

## COMITÉ DE EJECUCIÓN

### ACTA NÚMERO 32-2007

Sesión 32-2007 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 veinticinco de mayo de dos mil siete, a partir de las trece horas con veinticinco 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 31-2007 correspondiente a la sesión celebrada el 18 de mayo de 2007.  
CIRCULÓ: proyecto de acta número 31-2007.

**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:** Segundo corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- en 2007.

**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.

Un miembro del Comité de Ejecución solicitó que la aprobación del Acta 31-2007 se pospusiera para la próxima sesión. El Comité estuvo de acuerdo con la propuesta.

**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 18 al 24 de mayo de 2007, se registraron captaciones de depósitos a plazo -CDPs- por Q4,458.9 millones y vencimientos por Q3,231.1 millones, lo que dio como resultado captaciones netas por Q1,227.8 millones, asociadas a las operaciones realizadas en licitación (vencimientos netos por Q4.7 millones), en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores (captaciones netas por Q1,007.7 millones) y en ventanilla (captaciones netas por Q224.8 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante el período del 18 al 24 de mayo de 2007, para el caso de licitaciones, la tasa de interés de corte fue de 6.65% 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 5.50%.

Con relación a las operaciones de inyección de liquidez informó que, durante el período del 18 al 24 de mayo de 2007 se efectuaron operaciones por Q8.1 millones, al plazo de 28 días, a la tasa de interés de 7.25%, 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 18 al 24 de mayo de 2007, la mínima fue de 5.34%, observada el 22 de mayo de 2007 y la máxima de 5.53% registrada el 18 de mayo 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 5.45%.

Por otra parte, informó que durante el período del 18 al 24 de mayo de 2007, con relación a las operaciones con bonos del tesoro, se registraron colocaciones por Q161.0 millones y vencimientos por Q10.0 millones y US\$3.2 millones.

b) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 17 al 23 de mayo de 2007, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$62.9

millones y el de venta fue de US\$64.4 millones y que los tipos de cambio promedio ponderado de las referidas operaciones mostraron una leve tendencia hacia la baja y luego se revirtió hacia el alza. En efecto, el jueves 17 de mayo fueron de Q7.63755 por US\$1.00 para la compra y de Q7.65685 por US\$1.00 para la venta, el viernes 18 de mayo fueron de Q7.64278 y de Q7.66643, el lunes 21 de mayo fueron de Q7.63555 y de Q7.65319, el martes 22 de mayo fueron de Q7.62953 y de Q7.64642 y, finalmente el miércoles 23 de mayo fueron de Q7.63861 y de Q7.65827. Asimismo, indicó que el tipo de cambio de referencia vigente para el 25, 26 y 27 de mayo del presente año es de Q7.65013 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 18 al 24 de mayo de 2007 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 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 21 al 25 de mayo de 2007, no se cerraron operaciones. Agregó que al viernes 25 de mayo no existe precio de referencia para el mercado a liquidarse en junio de 2007, en virtud de que no se han cerrado operaciones.

c) El Director del Departamento de Estudios Económicos informó que, entre el 17 y el 23 de mayo de 2007, según cifras preliminares, la posición diaria de encaje del sistema bancario pasó de Q188.3 millones a una posición negativa de Q639.2 millones (variación que incluye operaciones de inyección de liquidez del Banco de Guatemala por un monto neto negativo de Q8.3 millones). Por su parte, la posición promedio en el citado período pasó de Q400.3 millones a Q255.1 millones.

Destacó que en el período del 17 al 24 de mayo de 2007, el principal factor desmonetizante de la emisión monetaria fue el incremento en el saldo de los depósitos a plazo constituidos en el Banco Central por Q1,227.8 millones; mientras que los principales factores monetizantes fueron la disminución del saldo del encaje bancario por Q890.7 millones, de los depósitos del resto del sector público en el

Banco de Guatemala por Q62.1 millones y de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q45.3 millones; y, el incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q15.2 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 Q220.8 millones y del encaje bancario en moneda extranjera por el equivalente a Q24.3 millones; mientras que los principales factores monetizantes fueron la disminución en el saldo de los depósitos del resto del sector público en el Banco de Guatemala por Q62.1 millones y de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q45.3 millones; y, el incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q15.2 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia indicó que, con la proyección a abril de 2007, para diciembre de 2007 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 6.55% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 6.68%; el promedio simple de ambos modelos se sitúa en 6.62%, 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 4.97% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 5.89%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 5.43%, 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 abril de 2007, estimada con un modelo auto regresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 7.00%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 6.32%; el promedio simple de ambos modelos es de 6.66%, 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 6.21%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 5.22%; el promedio

simple de ambos modelos es de 5.72%, 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 17 de mayo de 2007, el límite inferior fue de 4.60%, en tanto que el límite superior se ubicó en 8.55%; mientras que el promedio simple resultante entre la tasa de interés de reportos de 8 a 15 días (5.74%) y la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria de hasta 91 días (5.46%) se situó en 5.60%, 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 17 de mayo de 2007, el límite inferior fue de 6.39% y el límite superior de 7.19%, en tanto que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 7.19%, la cual se ubica en el límite superior 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 24 de mayo de 2007, presenta una desviación de Q1,227.7 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 Q92.5 millones por debajo del límite inferior del corredor programado, lo que sugiere una política monetaria relajada. La orientación ponderada de las desviaciones para la presente semana por Q567.6 millones estaría indicando restringir la política monetaria.

En cuanto a los medios de pago totales, el crecimiento interanual observado al 17 de mayo de 2007 ascendió a 13.2%, el cual se ubica por debajo del límite inferior del corredor estimado para dicha variable para la misma fecha (13.7% a 15.7%), lo que sugiere una política monetaria relajada; en tanto que la estimación econométrica de los medios de pago para diciembre de 2007 es de 10.4%, 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 -2.55%, 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 26.8%, el cual se ubica por arriba del límite superior del

corredor estimado para el 17 de mayo de 2007 (20.8% a 22.8%), 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 22.9%, la cual se ubica dentro del rango esperado (21.0% a 23.0%), lo que sugiere una política monetaria invariable. La orientación promedio de las desviaciones para la presente semana es de 2.00%, 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 abril de 2007, para diciembre de 2007 la proyección de inflación se ubica en 6.94%, 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 6.68%, 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 abril de 2007, muestra un ritmo inflacionario de 6.62%, 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 mayo para pronosticar el ritmo de inflación total, proyecta para diciembre de 2007 un ritmo inflacionario de 6.99%, 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 6.39%, lo que estaría sugiriendo una política monetaria restrictiva. Asimismo, el pronóstico de dicho modelo para un horizonte de mediano plazo, proyecta para diciembre de 2008 un ritmo inflacionario de 5.45%, 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 5.09%, 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, el Pronóstico de Inflación para diciembre de 2007, derivado del segundo corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, pasó de sugerir una política monetaria moderadamente restrictiva a aconsejar una política monetaria restrictiva. En ese sentido, de acuerdo al peso relativo asignado a las variables indicativas por los miembros de la Junta Monetaria, se

informó que el 58.22% de las mismas sugiere una orientación de política monetaria restrictiva (54.17% la semana previa); el 14.58% una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (18.63% la semana previa); el 18.41% una orientación de política monetaria invariable (igual porcentaje la semana previa); y, el restante 8.79% sugiere una política monetaria relajada (igual porcentaje la semana previa).

Por otra parte, indicó que con relación al comportamiento del tipo de cambio nominal, los límites superior e inferior del corredor estimado para la semana del 21 al 25 de mayo de 2007 eran de Q7.714 y de Q7.594 por US\$1.00, respectivamente; en tanto que el nivel observado (calculado como el promedio del tipo de cambio en el Mercado Institucional de Divisas para el período comprendido entre el 21 y el 24 de mayo) era de Q7.646 por US\$1.00, con lo que el valor observado del tipo de cambio nominal se ubicó dentro del referido corredor.

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 25 al 31 de mayo de 2007, los cuales indican un excedente de liquidez primaria por Q4,711.3 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 negativa por Q299.7 millones y el desvío observado de emisión monetaria por Q1,227.7 millones, resulta un excedente de liquidez agregada estimada para el referido período de Q5,639.3 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 (Q4,536.6 millones, según registros al 24 de mayo de 2007) tengan que recolocarse y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q1,102.6 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 91 días y de Q160.0 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 30 de mayo de 2007 en la que, conforme al calendario aprobado, dicho cuerpo colegiado tomará una decisión

respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria. Para tal efecto, los departamentos técnicos presentaron al Comité el balance de riesgos de inflación, enfatizando los aspectos siguientes:

En cuanto a las condiciones externas, se indicó que el precio internacional del petróleo, al 24 de mayo de 2007 se ubicó, en promedio, en US\$63.44 por barril, lo que significa una disminución de US\$0.60 por barril (0.94%) respecto del precio promedio registrado durante abril de 2007 (US\$64.04 por barril). Por su parte, el precio del crudo para entrega en diciembre de 2007, según el servicio informativo *Bloomberg*, se situó el 24 de mayo en US\$68.66 por barril, superior en US\$0.35 (0.51%) con respecto al precio registrado para la misma posición el 20 de abril de 2007 (última fecha en la que el Comité de Ejecución analizó el nivel de la tasa de interés líder), que fue de US\$68.31 por barril. Al respecto, según informes de expertos internacionales, la referida alza en el precio del crudo y sus derivados se asocia a factores de oferta, de demanda y de mercado. En cuanto a los factores de oferta, se mencionaron la disminución de la producción de gasolina en los Estados Unidos de América; la percepción de mayor riesgo derivado del conflicto entre los Estados Unidos de América e Irán; los ataques a instalaciones petroleras en Nigeria; y, las perspectivas relativas a la menor producción por parte de los países no miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo. Por el lado de los factores de demanda, se citaron los 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 crudo en dicho país (principalmente gasolina). 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. Adicionalmente, se enfatizó que desde hace varias semanas el precio de las gasolinas (superior y regular) en los Estados Unidos de América ha mantenido una tendencia al alza, lo que ha incidido en que el precio de las gasolinas en Guatemala siga la misma tendencia. Asimismo, se destacó que el incremento reciente en el precio de las gasolinas en los Estados Unidos de América obedece a la disminución de la producción de gasolina, debido a que se están realizando reparaciones en algunas de las refinerías más importantes de dicho país.

En cuanto al comportamiento del precio internacional del maíz, se informó que éste ha registrado alzas importantes desde noviembre de 2006, alcanzando en

febrero de 2007 su mayor cotización, al ubicarse en US\$7.93 por quintal. A partir de dicho mes, se ha observado una ligera tendencia hacia la baja, ubicándose al 17 de mayo de 2007 en US\$6.67 por quintal. De acuerdo a información del Instituto Nacional de Estadísticas -INE-, el comportamiento del precio del maíz amarillo y blanco en el país (con ponderaciones en el Índice de Precios al Consumidor -IPC- de 0.07% y 0.75%, respectivamente) ha mantenido una tendencia al alza.

Se indicó que el índice compuesto de la inflación de los principales socios comerciales de Guatemala disminuyó en abril, ubicándose en 3.27%, inferior en 0.16 puntos porcentuales al registrado en diciembre de 2006 (3.43%). 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 abril se ubicó en 2.57%, inferior en 0.21 puntos porcentuales al ritmo inflacionario observado en marzo (2.78%). En ese sentido, 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 continúan siendo moderados.

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 el servicio informativo *Bloomberg*, se espera que dicha tasa de interés permanezca invariable en 5.25%, luego de la reunión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América a realizarse el 28 de junio de 2007.

En lo que se refiere a la actividad económica de los Estados Unidos de América, se mencionó que el ritmo de crecimiento a marzo de 2007 fue de 2.1%, proyectándose la misma tasa de crecimiento para finales de 2007, lo cual, de acuerdo con análisis de expertos internacionales se asocia, entre otros, tanto a la desaceleración del consumo privado como de la inversión privada, así como a la menor actividad prevista en el mercado de vivienda.

En cuanto a las condiciones internas, se indicó que respecto a las variables sujetas a seguimiento en el programa monetario, se observa que, al 24 de mayo de 2007, el nivel de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala se ubica, en promedio, en alrededor de Q89.0 millones por debajo de lo programado, mientras que la emisión monetaria registra un desvío promedio de aproximadamente Q1,400.0 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 30 de abril de 2007, se registró un superávit de Q374.6 millones, equivalente a 0.1% del PIB (superávit de Q542.0 millones a abril de 2006, equivalente a 0.2% del PIB). En dicho resultado influyó el hecho de que, respecto de abril de 2006, los ingresos totales y los gastos totales crecieron Q1,590.9 millones y Q1,758.3 millones, respectivamente.

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 20 de abril de 2007 (última fecha en que el Comité analizó el nivel de la tasa de interés líder), 58.22% de las variables aconseja una orientación de política monetaria restrictiva (54.56% el mes anterior); 14.58% aconseja una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (18.24% el mes anterior); 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).

Se indicó que el ritmo inflacionario total y el ritmo inflacionario subyacente observados a abril de 2007, aunque registraron una reducción importante respecto del mes anterior, aún se encuentran por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria para 2007 (5.0% +/- 1 punto porcentual), al situarse en 6.40% y 6.20%, respectivamente. Asimismo, señaló que el ritmo de crecimiento interanual tanto del crédito bancario al sector privado como de los medios de pago totales continúa desacelerándose.

En cuanto a la proyección econométrica de la inflación total y subyacente para diciembre de 2007 (6.62% y 6.66%, en su orden) y la proyección econométrica de la inflación subyacente para diciembre de 2008 (5.72%), indicó que se ubican por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada para cada uno de esos años. Por su parte, la proyección econométrica de la inflación total para diciembre de 2008 (5.43%), se ubica por arriba del valor puntual de la meta de inflación, pero dentro del margen de tolerancia establecido para dicho año.

Por último, las expectativas de inflación del panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en abril, 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:** Segundo corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural - MMS- en 2007.

Los departamentos técnicos del Banco de Guatemala presentaron al Comité el segundo corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- en 2007, 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 de la política monetaria, con respecto del pronóstico generado en el primer corrimiento del MMS en 2007, realizado en febrero de 2007. Sobre el particular, se indicó que el pronóstico de inflación interanual para diciembre de 2007, generado en el segundo corrimiento de 2007 (6.99%), es mayor en 1.20 puntos porcentuales al pronóstico generado, para la misma fecha, en el primer corrimiento de 2007 (5.79%). Dicho aumento en el pronóstico de inflación se explica, principalmente, por cambios en los factores siguientes: pronóstico de inflación de corto plazo (0.68%) y precio del diesel (0.30%). Se indicó, asimismo, que el pronóstico de inflación para diciembre de 2008, generado en el segundo corrimiento de 2007 (5.45%), es mayor en 0.62 puntos porcentuales al pronóstico generado, para la misma fecha, en el primer corrimiento de 2007 (4.83%). En este caso, el aumento en el pronóstico se explica, principalmente, por cambios en los factores siguientes: pronóstico de inflación de corto plazo (0.18%), precio del diesel (0.13%), tasa de interés líder de la política monetaria (0.09%), cambios de calibración en el modelo (0.08%) y tipo de cambio nominal (0.07%).

Con relación a la tasa de interés líder de la política monetaria, se indicó que el pronóstico promedio para los cuatro trimestres de 2007, generado en el segundo corrimiento de 2007 (6.39%), es mayor en 72 puntos básicos al pronóstico generado, para el mismo período, en el primer corrimiento de 2007 (5.67%). Este aumento se explica, principalmente, por cambios en los factores siguientes: pronóstico de inflación de corto plazo (47 puntos básicos), tasa de interés líder de la política monetaria (-46 puntos básicos), precio del diesel (27 puntos básicos), cambios de calibración en el modelo (23 puntos básicos) y tipo de cambio nominal (17 puntos básicos). Por su parte, el pronóstico de tasa de interés líder de la política monetaria promedio para los ocho trimestres comprendidos entre el primero de 2007 y el cuarto de 2008, que fue generado en el segundo corrimiento de 2007 (5.90%), es mayor en 63 puntos básicos al pronóstico promedio generado, para el mismo período, en el primer corrimiento de 2007 (5.27%). El aumento de este pronóstico promedio se explica, principalmente,

por cambios en los factores siguientes: pronóstico de inflación de corto plazo (50 puntos básicos), cambios de calibración en el modelo (28 puntos básicos), tasa de interés líder de la política monetaria (-19 puntos básicos), filtros estadísticos (-18 puntos básicos), precio del diesel (13 puntos básicos) y tipo de cambio nominal (13 puntos básicos).

Adicionalmente, se indicó que el pronóstico de inflación interanual apuntaría a que, para 2007, en ausencia de una política monetaria más activa y de presentarse factores de carácter exógeno, el ritmo inflacionario total podría ubicarse por arriba de la meta de inflación establecida por la Junta Monetaria en la resolución JM-168-2006; en tanto que para finales de 2008, la inflación interanual se estaría ubicando dentro de la meta de política monetaria correspondiente.

Seguidamente 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 primer corrimiento de 2007, existía un 34.54% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encontrara dentro de la meta de política para 2007, un 46.02% de probabilidad de que la tasa en cuestión se ubicara por arriba de la meta y un 19.44% 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 segundo corrimiento de 2007, hay un 24.12% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encuentre dentro de la meta de política monetaria para diciembre de 2007, un 72.13% de probabilidad de que la tasa en cuestión se sitúe por encima de la meta y un 3.75% de probabilidad de que la tasa de inflación se ubique por debajo de la referida meta de política monetaria. Por tanto, el riesgo de exceder la meta de inflación para fines de 2007 se incrementó.

Por otra parte, de acuerdo con el pronóstico generado en el primer corrimiento de 2007, existía un 28.10% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encontrara dentro de la meta de política para 2008, un 40.19% de probabilidad de que la tasa en cuestión se ubicara por arriba de la meta y un 31.71% 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 segundo corrimiento de 2007, hay un 26.75% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encuentre dentro de la meta de política monetaria para diciembre de 2008, hay 48.62% de probabilidad de que la tasa en cuestión se sitúe por encima de la meta y un 24.63% de probabilidad

de que la tasa de inflación se ubique por debajo de la referida meta de política monetaria. Por tanto, el riesgo de exceder la meta de inflación para fines de 2008 también se incrementó.

Se indicó que los pronósticos de inflación mencionados son condicionales a que el Banco Central lleve a cabo una política monetaria activa que busque la consecución de la meta de inflación de mediano y largo plazos. En ese sentido, la tasa de interés líder compatible con el pronóstico del MMS generado en el segundo corrimiento de 2007 pasa de un valor observado de 5.00% en el primer trimestre de 2007 a 6.23% en el segundo trimestre de 2007 y a 6.54% en el tercer trimestre de dicho año, período a partir del cual se observaría una trayectoria descendente que llega a 5.09% en el cuarto trimestre de 2008. Comparando la nueva trayectoria con la trayectoria del primer corrimiento del MMS en 2007, las tasas de interés de política monetaria prescritas por el segundo corrimiento de 2007 son mayores, lo que es consistente con los mayores pronósticos de inflación de dicho corrimiento.

**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, los pronósticos de inflación derivados del segundo corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- correspondiente a 2007, así como el comportamiento de las variables indicativas de la política monetaria, arribaron a la conclusión de que si bien prevalecen algunos factores que sugieren restringir las condiciones monetarias, la prudencia aconseja en esta oportunidad realizar una pausa en las medidas de restricción monetaria, lo que implica mantener invariable la tasa de interés líder de la política monetaria.

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 30 de mayo de 2007.

En cuanto al comportamiento de la inflación a abril de 2007, en el Comité se enfatizó el hecho de que el ritmo inflacionario total se ubicó en 6.40%, inferior al registrado en marzo (7.02%), deteniendo la tendencia creciente que venía exhibiendo

desde noviembre de 2006. Al realizar un análisis prospectivo del comportamiento de la inflación, se indicó que la proyección del ritmo inflacionario total para finales de 2007, realizada mediante el promedio aritmético de los dos modelos econométricos que se vienen utilizando, apunta a un ritmo inflacionario total de 6.62%, porcentaje superior en 0.62 puntos porcentuales al límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida para dicho año (5% +/- 1 punto porcentual), situación que si bien aconseja restringir las condiciones monetarias, muestra que la referida proyección de inflación disminuyó con respecto a la del mes anterior (0.16 puntos porcentuales). Para finales de 2008 se proyecta un ritmo inflacionario total de 5.43%, porcentaje que se sitúa dentro de la meta de inflación de 4.5% +/- 1 punto porcentual.

Con relación al ritmo inflacionario subyacente a abril, se indicó, por una parte, que éste se situó en 6.20%, inferior al observado en marzo (6.36%), deteniendo la tendencia creciente que venía registrando desde noviembre de 2006 y, por la otra, que las proyecciones de dicha variable, tanto 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, lo que también sugiere restringir las condiciones monetarias. No obstante, se indicó que ambas proyecciones disminuyeron con respecto a las efectuadas el mes anterior, particularmente la correspondiente a diciembre 2007, la cual disminuyó 0.22 puntos porcentuales.

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 precio promedio internacional del crudo registrado al 24 de mayo (US\$63.44 por barril) muestra una disminución de 0.94% respecto al precio promedio del mes anterior (US\$64.04 por barril). Sin embargo, se subrayó que el precio de las gasolinas en el mercado interno mantiene una tendencia creciente (en respuesta, con rezago, al comportamiento también al alza registrado en el precio de las gasolinas en los Estados Unidos de América, como resultado de la disminución de la producción de gasolina, debido a que actualmente en dicho país se están realizando reparaciones en algunas de las refinerías más importantes), por la que de continuar esta situación podrían prevalecer las presiones inflacionarias en los meses subsiguientes.

Se mencionó también que se mantiene el alza en los precios internos y externos del maíz, por lo que dada la incidencia del precio interno del grano en otros precios de la canasta básica (como productos de tortillería y carnes de aves), dicho fenómeno debe considerarse como una fuente adicional de presiones inflacionarias por el lado de la oferta.

Adicionalmente, se reiteró que el índice compuesto de la inflación de los principales socios comerciales de Guatemala disminuyó en abril, en particular el de los Estados Unidos de América, de manera que si se toma en cuenta que dicho país tiene el mayor peso relativo dentro del referido índice, por esa vía los riesgos de inflación importada continúan siendo moderados.

En cuanto a los riesgos del entorno interno, se indicó que la variación intermensual del Índice de Precios al Consumidor -IPC- registrada en abril de 2007 (0.23%), se ubica por debajo de la observada en el mismo mes del año anterior (0.82%), así como del promedio observado para abril de los últimos seis años, que fue de 0.52%. Asimismo, se hizo énfasis en que tanto el ritmo inflacionario total como subyacente observados en abril, como se indicó, detuvieron la tendencia creciente iniciada en noviembre de 2006, lo que genera un espacio para adoptar una pausa en las medidas de restricción monetaria.

Asimismo, en el Comité se enfatizó que del 6.40% del ritmo inflacionario observado en abril, 0.22 puntos porcentuales se atribuyen a la inflación importada; por lo que 6.18 puntos porcentuales corresponden a la inflación interna, valor que se ubica levemente por arriba del límite superior de la meta de inflación determinada para 2007.

En el contexto descrito, en el Comité hubo consenso en que existen ciertos riesgos de presiones inflacionarias, que se evidencian, por una parte, en la orientación de las variables indicativas que siguen inclinándose hacia la conveniencia de restringir la política monetaria y, por la otra, en las proyecciones del ritmo inflacionario total para diciembre de 2007 (tanto en los métodos econométricos de corto plazo como en el Modelo Macroeconómico Semiestructural en su segundo corrimiento de 2007), que se ubican por encima de la meta de inflación de 5% +/- 1 punto porcentual. No obstante, en el Comité también se mencionó que un análisis integral de variables e indicadores macroeconómicos indica que es importante tomar en cuenta los elementos siguientes:

- a) Que existe un efecto de expectativas que influyó en la desaceleración del ritmo

inflacionario total y subyacente registrada en abril; b) Que la desaceleración que se viene observando en el comportamiento del crédito bancario al sector privado, en la base monetaria amplia y en los medios de pago constituye un elemento que sugiere mantener invariables las condiciones monetarias; c) Que aunque el desvío de la emisión monetaria se mantiene por arriba del corredor programado, dicho desvío ha venido reduciéndose sostenidamente desde inicios del presente mes; d) Que ante el aporte que los bancos del sistema han realizado al Fondo para la Protección del Ahorro, se considera necesario dar un margen de tiempo para el reacomodo de la liquidez bancaria; y, e) Que la ejecución de las finanzas públicas a abril de 2007 registró un superávit, que aunque es inferior al registrado en igual período de 2006, sigue constituyéndose en un importante apoyo para la política monetaria.

Como resultado de la discusión y análisis, en el seno del Comité privó el criterio de que es aconsejable mantener invariable la tasa de interés líder de la política monetaria en esta oportunidad y continuar vigilando estrechamente el comportamiento de las principales variables e indicadores y esperar el dato de inflación de mayo, a fin de evaluar si el balance de riesgos de inflación mejora.

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 91 días y de 364 días se establecieran en Q40.0 millones y Q160.0 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 28 de mayo al 1 de junio 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 28 de mayo al 1 de junio 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, de 14 días y de 28 días, hasta el 31 de mayo de 2007 y, a partir del 1 de junio, dichas operaciones de inyección de liquidez se realizarán únicamente al plazo de 7 días, a tasas de interés que mantengan el *spread* actual sobre la tasa de interés 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 de CDPs se realice el lunes 28 de mayo de 2007 a los plazos de 91 días y de 364 días, con cupos de captación de Q40.0 millones y de Q160.0 millones, respectivamente. Las tasas de interés serán determinadas de acuerdo con las condiciones del mercado, reflejadas en las posturas que se reciban y considerando las tasas de interés de referencia estimadas 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 de interés 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 conveniente. 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 cincuenta minutos, en el mismo lugar y fecha al inicio indicados, firmando de conformidad los participantes.

