

COMITÉ DE EJECUCIÓN

ACTA NÚMERO 47-2006

Sesión 47-2006 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 dieciséis de noviembre de dos mil seis, a partir de las dieciséis horas con veinte 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 46-2006, correspondiente a la sesión celebrada el 10 de noviembre de 2006.

Circuló: proyecto de acta número 46-2006.

SEGUNDO: Información de los mercados y variables monetarias.

- a) Mercado de Dinero
- b) Mercado Cambiario
- c) Variables Indicativas
- d) Flujo Estimado de Monetización
- e) Propuesta de cupos para la licitación y propuesta de plazos para captaciones de CDPs a largo plazo

TERCERO: Balance de riesgos de inflación.

CUARTO: Pronósticos de Inflación del Modelo Macroeconómico Semiestructural (Cuarto Corrimiento de 2006)

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 y plazos para captaciones de CDPs a largo 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 46-2006.

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 13 al 16 de noviembre de 2006, con cifras parciales a esta última fecha, se registraron captaciones de depósitos a plazo -CDPs- por Q2,563.0 millones y vencimientos por Q3,136.9 millones, lo que dio como resultado vencimientos netos por Q573.9 millones, asociados a las operaciones realizadas en licitación (vencimientos netos por Q53.0 millones), en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores (vencimientos netos por Q419.0 millones) y en ventanilla (vencimientos netos por Q101.9 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante el período del 13 al 16 de noviembre de 2006, para el caso de licitaciones, la tasa de interés de corte fue de 5.4999% para 182 días y de 6.1599% 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 13 al 16 de noviembre de 2006, con cifras parciales a esta última fecha, la mínima fue de 5.13%, observada el 13 y 14 de noviembre de 2006, y la máxima de 5.35%, registrada el 15 de noviembre 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 6.10% para los títulos del sector financiero.

Por otra parte, informó que durante el período del 13 al 16 de noviembre de 2006, con relación a las operaciones con bonos del tesoro se registraron colocaciones por Q145.0 millones y vencimientos por Q0.1 millones.

b) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 10 al 15 de noviembre de 2006, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$69.8 millones y el de venta fue de US\$71.1 millones y que los tipos de cambio en el referido período mostraron una leve tendencia hacia el alza. En efecto, el viernes 10 de noviembre fueron

de Q7.58282 por US\$1.00 para la compra y de Q7.60449 por US\$1.00 para la venta, el lunes 13 de noviembre fueron de Q7.58375 y Q7.60794, el martes 14 de noviembre fueron de Q7.59434 y Q7.60902 y, finalmente el miércoles 15 de noviembre fueron de Q7.59993 y Q7.61514.

En lo que se refiere a las operaciones de los sistemas electrónicos de negociación de divisas que administra la Bolsa de Valores Nacional, S. A., correspondientes al período del 13 al 16 de noviembre 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 únicamente el Banco de Guatemala ingresó, diariamente, una postura de compra por US\$10.0 millones, con un precio de Q7.57800 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 13 al 16 de noviembre de 2006, no se cerraron operaciones. En cuanto al precio de cierre, de referencia, al viernes 16 de noviembre, 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 15 de noviembre de 2006, el encaje diario del sistema bancario se ubicó en una posición de Q785.6 millones, con una posición promedio de Q538.0 millones.

Destacó que en el período del 9 al 15 de noviembre de 2006, los principales factores desmonetizantes de la emisión monetaria fueron el incremento en los saldos del encaje bancario por Q450.9 millones, de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q198.3 millones y de los depósitos del resto del sector público en el Banco Central por Q35.3 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 Q399.1 millones, de los depósitos de las sociedades financieras en el Banco Central por Q228.1 millones y el incremento en el saldo de las Reservas Monetarias Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q6.4 millones. En relación a los principales factores desmonetizantes de la Base Monetaria Amplia informó que éstos fueron el incremento en los saldos de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q198.3 millones y de los depósitos del resto del Sector Público en el Banco Central por Q35.3 millones; mientras que los principales factores monetizantes fueron la disminución en los

saldos de los depósitos plazo mayores a 91 días constituidos en el Banco de Guatemala por Q92.1 millones y del encaje bancario en moneda extranjera por el equivalente a Q43.4 millones y el incremento en el saldo de las Reservas Monetarias Internacionales Netas por el equivalente a Q6.4 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia indicó que, con la proyección a octubre de 2006, para diciembre de 2006 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 5.04% y con un modelo de suavizamiento exponencial de 4.80%; el promedio simple de ambos modelos se sitúa en 4.92%, el cual se ubica por debajo del margen de tolerancia de la misma (6.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria relajada; y, para diciembre de 2007 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 3.93% y con un modelo de suavizamiento exponencial de 4.88%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 4.41%, 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 octubre de 2006, estimada con un modelo autoregresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 4.92%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 5.31%; el promedio simple de ambos modelos es de 5.12%, 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 4.97%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 4.69%; el promedio simple de ambos modelos es de 4.83%, 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 (5.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere que la política monetaria sea moderadamente relajada.

Con respecto a la tasa de interés parámetro, informó que al 9 de noviembre de 2006, el límite inferior fue de 0.71%, en tanto que el límite superior se ubicó en 4.66%; mientras que el promedio simple resultante entre la tasa de interés de reportos de 8 a 15 días (5.23%) y la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria de

hasta 91 días (5.00%) se situó en 5.12%, el cual se ubica por encima del margen de tolerancia estimado para la tasa parámetro, situación que sugiere relajar la política monetaria. En lo que se refiere a la tasa de interés pasiva de paridad, manifestó que, al 9 de noviembre de 2006, el límite inferior fue de 6.71% y el límite superior de 8.29%, en tanto que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 7.11%, 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 15 de noviembre de 2006, presenta una desviación de Q1,109.2 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 la base monetaria amplia, a la misma fecha, se encuentra Q1,413.9 millones por arriba del corredor programado para dicha variable, lo que sugiere una política monetaria restrictiva. La orientación ponderada de las desviaciones para la presente semana por Q1,261.6 millones estaría indicando restringir la política monetaria.

En cuanto a los medios de pago totales, el crecimiento interanual observado al 9 de noviembre de 2006 ascendió a 17.5%, el cual se ubica dentro del margen de tolerancia estimado para dicha variable para la misma fecha (16.2% a 18.2%), lo que sugiere una política monetaria invariable; en tanto que la estimación econométrica de los medios de pago para finales de 2006 es de 19.7%, 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 2.35%, 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 29.3%, el cual se ubica por encima del límite superior del corredor estimado para el 9 de noviembre de 2006 (20.2% a 22.2%), 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 27.8%, 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 8.45%, 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 octubre de 2006, para diciembre de 2006 se espera un ritmo inflacionario de 6.78%, el cual se encuentra por encima del valor puntual de la meta de política y dentro del margen de tolerancia de la meta de política monetaria (6.0% +/- 1 punto porcentual), aspecto que sugiere una política monetaria moderadamente restrictiva; y, para diciembre de 2007, la proyección de inflación se ubica en 6.66%, la cual 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 octubre de 2006, muestra un ritmo inflacionario de 6.11%, 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 9 de noviembre 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 noviembre para pronosticar el ritmo de inflación total, proyecta para diciembre de 2006 un ritmo inflacionario de 4.80%, condicionado a ajustes graduales en la tasa de interés líder de la política monetaria hasta situarse a fin de año en 5.05%, lo que sugiere relajar la política monetaria. Asimismo, el pronóstico de dicho modelo para un horizonte de mediano plazo, proyecta para diciembre de 2007 un ritmo inflacionario de 4.83%, condicionado a ajustes graduales en la tasa de interés líder de la política monetaria hasta situarse a fin de dicho año en 4.32%, lo que estaría sugiriendo relajar la política monetaria.

Para concluir, respecto de la orientación de las variables indicativas, manifestó que con relación a la semana anterior, los pronósticos de inflación del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- para diciembre de 2006 y diciembre de 2007 pasaron de sugerir una política monetaria restrictiva a aconsejar una política monetaria relajada. De acuerdo al peso relativo asignado a las variables indicativas por los miembros de la Junta Monetaria, se informó que el 33.63% de las mismas aconseja una orientación de política monetaria restrictiva (43.83% la semana previa); el 9.22% aconseja una orientación de política

monetaria moderadamente restrictiva (igual porcentaje la semana previa); el 15.56% sugiere una orientación de política monetaria invariable (igual porcentaje la semana previa); el 21.86% aconseja una orientación de política monetaria moderadamente relajada (igual porcentaje la semana previa) y, el 19.73 sugiere una orientación de política monetaria relajada (9.53% la semana previa).

Finalmente, indicó que con relación al comportamiento del tipo de cambio nominal, el límite inferior del corredor esperado para la semana del 13 al 17 de noviembre de 2006 era de Q7.710 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 13 y el 14 de noviembre) era de Q7.599 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 17 al 23 de noviembre de 2006 indican un excedente de creación de liquidez primaria por Q3,150.2 millones, debido fundamentalmente a vencimientos de CDPs y al uso de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala; si a ello se adiciona la posición diaria de liquidez bancaria de Q369.4 millones y el desvío observado de emisión monetaria por Q1,070.9 millones, resulta un excedente de liquidez agregada estimada para el referido período de Q4,590.4 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 (Q2,363.6 millones, según registros al 15 de noviembre de 2006) tengan que recolocarse; y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q2,226.8 millones.

e) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, con base en el flujo estimado de monetización y los lineamientos establecidos para la determinación de los cupos para la licitación, propuso al Comité de Ejecución que los mismos fueran de Q15.0 millones para 182 días y de Q55.0 millones para 364 días.

Por otra parte, con base en la presentación efectuada propuso al Comité que los plazos para captaciones de CDPs a largo plazo fueran de 3 años, 5 años y 7 años.

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 22 de noviembre 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 el precio internacional del petróleo se mantuvo prácticamente igual al observado en octubre de 2005. En efecto, de acuerdo con la agencia de noticias *Bloomberg*, el 15 de noviembre el precio internacional del petróleo se situó en US\$60.72 por barril para finales de 2006, nivel levemente superior al prevaleciente el 19 de octubre de 2006 (fecha en que el Comité discutió acerca del nivel de la tasa de interés líder) que fue de US\$60.66 por barril. Se indicó que de acuerdo con analistas del mercado internacional del petróleo, la estabilidad reciente en el precio del mismo se atribuye, entre otros, a los factores siguientes: la disminución de la demanda de combustibles en los Estados Unidos de América, 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 en la última semana el precio de las gasolinas en los Estados Unidos de América ha aumentado ligeramente, deteniendo la tendencia descendente que venía registrando, lo que podría incidir en que se detenga la reducción en el precio de las gasolinas en Guatemala en las próximas semanas, dado que el precio doméstico reacciona con rezago respecto al del citado país.

Se indicó que el índice compuesto de la inflación de los principales socios comerciales de Guatemala mostró una reducción en octubre de 2006, ubicándose en 2.44% (4.04% estimado para finales de 2006). Se mencionó que en el caso particular de los Estados Unidos de América, el ritmo inflacionario en octubre se ubicó en 1.3%, inferior en 0.8 puntos porcentuales al del mes previo y en 3.0 puntos porcentuales al ritmo inflacionario observado en octubre de 2005 (4.3%). Dado que dicho país tiene el mayor

peso relativo dentro del referido índice, se considera que por esta vía los riesgos de inflación importada se han reducido considerablemente.

En lo que concierne al seguimiento de la tasa de interés de fondos federales de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, se indicó que, según la encuesta realizada recientemente por la agencia de noticias *Bloomberg*, existe una probabilidad de 94.4% de que dicha tasa de interés se mantenga en 5.25% en la reunión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal a realizarse el próximo 12 de diciembre.

En lo que se refiere a la actividad económica de los Estados Unidos de América, se mencionó que el ritmo de crecimiento en el tercer trimestre de 2006 fue de 2.9% (3.5% estimado para finales de 2006), el cual, de acuerdo con análisis de expertos internacionales refleja que la economía estadounidense estaba ingresando a una etapa de desaceleración económica, asociada, fundamentalmente, al enfriamiento del mercado de bienes raíces.

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 Q2,700.0 millones y Q525.0 millones, respectivamente.

Se indicó que, de acuerdo con cifras preliminares de la ejecución de las finanzas públicas, al 31 de octubre de 2006, el déficit se situó en Q875.7 millones, equivalente a 0.3% del Producto Interno Bruto -PIB- (déficit de Q960.5 millones al 31 de octubre de 2005, equivalente a 0.4% del PIB). En dicho resultado influyó el hecho de que, respecto de octubre de 2005, los ingresos totales crecieron Q3,414.7 millones, mientras que los gastos totales exhibieron un aumento de Q3,329.9 millones.

En lo que corresponde a la inflación, se enfatizó que del 3.85% del ritmo inflacionario observado en octubre, 0.01 puntos porcentuales se atribuyen a la inflación importada (0.58 puntos porcentuales el mes anterior), como resultado de la disminución en el precio internacional del petróleo; por lo que 3.84 puntos porcentuales corresponden a la inflación doméstica (5.12 puntos porcentuales en septiembre de 2006).

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 19 de octubre (última fecha en que el Comité analizó el nivel de la tasa de interés líder) el 33.63% de las mismas aconseja una

orientación de política monetaria restrictiva (44.40% el mes anterior); el 9.22% aconseja una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (18.51% el mes anterior); el 15.56% sugiere una orientación de política monetaria invariable (24.23% el mes anterior); el 21.86% aconseja una orientación de política monetaria moderadamente relajada (12.86% el mes anterior); y, el 19.73% restante aconseja una orientación de política monetaria relajada (0.00% el mes anterior).

Por último, las proyecciones econométricas de la inflación para 2006, elaboradas con base en datos observados a octubre de 2006, estiman que el ritmo inflacionario total para diciembre de 2006 se ubicará por abajo del margen de tolerancia de la meta de política (6.0% +/- 1 punto porcentual), en tanto que el ritmo inflacionario subyacente para la misma fecha se ubicará dentro del referido margen de tolerancia. 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 octubre, indican que el panel de analistas proyecta un ritmo inflacionario para finales de 2006 dentro del margen de tolerancia y para diciembre de 2007 por encima de la meta de inflación.

CUARTO: Pronósticos de Inflación del Modelo Macroeconómico Semiestructural.
(Cuarto Corrimiento de 2006).

Los departamentos técnicos presentaron al Comité el Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, el que se inició con un reporte de cambios en el pronóstico de la tasa de inflación interanual y de la tasa de interés líder, con respecto del pronóstico generado en el tercer corrimiento del MMS (en agosto de 2006). En tal reporte se indica que el pronóstico de inflación interanual para diciembre de 2006, generado en el cuarto corrimiento de 2006 (4.80%), es menor en 1.93 puntos porcentuales al pronóstico generado, para la misma fecha, en el tercer corrimiento de 2006 (6.73%). Dicha disminución en el pronóstico de inflación se explica completamente por los nuevos pronósticos de corto plazo de la inflación misma. Asimismo, se indicó que el pronóstico de inflación para diciembre de 2007, generado en el cuarto corrimiento de 2006 (4.83%), es menor en 0.95 puntos porcentuales al pronóstico generado, para la misma fecha, en el

tercer corrimiento de 2006 (5.78%). En este caso, la disminución en el pronóstico se explica principalmente por los nuevos pronósticos de inflación de corto plazo (1.45 puntos porcentuales, a la baja) y sólo marginalmente por los nuevos pronósticos del precio del diesel (0.02 puntos porcentuales, a la baja) y por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (0.02 puntos porcentuales, al alza).

Con relación a la tasa de interés líder de la política monetaria, se indicó que el pronóstico para el cuarto trimestre de 2006, generado en el cuarto corrimiento de 2006 (5.05%), es menor en 37 puntos básicos al pronóstico generado, para el mismo trimestre, en el tercer corrimiento de 2006 (5.42%). Esta reducción se explica principalmente por los nuevos pronósticos de corto plazo de la inflación (55 puntos básicos, a la baja), por el nuevo pronóstico de la tasa de variación del tipo de cambio real de equilibrio (11 puntos básicos, al alza), por los nuevos datos de la misma tasa de interés líder (7 puntos básicos, a la baja), por los nuevos datos del tipo de cambio nominal (3 puntos básicos, al alza), por el nuevo pronóstico del precio del diesel (2 puntos básicos, a la baja), por el nuevo pronóstico de inflación de los Estados Unidos de América (1 punto básico, al alza), por los nuevos datos y pronósticos del Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE- de demanda externa (1 punto básico, al alza) y por los nuevos datos de la tasa de interés activa promedio ponderado del sistema bancario (1 punto básico, al alza). Por su parte, el pronóstico promedio de la tasa de interés líder para el período comprendido entre el cuarto trimestre de 2006 y el cuarto trimestre de 2007, generado en el cuarto corrimiento de 2006 (4.77%), es menor en 22 puntos básicos al pronóstico promedio generado, para el mismo período, en el tercer corrimiento de 2006 (4.99%). La referida disminución se explica principalmente por los nuevos pronósticos de corto plazo de la inflación (79 puntos básicos, a la baja), por el nuevo pronóstico de la tasa de variación del tipo de cambio real de equilibrio (27 puntos básicos, al alza), por los nuevos datos del tipo de cambio nominal (8 puntos básicos, al alza), por los nuevos datos de la misma tasa de interés líder (4 puntos básicos, a la baja), por el nuevo pronóstico de la inflación de los Estados Unidos de América (3 puntos básicos, al alza), por el nuevo pronóstico de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (2 puntos básicos, a la baja), por el nuevo pronóstico del precio del diesel (2 puntos básicos, a la baja), por los nuevos datos de la tasa de interés activa promedio ponderado del sistema bancario (2 puntos básicos, al alza) y por los nuevos datos y pronósticos del IMAE de demanda externa (1 punto básico, al alza).

Por otra parte, se indicó que al comparar el pronóstico de inflación interanual del MMS con las metas de política monetaria establecidas en la Resolución JM-185-2005 de la Junta Monetaria, se observa que para finales de 2006 la inflación interanual se estaría ubicando por debajo del límite inferior del margen de tolerancia de la meta correspondiente (6.0% +/- 1 punto porcentual), dado que el pronóstico para el cuarto trimestre de 2006 es de 4.80%. Por su parte, el pronóstico para 2007 es un ritmo inflacionario de 4.83%, valor que se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada para dicho año.

Adicionalmente, se presentó el balance de riesgos del MMS y las correspondientes gráficas de abanico. Al respecto, se indicó que, de acuerdo con el pronóstico generado en el tercer corrimiento de 2006, existía un 56.8% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encontrara dentro de la meta de política para 2006, un 41.7% de probabilidad de que la tasa en cuestión se ubicara por arriba de la meta y 1.5% de probabilidad de que la tasa de inflación se situara por debajo de la meta de política monetaria. En cambio, según el pronóstico generado en el cuarto corrimiento de 2006, existe un 32.32% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encuentre dentro de la meta de política monetaria, un 0.00% de probabilidad de que la tasa en cuestión se sitúe por encima de la meta y un 67.67% de probabilidad de que la tasa de inflación se ubique por debajo de la referida meta de política monetaria.

Por otra parte, de acuerdo con el pronóstico generado en el tercer corrimiento de 2006, había un 31.0% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encontrara dentro de la meta de política para 2007, un 50.0% de probabilidad de que la tasa en cuestión se ubicara por encima de la meta y un 19.0% de probabilidad de que la tasa de inflación se situara por debajo de la meta de política monetaria. En cambio, según el pronóstico generado en el cuarto corrimiento de 2006, existe un 35.26% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encuentre dentro de la meta de política monetaria, un 29.62% de probabilidad de que la tasa en cuestión se encuentre por encima de la meta y un 35.17% de probabilidad de que la tasa de inflación se ubique por debajo de la referida meta de política monetaria.

Asimismo, se indicó que los pronósticos de inflación antes mencionados son condicionales a que el Banco Central lleve a cabo una política monetaria que busque la consecución de las metas de inflación de mediano y largo plazos. En ese sentido, la tasa de

interés líder compatible con el pronóstico del MMS generado en el cuarto corrimiento de 2006 pasa de un valor observado de 5.00% en el tercer trimestre de 2006 a 5.05% en el cuarto trimestre del mismo año y, luego pasa a 5.02% en el primer trimestre de 2007, período a partir del cual comienza una trayectoria descendente que converge en el largo plazo al valor estacionario de 2.5%. Comparando la trayectoria recién descrita con la trayectoria que fue prescrita por el corrimiento del MMS efectuado en el tercer trimestre de 2006, la tasa de interés líder de política monetaria prescrita por el cuarto corrimiento de 2006 es menor para el cuarto trimestre de 2006 y para la mayor parte del año 2007, consistente con los menores pronósticos de inflación del actual corrimiento.

Con relación a la actividad económica real, se señaló que los pronósticos referidos son compatibles con tasas de crecimiento del PIB real de 4.61% en 2006 y de 5.11% en 2007. Las anteriores tasas de crecimiento del PIB real se derivan del pronóstico de brecha del producto que genera el MMS. Asimismo, se mencionó que la brecha del producto ha sido positiva y creciente desde el primer trimestre de 2006 hasta el tercer trimestre de 2006; a partir de este último trimestre se espera que la brecha continúe aumentando hasta el primer trimestre de 2007 y que luego comience a decrecer hasta converger a su nivel estacionario. Al comparar los pronósticos del tercer corrimiento y del cuarto corrimiento de 2006, se observa que el nuevo pronóstico involucra valores mayores para la brecha del producto para el cuarto trimestre de 2006 y para todo 2007.

Por último, se indicó que la brecha del tipo de cambio real fue negativa en el tercer trimestre de 2006 (-0.84%), lo que indica que el quetzal estaría apreciado en términos reales, en comparación con su valor de equilibrio de largo plazo. Luego, según el pronóstico, el valor absoluto de la brecha negativa aumenta ligeramente en el primer trimestre de 2007 (-0.98%), para luego reducirse y tender a converger a cero (valor estacionario) en el resto de 2007. Para el período pronosticado, el valor absoluto de la brecha negativa es menor en el cuarto corrimiento de 2006 que en el tercer corrimiento de dicho año.

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 presentar los elementos que componen el balance de riesgos de inflación, los pronósticos de inflación

derivados del cuarto corrimiento 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 el balance de riesgos de inflación muestra una mejora respecto del mes anterior; en particular, lo concerniente a la desaceleración observada en el ritmo inflacionario (tanto total como subyacente) y a la relativa estabilidad en el precio internacional del petróleo, prevalecen algunos factores que aconsejan restringir las condiciones monetarias. No obstante, se indicó que la prudencia sugiere mantener invariables las condiciones monetarias.

Con base en las presentaciones de los departamentos técnicos, el Comité deliberó acerca del contenido de las mismas 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 22 de noviembre de 2006.

En cuanto al comportamiento de la inflación a octubre de 2006, el Comité enfatizó que continúa la tendencia decreciente en el ritmo inflacionario total, ubicándose en el referido mes, por primera vez, por debajo del límite inferior del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada para 2006 (6.0% +/- 1 punto porcentual). Se destacó que, al descomponer el ritmo inflacionario en inflación importada y doméstica, en octubre, la inflación doméstica (3.84 puntos porcentuales) se redujo significativamente con respecto a la observada el mes anterior (5.12 puntos porcentuales) y que la inflación importada se ubicó en 0.01 puntos porcentuales, esto último asociado al efecto rezagado, por un lado, de la disminución del precio internacional del petróleo y sus derivados y, por el otro, de las medidas de restricción monetaria adoptadas con anterioridad.

Por otra parte, mediante un análisis prospectivo del comportamiento de la inflación, se indicó que, al considerar los datos de la inflación a octubre, se observa que la proyección del ritmo inflacionario total para finales de 2007, realizada mediante los modelos econométricos que se vienen utilizando, se ubica dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida para dicho año, aspecto que aconseja no modificar las condiciones monetarias. Asimismo, se mencionó que el pronóstico de inflación para 2006 derivado de la encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas privados realizada en octubre, también sugiere mantener invariables las condiciones monetarias, en virtud que éste se ubicaba dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida para 2006 (6.0% +/- 1 punto porcentual), no así el pronóstico para 2007, que se ubica por arriba del

límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida para ese año (5% +/- 1 punto porcentual).

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 la evolución reciente y prevista del precio internacional del petróleo. En ese sentido, se recordó que el comportamiento del referido precio, en las actuales circunstancias, representa un menor riesgo inflacionario para el país, por cuanto que el precio internacional a futuro del crudo se mantuvo prácticamente igual al observado el mes pasado, por lo que el Comité subrayó que la estabilización en el referido precio es una fuente importante de mejora en el balance de riesgos de inflación en el presente mes; no obstante, se destacó que la información más reciente indica que el precio de las gasolinas en los Estados Unidos de América ha aumentado ligeramente, deteniendo la tendencia descendente que venía registrando, 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, también se detenga la reducción en el precio de las gasolinas en Guatemala que se ha observado recientemente, con el consiguiente efecto en el nivel general de precios, situación que aconseja mantener prudencia en las decisiones respecto de la tasa de interés líder de la política monetaria.

En cuanto a los riesgos del entorno interno, se señaló que el ritmo inflacionario total se desaceleró por quinto mes consecutivo y se encuentra incluso por debajo del valor puntual de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria para 2006. En ese contexto, un miembro del Comité destacó que, dada la especificación del MMS, la desaceleración de la inflación registrada a octubre es el factor más influyente en la reducción de los pronósticos de inflación de corto y mediano plazos derivados del cuarto corrimiento de dicho modelo, por lo que el aporte que brinda el citado modelo podría estar limitado por ese factor.

Por otra parte, varios miembros del Comité indicaron que al considerar la información contenida en el balance de riesgos, si bien es cierto que la misma sugiere que hay una menor necesidad de hacer un ajuste en la tasa de interés líder de la política monetaria, también lo es que el comportamiento de variables relevantes como el crédito bancario al sector privado, el cual mantiene un ritmo de crecimiento interanual por arriba del rango esperado, así como el desvío de la emisión monetaria, el cual se duplicó en el

último mes, deben tomarse como señales de alerta para restringir las condiciones monetarias en el futuro, dado que eventualmente podrían, por una parte, exacerbar las expectativas de inflación de los agentes económicos y, por la otra, presionar la demanda agregada.

En el contexto descrito, en el seno del Comité privó el criterio de que la información que surgió en el presente mes confirma el escenario que se planteó a la Junta Monetaria en los dos últimos meses, en el sentido de que si bien el entorno de la política monetaria mejoró relativamente, la prudencia aconseja mantener invariable la tasa de interés líder en esta oportunidad y continuar vigilando estrechamente el comportamiento de las principales variables e indicadores a fin de confirmar si la mejora en el balance de riesgos de inflación tiende a mantenerse.

b) Determinación de cupos para licitación de depósitos a plazo y plazos para captaciones de CDPs a largo plazo

Con relación a la determinación de cupos para la licitación de la semana siguiente, se tomó en cuenta, por un lado, la propuesta del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, que incluye 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 Q55.0 millones, respectivamente.

Por otra parte, el Comité continuó analizando la propuesta de los departamentos técnicos referente a las opciones que existen para que el Banco de Guatemala realice operaciones de naturaleza estructural mediante colocaciones de certificados de depósito a plazos mayores a un año. Al respecto, se indicó que dichas operaciones iniciarían la próxima semana, tomando en cuenta que el Ministerio de Finanzas Públicas agotó su cupo de colocación de Bonos del Tesoro correspondientes a 2006, lo que abre un espacio en el mercado para las colocaciones de CDPs de largo plazo que permitan extender el perfil de vencimientos de dichas operaciones, propiciando así el traslado de la liquidez de corto plazo a plazos más largos. Para tal efecto, se analizó el perfil actual tanto de los vencimientos de depósitos a plazo como el de los Bonos del Tesoro, los que muestran espacios para programar los vencimientos de nuevas colocaciones en los segundos semestres de 2009, 2011 y 2013. En el contexto descrito, el Comité acordó que se

convoque a licitación de depósitos a plazo a 3, 5 y 7 años, los martes y jueves. Se indicó que se adoptaría la modalidad aplicada durante el presente año por el Ministerio de Finanzas Públicas, es decir, sin cupos establecidos y que las tasas de interés sean determinadas por las condiciones del mercado, reflejadas en las posturas que se reciban vía las bolsas de valores.

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 20 al 24 de noviembre 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 20 al 24 de noviembre 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 que las convocatorias para las licitaciones se realicen los días lunes, martes y jueves de cada semana; así: el lunes 20 de noviembre a los plazos de 182 días y 364 días, con un cupo de captación de Q15.0 millones y Q55.0 millones, respectivamente. Las tasas de interés serán determinadas de acuerdo con las condiciones del mercado, reflejadas en las posturas que se reciban; y, los martes y jueves a plazos de 1,092 días (3 años), 1820 días (5 años) y 2548 días (7 años), sin cupo preestablecido de captación. Para la adjudicación correspondiente, el Comité decidirá el monto a adjudicar para cada plazo. El pago de intereses para los plazos mayores de 364

días será en forma semestral, ello con el fin de mantener las mismas condiciones en las que operaba el Ministerio de Finanzas Públicas.

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 prevaecientes; 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.

CUARTO: Otros asuntos.

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