

COMITÉ DE EJECUCIÓN

ACTA NÚMERO 23-2007

Sesión 23-2007 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 veintitrés de marzo de dos mil siete, a partir de las trece horas con veinticinco 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 22-2007, correspondiente a la sesión celebrada el 16 de marzo de 2007.
CIRCULA: proyecto de acta número 22-2007.

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 licitación de CDPs

TERCERO: Balance de riesgos de inflación.

CUARTO: Reporte mensual de riesgos de inflación del 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 22-2007.

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 16 al 22 de marzo de 2007, se registraron captaciones de depósitos a plazo -CDPs- por Q4,927.0 millones y vencimientos por Q3,738.8 millones, lo que dio como resultado captaciones netas por Q1,188.2 millones, asociadas a las operaciones realizadas en licitación (vencimientos netos por Q54.5 millones), en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores (captaciones netas por Q888.5 millones) y en ventanilla (captaciones netas por Q354.2 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante el período del 16 al 22 de marzo de 2007, para el caso de licitaciones, la tasa de interés de corte fue de 5.25% para el plazo de 91 días y de 6.1970% para el plazo de 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%.

Con relación a las operaciones de inyección de liquidez informó que, durante el período del 16 al 22 de marzo de 2007 se efectuaron operaciones por Q21.5 millones al plazo de 28 días a una tasa de interés de 6.75%, recibiendo como garantía Certificados Representativos de Bonos del Tesoro, expresados en dólares de los Estados Unidos de América.

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 22 de marzo de 2007, la mínima fue de 5.08%, observada el 20 de marzo de 2007, y la máxima de 5.24%, registrada el 21 de marzo de 2007. Asimismo, señaló que los montos negociados fueron con garantía de títulos públicos y que la tasa de interés promedio ponderado durante dicho período fue de 5.17%.

Por otra parte, informó que durante el período del 16 al 22 de marzo de 2007, con relación a las operaciones con bonos del tesoro, se registraron captaciones por Q6.5 millones y vencimientos por Q59.1 millones y por US\$20.0 millones.

b) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 15 al 21 de marzo de 2007, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$65.1 millones y el de venta fue de US\$65.9 millones y que los tipos de cambio promedio ponderado de las referidas operaciones mostraron una leve tendencia hacia el alza.

En efecto, el jueves 15 de marzo fueron de Q7.66909 por US\$1.00 para la compra y de Q7.68494 por US\$1.00 para la venta, el viernes 16 de marzo fueron de Q7.67869 y de Q7.69952, el lunes 19 de marzo fueron de Q7.68068 y de Q7.69629, el martes 20 de marzo fueron de Q7.68012 y de Q7.69561 y, finalmente el miércoles 21 de marzo fueron de Q7.68451 y de Q7.70140. Asimismo, indicó que el tipo de cambio de referencia vigente para el 23, 24 y 25 de marzo del presente año es de Q7.69193 por US\$1.00.

En lo que se refiere a los sistemas electrónicos de negociación de divisas que administra la Bolsa de Valores Nacional, S. A., comentó que en el período del 16 al 22 de marzo de 2007 en el Sistema Privado Institucional de Divisas -SPID-, únicamente se realizaron operaciones el martes 20 de marzo por US\$0.1 millones, a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.69500 por US\$1.00. En lo que respecta al Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI-, expuso que en el referido período no se realizaron operaciones y, además, que de conformidad con lo establecido en la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario no se convocó a subasta de dólares de los Estados Unidos de América.

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 23 de marzo de 2007, no se cerraron operaciones. Agregó que al viernes 23 de marzo no existe precio de referencia para el mercado a liquidarse en junio de 2007, en virtud que no se han cerrado operaciones.

c) El Director del Departamento de Estudios Económicos informó que, según cifras preliminares, el 21 de marzo de 2007, el encaje diario del sistema bancario se ubicó en una posición negativa de Q395.9 millones, con una posición promedio de Q283.8 millones.

Destacó que en el período del 15 al 22 de marzo de 2007, los principales factores desmonetizantes de la emisión monetaria fueron el incremento en el saldo de los depósitos a plazo constituidos en el Banco Central por Q1,353.8 millones y de los depósitos del resto del sector público en el Banco de Guatemala por Q166.6 millones; mientras que los principales factores monetizantes fueron la disminución en el saldo del encaje bancario por Q855.7 millones y de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q502.9 millones; y, el incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q46.4 millones. En

relación a los principales factores desmonetizantes de la Base Monetaria Amplia, informó que éstos fueron el incremento en el saldo de los depósitos a plazo mayores a 91 días constituidos en el Banco de Guatemala por Q464.7 millones y de los depósitos del resto del sector público en el Banco de Guatemala por Q166.6 millones; mientras que los principales factores monetizantes fueron la disminución en el saldo de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q502.9 millones y el incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q46.4 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia indicó que, con la proyección a febrero de 2007, para diciembre de 2007 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 5.90% y con un modelo de suavizamiento exponencial de 6.77%; el promedio simple de ambos modelos se sitúa en 6.34%, el cual se ubica por arriba del margen de tolerancia de la meta de política (5.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria restrictiva; y, para diciembre de 2008 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 4.92% y con un modelo de suavizamiento exponencial de 5.18%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 5.05%, el cual se encuentra por arriba del valor puntual de la meta de política y dentro del margen de tolerancia de la misma (4.5% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria moderadamente restrictiva.

Con relación a la inflación subyacente esperada para diciembre de 2007, con datos a febrero de 2007, estimada con un modelo auto regresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 6.53%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 6.09%; el promedio simple de ambos modelos es de 6.31%, el cual se ubica por arriba del margen de tolerancia de la meta de política (5.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere que la política monetaria sea restrictiva; y, para diciembre de 2008 la inflación subyacente estimada con un modelo auto regresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 6.06%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 4.99%; el promedio simple de ambos modelos es de 5.53%, el cual se ubica por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación (4.5% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere que la política monetaria sea restrictiva.

Con respecto a la tasa de interés parámetro, informó que al 15 de marzo de 2007, el límite inferior fue de 4.27%, en tanto que el límite superior se ubicó en 8.22%; 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 una política monetaria invariable. En lo que se refiere a la tasa de interés pasiva de paridad, manifestó que, al 15 de marzo de 2007, el límite inferior fue de 6.64% y el límite superior de 7.44%, en tanto que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 7.14%, 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 22 de marzo de 2007, presenta una desviación de Q1,528.6 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 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 Q764.3 millones estaría indicando restringir la política monetaria.

En cuanto a los medios de pago totales, el crecimiento interanual observado al 15 de marzo de 2007 ascendió a 14.1%, el cual se ubica dentro del corredor estimado para dicha variable para la misma fecha (13.0% a 15.0%), lo que sugiere una política monetaria invariable; en tanto que la estimación econométrica de los medios de pago para diciembre de 2007 es de 11.3%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del rango esperado para diciembre de 2007 (15.0% a 17.0%), lo que estaría sugiriendo relajar la política monetaria. La orientación promedio de las desviaciones de -1.85%, sugiere por lo tanto, relajar la política monetaria. Asimismo, a la fecha indicada, la variación interanual del crédito bancario al sector privado registró un crecimiento de 28.7%, el cual se ubica por arriba del límite superior del corredor estimado para el 15 de marzo de 2007 (20.0% a 22.0%), lo que sugiere una política monetaria restrictiva; por su parte, la estimación econométrica para finales de 2007 del crédito bancario al sector privado es de 24.6%, la cual se ubica por arriba del límite superior del rango

estimado (21.0% a 23.0%), lo que sugiere restringir la política monetaria. La orientación promedio de las desviaciones para la presente semana es de 4.15%, 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 febrero de 2007, para diciembre de 2007, la proyección de inflación se ubica en 6.60%, la cual se encuentra por arriba del margen de tolerancia de la meta de política (5.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria restrictiva; y, para diciembre de 2008, la proyección de inflación se ubica en 6.44%, la cual también se encuentra por arriba de dicho margen de tolerancia (4.5% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere restringir la política monetaria. Asimismo, indicó que la variable expectativas implícitas de inflación, con datos a febrero de 2007, muestra un ritmo inflacionario de 6.74%, el cual se ubica por arriba del margen de tolerancia de la meta de política monetaria para 2007 (5.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria restrictiva.

Con relación al Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- utilizado en febrero para pronosticar el ritmo de inflación total, proyecta para diciembre de 2007 un ritmo inflacionario de 5.79%, condicionado a ajustes graduales en la tasa de interés líder de la política monetaria hasta situarse, en promedio, en el último trimestre de dicho año en 5.38%, lo que estaría sugiriendo una política monetaria moderadamente restrictiva. Asimismo, el pronóstico de dicho modelo para un horizonte de mediano plazo, proyecta para diciembre de 2008 un ritmo inflacionario de 4.83%, condicionado a ajustes graduales en la tasa de interés líder de la política monetaria hasta situarse, en promedio, en el último trimestre de dicho año en 4.92%, lo que estaría sugiriendo una política monetaria moderadamente restrictiva.

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 Junta Monetaria, se informó que el 54.90% de las mismas aconseja una orientación de política monetaria restrictiva; el 17.90% aconseja una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva; el 18.41% sugiere una orientación de política monetaria invariable; el 0.00% aconseja una orientación de política monetaria moderadamente relajada; y, el restante 8.79% sugiere una política monetaria relajada.

Por otra parte, indicó que con relación al comportamiento del tipo de cambio nominal, el límite superior del corredor estimado para la semana del 19 al 23 de marzo de 2007 era de Q7.701 por US\$1.00 y el nivel observado (calculado como el promedio del tipo de cambio en el mercado institucional de divisas para el período comprendido entre el 19 y el 22 de marzo) era de Q7.691 por US\$1.00, con lo que el valor observado del tipo de cambio nominal se ubicó dentro de la banda de fluctuación estimada.

d) El Subdirector del Departamento de Estudios Económicos informó al Comité de los factores monetizantes y desmonetizantes previstos en el Flujo Estimado de Monetización para la semana del 23 al 29 de marzo de 2007, los cuales indican un excedente de liquidez primaria por Q5,303.7 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 de encaje bancario por -Q119.6 millones y el desvío observado de emisión monetaria por Q1,528.6 millones, resulta un excedente de liquidez agregada estimada para el referido período de Q6,712.6 millones; de darse estos factores, el Comité consideró que es necesario, para hacer compatible la oferta de emisión con la demanda programada, que los CDPs que vencen durante el período (Q4,946.6 millones, según registros al 22 de marzo de 2007) tengan que recolocarse; y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q1,766.0 millones.

e) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, con base en el flujo estimado de monetización y en 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 Q60.0 millones para 364 días.

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 28 de marzo 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*, al 22 de marzo del año en curso, el precio internacional del petróleo para finales de dicho año se proyectaba en US\$66.23 por barril, ligeramente superior a la cotización prevaleciente el 23 de febrero de 2007 (fecha en que el Comité de Ejecución discutió acerca del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria), que fue de US\$66.18 por barril. Cabe indicar que las proyecciones de febrero y de marzo son mayores a la registrada a finales de enero, mes en que se pronosticó que para diciembre de 2007 el precio a futuro del crudo se situaría en US\$60.13 por barril. Según informes de expertos internacionales, la referida alza en el precio del crudo se asocia, básicamente, a factores de oferta, de demanda y de mercado. En cuanto a los factores de oferta, se mencionaron la percepción de mayor riesgo tanto por el conflicto entre Estados Unidos de América e Irán como por las elecciones en Nigeria, así como las expectativas relativas a la menor producción por parte de los países no miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo -OPEP-. Por el lado de la demanda, se citaron los factores siguientes: el menor pesimismo en las previsiones de crecimiento económico en los Estados Unidos de América y el aumento en la demanda de productos derivados del petróleo. En lo relativo a los factores propios del mercado, se hizo referencia al aumento de las posiciones especulativas en los mercados de futuros, asociadas a la mayor percepción de riesgo geopolítico.

Se indicó que en febrero de 2007, el índice compuesto de la inflación de los principales socios comerciales de Guatemala se ubicó en 3.31%, superior en 0.10 puntos porcentuales al registrado el mes previo (3.21%). Para finales de 2007 se proyecta que dicha inflación se ubique en 3.14%. Se mencionó que en el caso particular de los Estados Unidos de América, el ritmo inflacionario en febrero de 2007 se ubicó en 2.4%, superior al registrado el mes previo (2.08%). En ese sentido, tomando en cuenta que dicho país tiene el mayor peso relativo dentro del referido índice, se considera que por esta vía los riesgos de inflación importada directa se incrementaron ligeramente.

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*, se espera que dicha tasa de interés permanezca invariable en 5.25%, luego de la reunión del

Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal programada para el 10 de mayo de 2007.

En lo que se refiere a la actividad económica de los Estados Unidos de América, se mencionó que el ritmo de crecimiento en 2006 fue de 3.3% y se proyecta para finales de 2007 una tasa de crecimiento de 2.4%, lo cual, de acuerdo con análisis de expertos internacionales se asocia, entre otros aspectos, a la desaceleración del consumo privado y al menor dinamismo de la productividad laboral.

En cuanto a las condiciones internas, se indicó que en relación al comportamiento de las variables sujetas a seguimiento en el programa monetario, al 22 de marzo de 2007, el nivel de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala se ubica, en promedio, en alrededor de Q197.0 millones por debajo de lo programado, mientras que la emisión monetaria registra un desvío promedio de aproximadamente Q1,283.0 millones por arriba del límite superior del corredor programado.

En lo que se refiere a la ejecución de las finanzas públicas, se indicó que, de acuerdo con cifras preliminares al 28 de febrero de 2007, se registró un superávit de Q815.9 millones, equivalente a 0.3% del Producto Interno Bruto -PIB- (déficit de Q187.9 millones a febrero de 2006, equivalente a 0.1% del PIB). En dicho resultado influyó el hecho de que, respecto de febrero en 2006, los ingresos totales crecieron en Q299.2 millones, mientras que los gastos totales disminuyeron en Q187.4 millones.

En lo que corresponde a la inflación, se indicó que la variación intermensual del Índice de Precios al Consumidor -IPC- en febrero de 2007 fue de 0.35%, superior en 0.38 puntos porcentuales a la registrada en febrero de 2006 (-0.03%) e inferior en 0.24 puntos porcentuales al promedio de las variaciones registradas en febrero, desde 2001.

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 23 de febrero de 2007 (última fecha en que el Comité analizó el nivel de la tasa de interés líder), el 54.90% de las variables aconseja una orientación de política monetaria restrictiva (48.48% el mes anterior); el 17.90% aconseja una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (24.32% el mes anterior); el 18.41% sugiere una orientación de política monetaria invariable (igual porcentaje el mes anterior); y, el

8.79% restante aconseja una orientación de política monetaria relajada (igual porcentaje el mes anterior).

Por último, las proyecciones econométricas de la inflación para 2007, elaboradas con base en datos observados a febrero de 2007, estiman que tanto el ritmo inflacionario total como el subyacente para diciembre de 2007 se ubicarán por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación. Asimismo, en el Comité se enfatizó que la proyección del ritmo inflacionario subyacente para diciembre de 2008 se ubica por arriba del límite superior de la meta de inflación determinada para finales de dicho año. Por otra parte, se hizo referencia a que las expectativas de inflación del panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en febrero de 2007, indican que el referido panel proyecta un ritmo inflacionario para finales de 2007 y de 2008 por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada para dichos años.

CUARTO: Reporte mensual de riesgos de inflación del Modelo Macroeconómico Semiestructural.

Los departamentos técnicos presentaron el Reporte Mensual de Riesgos de Inflación del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-. En ese sentido, hicieron énfasis en que dicho reporte indica la dirección en la que los datos surgidos en el último mes (entre el 8 de febrero y el 7 de marzo de 2007) afectan los riesgos que rodean al pronóstico del primer corrimiento del MMS en 2007. 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, dicho reporte se limita a presentar el resultado de procesar los nuevos datos disponibles en un corrimiento mecánico del MMS, y por consiguiente, los resultados cuantitativos presentados en este tipo de reporte no deben ser interpretados literalmente, sino sólo como indicativos de la dirección de los riesgos en torno al último pronóstico trimestral.

En relación con el efecto de los nuevos datos disponibles sobre el pronóstico de inflación interanual, indicaron que dicho efecto apunta hacia un aumento del riesgo de inflación, pues la trayectoria generada por el corrimiento mecánico del MMS realizado en marzo de 2007 se desplaza a tasas superiores en comparación con la trayectoria generada en febrero de 2007 por el pronóstico del Primer Corrimiento del MMS del presente año. Congruente con lo anterior, indicaron que el efecto de los nuevos datos sobre la trayectoria de la tasa de interés líder también es al alza.

Seguidamente, los departamentos técnicos presentaron la descomposición del efecto de los nuevos datos sobre el pronóstico del MMS, generado en el primer corrimiento de 2007 (febrero), para el cuarto trimestre de 2007. En términos de tasa de inflación interanual, indicaron que la proyección para el cuarto trimestre de 2007 aumenta en 124 céntimos de punto porcentual, al pasar de 5.79% a 7.03%. Dicho comportamiento se explica por el nuevo pronóstico del precio del diesel (20 céntimos de punto porcentual, al alza), por el nuevo dato de tasa de interés activa del sistema bancario (11 céntimos de punto porcentual, a la baja), por el nuevo dato de inflación (105 céntimos de punto porcentual al alza), por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (4 céntimos de punto porcentual, al alza) y por el nuevo dato de tasa de interés líder de política monetaria (6 céntimos de punto porcentual, al alza).

En términos de la tasa de interés líder, indicaron que el promedio de dicha variable, para los trimestres comprendidos entre el primero de 2007 y el cuarto de 2007, aumenta en 2 puntos básicos, al pasar de 5.67% (en el pronóstico del primer corrimiento de 2007) a 5.69% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Tal incremento se explica por el efecto del nuevo pronóstico del diesel (9 puntos básicos, al alza), por el nuevo pronóstico de la inflación de los Estados Unidos de América (3 puntos básicos, al alza), por el nuevo pronóstico del PIB de los Estados Unidos de América (1 punto básico, al alza), por el nuevo dato de la tasa de interés activa del sistema bancario (18 puntos básicos, a la baja), por el nuevo dato de inflación (64 puntos básicos, al alza) por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (12 puntos básicos, al alza) y por el nuevo dato de la tasa de interés líder de la política monetaria (69 puntos básicos, a la baja).

Por otra parte, se refirieron a la descomposición del efecto de los nuevos datos sobre el pronóstico del MMS, generado en el primer corrimiento de 2007 (febrero), para el cuarto trimestre de 2008. En términos de tasa de inflación interanual,

señalaron que la proyección para el cuarto trimestre de 2008 aumenta en 38 céntimos de punto porcentual, al pasar de 4.83% a 5.21%. Asimismo, indicaron que dicho aumento se explica por el nuevo pronóstico del diesel (4 céntimos de punto porcentual, al alza), por el nuevo pronóstico de la inflación de los Estados Unidos de América (1 céntimo de punto porcentual, a la baja) por el nuevo dato de la tasa de interés activa del sistema bancario (7 céntimos de punto porcentual, a la baja), por el nuevo dato de inflación (26 céntimos de punto porcentual, al alza), por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (5 céntimos de punto porcentual, al alza) y por el nuevo dato de la tasa de interés líder de la política monetaria (11 céntimos de punto porcentual, al alza).

En términos de la tasa de interés líder, los departamentos técnicos señalaron que el promedio de dicha variable, para los trimestres comprendidos entre el primero de 2007 y el cuarto de 2008, aumenta en 10 puntos básicos, al pasar de 5.32% (en el pronóstico del primer corrimiento de 2007) a 5.42% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Tal comportamiento se explica por el nuevo propósito del diesel (5 puntos básicos, al alza), por el nuevo pronóstico de la inflación de los Estados Unidos de América (3 puntos básicos, a la baja), por el nuevo pronóstico del PIB de los Estados Unidos de América (1 punto básico, al alza), por el nuevo dato de la tasa de interés activa del sistema bancario (15 puntos básicos, a la baja), por el nuevo dato de inflación (45 puntos básicos, al alza), por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (9 puntos básicos, al alza) y por el nuevo dato de la tasa de interés líder de la política monetaria (32 puntos básicos, a la baja).

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 presentado 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 prevalecen los factores que aconsejan restringir las condiciones monetarias, por lo que un ajuste en la tasa de interés líder de la política monetaria contribuiría a que, por un lado, se moderaran las expectativas

inflacionarias de los agentes económicos y, por el otro, se afianzara la credibilidad del Banco Central en el manejo de la política monetaria, aspecto de particular importancia para el cumplimiento de la meta de inflación para 2007 y para 2008.

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 los principales elementos de análisis y opiniones que pudieran ser útiles para la decisión en materia de tasa de interés líder, prevista para el miércoles 28 de marzo del presente año.

En cuanto al comportamiento de la inflación a febrero de 2007, en el Comité se enfatizó el hecho de que el ritmo inflacionario total se ubicó en 6.62%, por arriba de la meta de inflación de 5.0% (+/- 1 punto porcentual). Al realizar un análisis prospectivo (*forward looking*) del comportamiento de la inflación, se indicó que las proyecciones del ritmo inflacionario total para finales de 2007, realizadas mediante el promedio aritmético de los dos modelos econométricos que se vienen utilizando, apuntan a un ritmo inflacionario de 6.34%, porcentaje superior en 0.34 puntos porcentuales al límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida para dicho año (5.0% +/- 1 punto porcentual), lo que aconseja restringir las condiciones monetarias, mientras que para finales de 2008 se proyecta un ritmo inflacionario de 5.05%, porcentaje que se sitúa por arriba del valor puntual de la meta de inflación (4.5%), pero dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual. Se enfatizó también que en términos de las proyecciones del ritmo inflacionario subyacente, tanto el pronóstico para diciembre de 2007 como para diciembre de 2008 se ubican por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada para cada uno de esos años, por lo que, tomando en consideración que la inflación subyacente es la que tiene una relación estrecha con factores monetarios, tal situación aconseja restringir la política monetaria. Asimismo, se subrayó el hecho de que en un Esquema de Metas Explícitas de Inflación, deben tenerse presentes, al menos, dos aspectos. El primero se refiere a que los pronósticos de inflación de mediano plazo se consideran fundamentales, en virtud de que constituyen el ancla nominal de la política monetaria. El segundo aspecto se refiere a que las acciones de política monetaria no tienen un efecto inmediato, sino por el contrario, tienen un rezago en el control de la inflación, razón por la cual es conveniente adoptar

oportunamente medidas de restricción monetaria para el logro de la meta de inflación de mediano plazo.

El Comité también analizó los riesgos del entorno en que actualmente se ejecuta la política monetaria. En cuanto a los riesgos asociados al entorno externo, se discutió acerca de la evolución reciente y futura del precio internacional del petróleo. Al respecto, se destacó que el comportamiento al alza del referido precio, en los últimos dos meses, representa uno de los factores incluidos en el balance de riesgos de inflación que sugería un ajuste a las condiciones monetarias, sobre todo porque la política monetaria tiene un rol importante que desempeñar para aminorar, por una parte, los efectos de la inflación importada indirecta, derivados del alza en el precio internacional del petróleo y de sus derivados y, por la otra, las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, las que, en determinado momento, pueden afectar la asignación eficiente de los recursos económicos e incidir, principalmente, en la determinación de costos y precios futuros en el mercado de bienes y servicios.

En cuanto a los riesgos del entorno interno, se indicó que la variación intermensual del Índice de precios al Consumidor -IPC- registrada en febrero de 2007 (0.35%), se ubica por arriba de la observada en el mismo mes del año anterior (-0.03%). No obstante, se mencionó que la referida variación se ubica por debajo del promedio observado para febrero de los últimos seis años, que fue de 0.59%. En dichos años la inflación fue superior al 9%. Asimismo, se hizo énfasis en que el ritmo inflacionario total continúa registrando la tendencia creciente iniciada en octubre de 2006, la cual, de continuar, eventualmente podría exacerbar las expectativas de inflación de los agentes económicos, situación que sugiere restringir las condiciones monetarias.

En el Comité se enfatizó que del 6.62% del ritmo inflacionario observado en febrero, 0.57 puntos porcentuales se atribuyen a la inflación importada; por lo que 6.05% puntos porcentuales corresponden a la inflación interna, valor que se ubica ligeramente por arriba del límite superior de la meta de inflación determinada para 2007.

En el contexto descrito, el Comité manifestó que un análisis integral de variables e indicadores macroeconómicos indica que existen riesgos potenciales de inflación. Al respecto, se hizo énfasis en que es importante tomar en cuenta los elementos siguientes: a) Que desde octubre de 2006 se ha registrado una aceleración

en el comportamiento observado y proyectado para el mediano plazo de la inflación total y subyacente; b) Que en los últimos dos meses se ha registrado un incremento significativo en las expectativas de inflación, según la encuesta al panel de analistas privados; c) Que el Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, en su corrimiento mecánico de marzo, indica que la inflación tiende a incrementarse para finales de 2007 y de 2008, por lo que es necesario realizar ajustes graduales en la tasa de interés líder de la política monetaria; d) Que en el análisis del referido modelo, en el cual se incorpora el comportamiento de un grupo de variables macroeconómicas, se indica que existe una probabilidad alta de que la inflación se encuentre por encima de la meta establecida para finales de 2007; e) que la regularización del abastecimiento de numerario por parte del Banco Central ya se ha completado, pero la emisión monetaria continúa registrando un desvío importante; f) Que el comportamiento de la tasa pasiva de paridad indica que existe espacio para elevar moderadamente la tasa de interés líder, sin que esto repercuta en un mayor ingreso de capitales al país que genere presiones cambiarias; g) Que la economía del país continúa registrando un comportamiento dinámico, el cual se espera que permanezca durante el resto de 2007, lo que podría mezclarse con presiones inflacionarias vía demanda agregada; h) Que la orientación promedio de las variables indicativas, de acuerdo al índice sintético, se inclina hacia la conveniencia de restringir la política monetaria; i) Que desde el punto de vista fiscal, si bien se registró un superávit a febrero de 2007, podría registrarse a finales de año un déficit superior al observado en 2006, dado que el presente año es electoral; y, j) Que el último ajuste en la tasa de interés líder de la política monetaria se llevó a cabo en julio de 2006, de manera que sus efectos en la inflación ya finalizaron, de acuerdo a las estimaciones econométricas realizadas por los cuerpos técnicos.

Como resultado de la discusión y análisis, en el seno del Comité privó el criterio de que es aconsejable un incremento en la tasa de interés líder, teniendo en cuenta que la política monetaria, por una parte, debe actuar oportunamente con el propósito de fortalecer el mensaje de que la autoridad monetaria tiene el firme propósito de cumplir la meta de inflación determinada tanto para 2007 como para 2008, considerando que la política monetaria actúa con rezago sobre la inflación (como lo confirman los estudios empíricos realizados por los cuerpos técnicos del Banco de Guatemala) y, por la otra, que debía operar con una visión de mediano

plazo a fin de coadyuvar a que la senda de crecimiento económico sea sostenible en el tiempo, lo cual requiere necesariamente, entre otros factores, de un ambiente de estabilidad de precios.

En el contexto descrito, hubo consenso en que el aumento de la tasa de interés líder debe ser moderado (25 puntos básicos) para no producir volatilidad en las tasas de interés de corto plazo en el mercado de dinero y propiciar un ambiente positivo entre los agentes económicos (particularmente después de la coyuntura a que estuvo sometido el sistema bancario recientemente) y, por lo tanto, favorecer la sostenibilidad del crecimiento económico en el mediano plazo.

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 propuesta del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, que incluye la información que proporciona el flujo estimado de monetización 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 los cupos de captación para los plazos de 182 días y de 364 días se establecieran en Q15.0 millones y Q60.0 millones, respectivamente.

En lo que corresponde a la convocatoria a licitación de CDPs en dólares de los Estados Unidos de América, el Comité tomó en cuenta los vencimientos previstos de bonos del tesoro, expresados en dicha moneda y consideró que para la semana del 26 al 30 de marzo de 2007, 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 26 al 30 de marzo de 2007, 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 de liquidez. 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 operaciones de inyección de liquidez se realizarán a los plazos de 7 días, 14 días y 28 días, a tasas de interés de 6.50%, 6.60% y 6.75%, respectivamente, cuya garantía de

dichas operaciones se constituirá recibiendo únicamente títulos públicos, expresados en quetzales o en dólares de los Estados Unidos de América; para el caso de títulos expresados en quetzales, los mismos se recibirán a su valor nominal y para el caso de los títulos expresados en dólares de los Estados Unidos de América, por el equivalente en quetzales al tipo de cambio de referencia vigente el día de la operación. 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 la convocatoria para la licitación se realice el lunes 26 de marzo de 2007 a los plazos de 182 días y de 364 días, con un cupo de captación de Q15.0 millones y de Q60.0 millones, respectivamente. Las tasas de interés serán determinadas de acuerdo con las condiciones del mercado, reflejadas en las posturas que se reciban, considerando las tasas de interés de referencia establecidas por los departamentos técnicos.

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 el Banco de Guatemala podrá continuar 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 que estime convenientes. La tasa de interés a aplicar será determinada por una Comisión en la que participará la Presidencia, la Gerencia y el Departamento de Operaciones de

Estabilización Monetaria, del Banco de Guatemala, para lo cual se podrá tomar como referencia la tasa de interés para Letras del Tesoro de los Estados Unidos de América a plazos similares o la tasa de rendimiento de las inversiones de las reservas monetarias internacionales.

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, mediante la regla de participación aprobada por Junta Monetaria en resolución JM-168-2006.

SEXTO: Otros asuntos.

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