

## COMITÉ DE EJECUCIÓN

### ACTA NÚMERO 27-2007

Sesión 27-2007 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 veinte de abril de dos mil siete, a partir de las trece horas con treinta 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 26-2007 correspondiente a la sesión celebrada el 13 de abril de 2007.  
CIRCULA: proyecto de acta número 26-2007.

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

No habiendo observaciones, el Comité aprobó el acta número 26-2007.

**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 19 de abril de 2007, se registraron captaciones de depósitos a plazo -CDPs- por Q4,128.1 millones y vencimientos por Q3,334.6 millones, lo que dio como resultado captaciones netas por Q793.5 millones, asociadas a las operaciones realizadas en licitación (captaciones netas por Q86.1 millones), en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores (captaciones netas por Q660.6 millones) y en ventanilla (captaciones netas por Q46.8 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante el período del 13 al 19 de abril de 2007, para el caso de licitaciones, la tasa de interés de corte fue de 6.45% 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 5.25%.

Con relación a las operaciones de inyección de liquidez informó que, durante el período del 13 al 19 de abril de 2007 se efectuaron operaciones por Q29.7 millones, así: Q15.1 millones al plazo de 7 días a una tasa de interés de 6.75% y Q14.6 millones al plazo de 28 días a una tasa de interés de 7.00%, 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 13 al 19 de abril de 2007, la mínima fue de 5.14%, observada el 19 de abril de 2007 y la máxima de 5.38% registrada el 13 de abril 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 5.29%.

Por otra parte, informó que durante el período del 13 al 19 de abril de 2007, con relación a las operaciones con bonos del tesoro, se registraron colocaciones por Q231.2 millones y vencimientos por Q63.3 millones.

b) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 12 al 18 de abril de 2007, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$65.0 millones y el de venta fue de US\$69.6 millones y que los tipos de cambio promedio ponderado de las referidas operaciones mostraron una leve tendencia hacia la baja.

En efecto, el jueves 12 de abril fueron de Q7.65699 por US\$1.00 para la compra y de Q7.67434 por US\$1.00 para la venta, el viernes 13 de abril fueron de Q7.65692 y de Q7.67274, el lunes 16 de abril fueron de Q7.64874 y Q7.66879, el martes 17 de abril fueron de Q7.63917 y Q7.65740 y, finalmente el miércoles 18 de abril fueron de Q7.63205 y de Q7.64666. Asimismo, indicó que el tipo de cambio de referencia vigente para el 20 de abril del presente año es de Q7.63824 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 13 al 19 de abril de 2007 en el Sistema Privado Institucional de Divisas -SPID-, únicamente se realizaron operaciones el lunes 16 de abril por US\$0.2 millones, a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.66000 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 20 de abril de 2007, no se cerraron operaciones. Agregó que al viernes 20 de abril 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 18 de abril de 2007, el encaje diario del sistema bancario se ubicó en una posición negativa de Q169.2 millones, con una posición promedio de Q224.5 millones.

Destacó que en el período del 12 al 19 de abril 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 Q793.5 millones y en los depósitos del resto del sector público en el Banco de Guatemala por Q29.5 millones; y, la disminución en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q142.4 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 Q458.1 millones y en el saldo del encaje bancario por Q60.8 millones. En relación a los principales factores monetizantes de la Base Monetaria

Amplía, informó que éstos fueron la disminución en el saldo de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q458.1 millones y del encaje bancario en moneda extranjera por el equivalente a Q11.6 millones; mientras que los principales factores desmonetizantes fueron la disminución en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q142.4 millones; y, el incremento en los saldos de los depósitos a plazo mayores a 91 días constituidos en el Banco de Guatemala por Q132.9 millones y de los depósitos del resto del sector público en el Banco de Guatemala por Q29.5 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia indicó que, con la proyección a marzo de 2007, para diciembre de 2007 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 6.68% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 6.88%; el promedio simple de ambos modelos se sitúa en 6.78%, 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 4.99% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 5.82%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 5.41%, 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 marzo de 2007, estimada con un modelo auto regresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 7.26%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 6.50%; el promedio simple de ambos modelos es de 6.88%, 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 6.34%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 5.11%; el promedio simple de ambos modelos es de 5.73%, 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 12 de abril de 2007, el límite inferior fue de 4.65%, en tanto que el límite superior se ubicó en 8.60%; mientras que el promedio simple resultante entre la tasa de interés de reportos de 8 a 15 días (5.44%) y la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria de hasta 91 días (5.23%) se situó en 5.34%, 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 12 de abril de 2007, el límite inferior fue de 6.47% y el límite superior de 7.27%, en tanto que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 7.15%, 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 19 de abril de 2007, presenta una desviación de Q1,541.7 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, lo que sugiere una política monetaria invariable. La orientación ponderada de las desviaciones para la presente semana por Q770.9 millones estaría indicando restringir la política monetaria.

En cuanto a los medios de pago totales, el crecimiento interanual observado al 12 de abril de 2007 ascendió a 14.2%, el cual se ubica dentro del corredor estimado para dicha variable para la misma fecha (13.7% a 15.7%), lo que sugiere una política monetaria invariable; en tanto que la estimación econométrica de los medios de pago para diciembre de 2007 es de 10.8%, 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 -2.10%, 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 27.7%, el cual se ubica por arriba del límite superior del corredor estimado para el 12 de abril de 2007 (19.7% a 21.7%), 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 24.1%, 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 3.55%, 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 marzo de 2007, para diciembre de 2007 la proyección de inflación se ubica en 6.50%, 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 6.27%, 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 marzo de 2007, muestra un ritmo inflacionario de 6.82%, 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 la Junta Monetaria, se informó que el 54.56% de las mismas sugiere una orientación de política monetaria restrictiva; el 18.24% una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva; el 18.41 % una orientación de política monetaria invariable; 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 16 al 20 de abril

de 2007 era de Q7.694 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 del 16 al 19 de abril) era de Q7.647 por US\$1.00, con lo que el valor observado del tipo de cambio nominal se ubicó por debajo del límite superior 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 20 al 26 de abril de 2007, los cuales indican un excedente de liquidez primaria por Q4,464.8 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 -Q126.2 millones y el desvío observado de emisión monetaria por Q1,541.7 millones, resulta un excedente de liquidez agregada estimada para el referido período de Q5,880.3 millones; de darse estos factores, el Comité consideró que es necesario, para hacer compatible la oferta de emisión con la demanda programada, que los CDPs que vencen durante el período (Q4,103.1 millones, según registros al 19 de abril de 2007) tengan que recolocarse; y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q1,777.2 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 Q40.0 millones para 182 días y de Q170.0 millones para 364 días.

**TERCERO:** Balance de riesgos de inflación.

El Comité continuó el análisis iniciado la semana anterior, el cual deberá presentar a Junta Monetaria en su sesión del 25 de abril en la 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 19 de abril de 2007, el precio, internacional del petróleo para finales de dicho año se proyectaba en US\$67.77 por barril, superior a la cotización prevaleciente el 23 de marzo 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\$66.53 por barril. Cabe indicar que las proyecciones de febrero, marzo y abril 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 a factores de oferta, de demanda y de mercado. En cuanto a los factores de oferta, se mencionaron la percepción de mayor riesgo derivado del conflicto entre Estados Unidos de América e Irán y las perspectivas 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 los factores de demanda, se citaron el menor pesimismo en relación a los pronósticos de crecimiento económico de los Estados Unidos de América y el aumento en la demanda de productos derivados del crudo (principalmente gasolinas). En lo que concierne 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 informó que el precio internacional del maíz, según la Bolsa de Valores de Chicago, en febrero de 2007 registró un valor máximo de US\$7.93 el quintal (US\$7.19 en diciembre de 2006), luego exhibió una reducción hasta situarse el 20 de abril en US\$6.61 por quintal. De acuerdo con expertos internacionales, el aumento del referido precio en los últimos seis meses, obedece al hecho de que se viene utilizando como materia prima para producir etanol, especialmente en los Estados Unidos de América. Se indicó que el incremento en el precio del maíz incide, a su vez, en el precio interno de otros bienes, por ejemplo, productos de tortillería y carnes (de aves, de res y de porcino).

Se indicó que en marzo de 2007, el índice compuesto de la inflación de los principales socios comerciales de Guatemala fue de 3.66%, porcentaje superior en 0.35 puntos porcentuales al registrado el mes previo (3.31 %). Para finales de 2007 se estima que dicha inflación se situó en alrededor de 3.20%. Se mencionó que en el caso particular de los Estados Unidos de América, el ritmo inflacionario en marzo de 2007 se ubicó en 2.78%, superior en 0.36 puntos porcentuales al registrado el mes previo (2.42%). En ese contexto, y tomando en cuenta que dicho país tiene el mayor peso relativo dentro del referido índice, se consideró que por esa 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 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 relativo a la actividad económica de los Estados Unidos de América, se mencionó que el ritmo de crecimiento de 2006 fue de 3.3% y según Consensus Forecast, para finales de 2007 la tasa de crecimiento económico se proyecta en alrededor de 2.3%. La reducción en el ritmo de crecimiento económico de los Estados Unidos de América, de acuerdo a expertos internacionales, se asocia tanto a la desaceleración prevista en el consumo privado como en el mercado de bienes raíces.

En cuanto a las condiciones internas, se indicó que en relación al comportamiento de las variables sujetas a seguimiento en el programa monetario, al 19 de abril de 2007, el nivel de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala se ubicaba, en promedio, en alrededor de Q77.0 millones por debajo de lo programado, mientras que la emisión monetaria registraba un desvío promedio de aproximadamente Q1,409.0 millones por arriba del límite superior del corredor programado.

En lo que se refiere a la situación de las finanzas públicas, se indicó que, de acuerdo con cifras preliminares al 31 de marzo de 2007, se registró un superávit de Q155.4 millones, equivalente a 0.1 % del PIB, lo que contrasta con el déficit de Q128.9 millones en marzo de 2006, equivalente a 0.1 % del PIB. En dicho resultado influyó el hecho de que, respecto de marzo de 2006, los ingresos totales y los gastos totales crecieron Q1,315.8 millones y Q1,031.5 millones, respectivamente.

En lo que corresponde a la inflación, se indicó que la variación intermensual del Índice de Precios al Consumidor -IPC- en marzo de 2007 fue de 0.86%, superior en 0.38 puntos porcentuales a la registrada en marzo de 2006 (0.48%) y superior en 0.27 puntos porcentuales al promedio de las variaciones registradas en marzo desde 2001 (0.59%).

En lo relativo a las variables indicativas (Anexo 3) se señaló que, al comparar su situación a la fecha que se informa con respecto a la observada el 23 de marzo (última fecha en que el Comité analizó el nivel de la tasa de interés líder), si bien la orientación individual de cada variable permaneció sin cambios, las ponderaciones

para los pronósticos de inflación cambiaron, en virtud de los nuevos datos de inflación observados a marzo, de manera que disminuyó la importancia relativa de dichos pronósticos para 2007 y aumentó para 2008. En ese sentido, conforme al peso relativo asignado a las variables indicativas por los miembros de la Junta Monetaria, se informó que el 54.56% de las variables aconseja una orientación de política monetaria restrictiva (54.90% el mes anterior); el 18.24% aconseja una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (17.90% el mes anterior); el 18.41 % sugiere una orientación de política monetaria invariable (igual porcentaje el mes anterior); y, el restante 8.79% aconseja una orientación de política monetaria relajada (igual porcentaje el mes anterior).

Por último, las proyecciones econométricas de la inflación, elaboradas con base en datos observados a marzo de 2007, indicaban que la proyección para diciembre de 2007 tanto del ritmo inflacionario total como del ritmo inflacionario subyacente, se ubicaban 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 ubicaba 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 marzo, indicaban que el referido panel proyectaba 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 (del 8 de marzo al 7 de abril de 2007) afectan los riesgos que rodean al pronóstico del primer corrimiento del MMS en 2007 (presentado en febrero del referido año). Su generación se fundamenta en corrimientos iterativos y mecánicos del MMS utilizando los nuevos datos (históricos y/o pronosticados) de las diversas variables que alimentan la base de datos del modelo en cuestión. Señalaron también que el reporte mensual de riesgos de inflación 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 el contrario, dicho reporte se limita a presentar el resultado de procesar los nuevos datos disponibles en un corrimiento mecánico del MMS. Por consiguiente, indicaron que los resultados cuantitativos presentados en este tipo de reporte no deben ser interpretados literalmente, sino únicamente como indicativos de la dirección de los riesgos en torno al primer corrimiento del MMS en 2007.

Con relación al efecto de los nuevos datos disponibles sobre el pronóstico de inflación interanual, indicaron que dicho efecto apunta hacia un aumento del riesgo de inflación, dado que la trayectoria generada por el corrimiento mecánico del MMS efectuado en abril se desplaza a tasas de inflación superiores en comparación con la trayectoria generada en febrero por el pronóstico del primer corrimiento del MMS en 2007. 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 196 céntimos de punto porcentual, al pasar de 5.79% a 7.75%. Dicho comportamiento es explicado por el nuevo pronóstico del precio del diesel (63 céntimos de punto porcentual, al alza), por el nuevo pronóstico del PIB de los Estados Unidos de América (1 céntimo de punto porcentual, a la baja), por el nuevo dato de la tasa de interés 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 (8 céntimos de punto porcentual, a la baja), por el nuevo dato de inflación (130 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 tasa de interés líder de la política monetaria (8 céntimos de punto porcentual, al alza).

En términos de la tasa de interés líder, el promedio de dicha variable para los trimestres comprendidos entre el primero y el cuarto de 2007, aumenta en 21 puntos básicos, al pasar de 5.67% (en el pronóstico del primer corrimiento de 2007) a 5.88% (en el corrimiento mecánico de abril de 2007). Tal incremento es explicado por el efecto del nuevo pronóstico del diesel (36 puntos básicos, al alza), por el nuevo

pronóstico de la inflación de los Estados Unidos de América (2 puntos básicos, a la baja), por el nuevo pronóstico del PIB de los Estados Unidos de América (1 punto básico, a la baja), por el nuevo dato de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (3 puntos básicos, a la baja), por el nuevo dato de la tasa de interés activa del sistema bancario (14 puntos básicos, a la baja), por el nuevo dato de inflación (79 puntos básicos, al alza), por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (13 puntos básicos, al alza) y por el nuevo dato de la tasa de interés líder de la política monetaria (87 puntos básicos, a la baja).

Luego 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, indicaron que la proyección para el cuarto trimestre de 2008 aumenta en 60 céntimos de punto porcentual, al pasar de 4.83% a 5.43%. Dicho aumento es explicado por el nuevo pronóstico del diesel (14 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 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 (5 céntimos de punto porcentual, a la baja), por el nuevo dato de inflación (32 céntimos de punto porcentual, al alza), por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (6 céntimos de punto porcentual, al alza) y por el nuevo dato de la tasa de interés líder de la política monetaria (15 céntimos de punto porcentual, al alza).

En términos de la tasa de interés líder de la política monetaria, señalaron que el promedio de dicha variable, para los trimestres comprendidos entre el primero de 2007 y el cuarto de 2008, aumenta en 30 puntos básicos, al pasar de 5.32% (en el pronóstico del primer corrimiento de 2007) a 5.62% (en el corrimiento mecánico de abril de 2007). Tal comportamiento es explicado por el nuevo pronóstico del diesel (22 puntos básicos, al alza), por el nuevo pronóstico de la inflación de los Estados Unidos de América (2 puntos básicos, a la baja), por el nuevo pronóstico del PIB de los Estados Unidos de América (1 punto básico, a la baja), por el nuevo dato de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (3 puntos básicos, a la baja), por el nuevo dato de la tasa de interés activa del sistema bancario (11 puntos básicos, a la baja), por el nuevo dato de inflación (56 puntos básicos, al alza), por el nuevo dato del tipo

de cambio nominal (10 puntos básicos, al alza) y por el nuevo dato de la tasa de interés líder de la política monetaria (41 puntos básicos, a la baja).

En resumen, los departamentos técnicos indicaron que, con relación al primer corrimiento del MMS en 2007 (febrero), el corrimiento mecánico de abril indica una trayectoria de tasas de inflación más altas (con riesgo de incumplir la meta de inflación de 2007) y una trayectoria de tasas de interés líder más altas (incluyendo un incremento sustancial a partir del segundo trimestre de 2007).

**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, por un lado, a moderar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos y, por el otro, a afianzar la credibilidad del Banco Central en el manejo de la política monetaria, aspecto que reviste especial 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 presentar a Junta Monetaria los principales elementos de análisis y reflexiones que pudieran ser útiles para la decisión en materia de tasa de interés líder, prevista para el miércoles 25 de abril.

En cuanto al comportamiento de la inflación a marzo de 2007, en el Comité se enfatizó el hecho de que el ritmo inflacionario total se ubicó en 7.02%, por arriba de la meta de inflación de 5.0% (+/- 1 punto porcentual). Al realizar un análisis prospectivo 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, apuntaban a un ritmo inflacionario de 6.78%, porcentaje superior en 0.78 puntos porcentuales al límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida para dicho año (5% +/- 1 punto porcentual), lo que aconsejaba restringir las condiciones monetarias,

mientras que para finales de 2008 se proyectaba un ritmo inflacionario de 5.41%, porcentaje que aunque todavía se situaba dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual, estaba cercano al límite superior de dicho margen y su tendencia era creciente. Se subrayó que las proyecciones del ritmo inflacionario subyacente, tanto para diciembre de 2007 como para diciembre de 2008, se ubicaban por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada para cada uno de esos años, razón por la cual, tomando en consideración que la inflación subyacente es la que tiene una relación más estrecha con factores monetarios, se aconsejaba restringir la política monetaria.

Adicionalmente, se destacó 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 relaciona con el hecho de que las acciones de política monetaria no tienen un efecto inmediato, sino que tienen un rezago en el control de la inflación, por lo que es conveniente adoptar oportunamente medidas de restricción monetaria para el logro de la metas de inflación.

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 tres meses, representa uno de los factores incluidos en el balance de riesgos de inflación que sugería un ajuste a las condiciones monetarias, en virtud de que la política monetaria tiene un rol importante que desempeñar para aminorar, por una parte, los efectos de la inflación importada indirecta 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 en la determinación de costos y precios futuros en el mercado de bienes y servicios.

Adicionalmente, se mencionó que la tendencia que viene experimentando el precio internacional del maíz desde octubre de 2006, también es un elemento que debe tenerse en cuenta en la decisión sobre el nivel de la tasa de interés líder. En efecto, dada la incidencia del referido precio internacional en el precio interno del maíz y éste, a su vez, en otros precios de la canasta básica (como productos de tortillería y

algunas carnes), es aconsejable no sólo darle seguimiento, sino también considerarlo como una fuente adicional de presiones inflacionarias por el lado de la oferta.

En cuanto a los riesgos del entorno interno, se indicó que la variación intermensual del Índice de Precios al Consumidor - IPC- registrada en marzo de 2007 (0.86%), se ubicaba por arriba de la observada en el mismo mes del año anterior (0.48%), así como del promedio observado para marzo de los últimos seis años, que fue de 0.59%. Asimismo, se hizo énfasis en que el ritmo inflacionario total continuaba registrando la tendencia creciente iniciada en octubre de 2006, la cual, de continuar en los próximos meses, podría exacerbar las expectativas de inflación de los agentes económicos, situación que sugería restringir las condiciones monetarias.

En el Comité se enfatizó que del 7.02% del ritmo inflacionario observado en marzo, 0.43 puntos porcentuales se atribuían a la inflación importada; por lo que 6.59 puntos porcentuales correspondían a la inflación interna, valor que se ubicaba 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. Sobre el particular, se hizo énfasis en que era importante tomar en cuenta los elementos siguientes: i) Que desde octubre de 2006 se ha registrado una aceleración en el comportamiento observado y proyectado de la inflación total y subyacente, lo que evidencia la presencia de presiones inflacionarias, tanto por el lado de la oferta (alza en el precio internacional del petróleo-derivados y del maíz), como por el lado de la demanda ( excedentes de liquidez primaria que se reflejan en el comportamiento de la inflación subyacente ); ii) Que el Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, en su corrimiento mecánico de abril, ilustra que la inflación mantiene una tendencia al alza para finales de 2007 y de 2008, tendencia que se refleja con mayor intensidad si se compara con el corrimiento mecánico de marzo y con el primer corrimiento del MMS en 2007 (realizado en febrero), por lo que dicho modelo aconseja realizar ajustes graduales en la tasa de interés líder de la política monetaria; iii) Que en el análisis del referido modelo, en el que 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; iv) Que si bien es cierto que en las últimas semanas el tipo de cambio nominal ha mostrado un comportamiento hacia la apreciación (por estacionalidad), también lo es que en

términos acumulados (del 31 de diciembre de 2006 al 19 de abril de 2007) exhibió una depreciación de 0.24% que contrasta con las apreciaciones observadas en el mismo período de 2006 y de 2005, las cuales fueron de 0.32% y de 1.64%, en su orden; v) Que no obstante en la últimas semanas se ha venido observando una desaceleración en la variación interanual de los medios de pago y del crédito bancario, el comportamiento de esta última variable se encuentra por arriba del nivel que se estimó, congruente con la tasa de crecimiento económico prevista para 2007 y con la meta de inflación de 5% +/- 1 punto porcentual; vi) Que aproximadamente el 44% de las operaciones de estabilización monetaria se concentra en plazos menores a un año, lo que constituye una fuente potencial de liquidez; vii) Que la actividad productiva del país continúa registrando un comportamiento dinámico, razón por la cual sería poco probable que un alza en la tasa de interés líder induzca una desaceleración en la tasa de crecimiento económico prevista, pero enviaría un mensaje claro a los agentes económicos del compromiso de la autoridad monetaria en cuanto a mantener la estabilidad del nivel general de precios, aspecto que moderaría las presiones inflacionarias; viii) Que la orientación promedio de las variables indicativas, de acuerdo al índice sintético, se inclinaba hacia la conveniencia de restringir la política monetaria; y, ix) Que la ejecución de las finanzas públicas a marzo de 2007 registró un superávit en relación a igual periodo de 2006, aun cuando se atendieron obligaciones extraordinarias con el Tribunal Supremo Electoral (por Q409.0 millones) y con el Fondo para la Protección del Ahorro (por Q273.6 millones); en todo caso se resaltó que se estima un déficit fiscal para 2007 superior al observado en 2006.

Como resultado de la discusión y del análisis, en el seno del Comité privó el criterio de que era aconsejable un incremento en la tasa de interés líder de la política monetaria, tomando en cuenta, por una parte, que las acciones de política monetaria deben implementarse en forma oportuna con el propósito de confirmar 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 debe 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 de la política monetaria debe ser moderado (de 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 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 Q40.0 millones y Q170.0 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 abril 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 23 al 27 de abril 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 que mantengan el *spread* actual sobre la tasa líder de política monetaria; es decir, de 1.50 puntos porcentuales para el plazo de 7 días; de 1.60 puntos porcentuales para el plazo de 14 días; y, de 1.75 puntos porcentuales para el plazo de 28 días. La 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 23 de abril de 2007 a los plazos de 182 días y de 364 días, con cupos de captación de Q40.0 millones y de Q170.0 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 treinta minutos, en el mismo lugar y fecha al inicio indicados, firmando de conformidad los participantes.