del panel de analistas privados realizada en septiembre se ubicaban por encima de la meta de inflación establecida para 2006 y para 2007.

El Comité fue del criterio que un análisis más completo requiere 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 la evolución del precio internacional del petróleo. En ese sentido, se recordó que el comportamiento del referido precio es el principal riesgo inflacionario para el país; no obstante, se destacó que desde el 9 de agosto del presente año el precio internacional inició una marcada tendencia a la baja, lo que se asocia, entre otros factores, a la disminución de la demanda de combustibles en los Estados Unidos de América, debido a la finalización de la temporada de verano; al incremento en el nivel de inventarios de petróleo en dicho país, como resultado del debilitamiento de la demanda; a la ausencia de acciones militares importantes que puedan afectar a los países petroleros; al descubrimiento de importantes reservas de petróleo en el Golfo de México; y, a los signos de una posible desaceleración económica mundial. En el Comité se subrayó que, por el lado del entorno externo, el comportamiento descrito del precio internacional del petróleo es la principal fuente de mejora en el balance

de riesgos de inflación en el presente mes, situación que aconseja prudencia en las decisiones respecto de la tasa de interés líder de la política monetaria.

Aunado a lo anterior, se enfatizó que el precio de las gasolinas continúa disminuyendo en los Estados Unidos de América, comportamiento que, dada la correlación entre el precio de los combustibles en dicho país y el del mercado guatemalteco, podría reflejarse en una mayor reducción en los precios internos de los combustibles en las próximas semanas, situación que generaría un efecto favorable en el nivel general de precios.

En cuanto a los riesgos del entorno interno, se señaló que el ritmo inflacionario total continuó la desaceleración iniciada en junio y se encuentra incluso por debajo del valor puntual de meta de inflación establecida por la autoridad monetaria para 2006. Sobre el particular, un miembro del Comité destacó que el reporte mensual de riesgos de inflación derivado del MMS presenta un panorama más favorable para la ejecución de la política monetaria con relación al mes previo, en el sentido de que las trayectorias pronosticadas de la inflación y de la tasa de interés líder son más bajas. Sin embargo, otro miembro del Comité recordó lo manifestado por los cuerpos técnicos en el sentido de que el reporte mensual de riesgos de inflación derivado del MMS no constituye un nuevo pronóstico ya que no incluye un análisis cualitativo, sino sólo un corrimiento mecánico del MMS incorporando los nuevos datos y, por lo tanto, los resultados cuantitativos no deben de ser interpretados de manera literal.

Por otra parte, un miembro del Comité reiteró que la actual expansión del crédito bancario al sector privado es un elemento que debe analizarse con mayor profundidad y evaluar si el mismo puede entrañar algún riesgo potencial de inflación en el mediano plazo. Al respecto, el Comité coincidió en que éste es un tema cuyo análisis reviste gran importancia, no sólo desde el punto de vista del riesgo inflacionario, sino también desde la perspectiva de la estabilidad macroeconómica más ampliamente entendida, incluyendo la estabilidad del sistema financiero. Al respecto, otro miembro del Comité recordó que, en una ocasión anterior, el Comité había discutido sobre los llamados *boom* de crédito que, conforme a la teoría correspondiente y a la experiencia del pasado, pueden tener consecuencias nocivas no sólo en términos de distorsionar los precios en los mercados de activos (independientemente de si producen o no inflación) y en la balanza de pagos, sino en la calidad de la cartera crediticia.

En otro orden de ideas, un miembro del Comité indicó que si bien es cierto que la ejecución de las Finanzas Públicas en lo que va del año ha sido disciplinada, también lo es que existe incertidumbre en cuanto a posibles presiones inflacionarias que podrían derivarse de la aprobación del Proyecto de Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el ejercicio fiscal 2007, sobre todo si se modificara al alza el monto del déficit previsto, equivalente a 1.8% del producto interno bruto.

En el contexto descrito, en el seno del Comité privó el análisis de que la información que surgió en el presente mes confirma el escenario que se planteó a la Junta Monetaria el mes anterior, en el sentido de que el entorno de la política monetaria está mejorando. Asimismo, el Comité subrayó que una de las principales razones que han justificado las alzas en la tasa líder en meses anteriores ha sido la moderación de los llamados “efectos de segunda vuelta” derivados de las alzas en los precios de los combustibles, los cuales parecían haberse contenido en septiembre. En tal sentido, en el Comité hubo consenso en que la prudencia aconseja no elevar la tasa de interés líder en esta oportunidad y continuar vigilando estrechamente el comportamiento de las principales variables e indicadores a fin de verificar si la mejora en el balance de riesgos de inflación tiende a consolidarse.

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 Q10.0 millones y Q30.0 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 23 al 27 de octubre 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 23 al 27 de octubre 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 23 de octubre a los plazos de 182 días y 364 días, con un cupo de captación de Q10.0 millones y Q30.0 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, 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 a las entidades públicas la constitución de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América en forma directa en ventanilla, 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, conforme a las disposiciones de la regla de participación establecida para el efecto.

SEXTO: Otros asuntos.

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