

COMITÉ DE EJECUCIÓN
ACTA NÚMERO 36-2007

Sesión 36-2007 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 veintidós de junio de dos mil siete, a partir de las quince horas con treinta 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 35-2007 correspondiente a la sesión celebrada el 15 de junio de 2007.
CIRCULA: proyecto de acta número 35-2007.

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 35-2007.

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 15 al 21 de junio de 2007, se registraron captaciones de depósitos a plazo -CDPs- por Q2,314.2 millones y vencimientos por Q3,484.6 millones, lo que dio como resultado vencimientos netos por Q1,170.4 millones, asociados a las operaciones realizadas en licitación (captaciones netas por Q37.0 millones) en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero - MEBD- y en las bolsas de valores (vencimientos netos por Q1,211.4 millones) y en ventanilla (captaciones netas por Q4.0 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante el período del 15 al 21 de junio 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%.

Indicó que el Banco de Guatemala del 15 al 21 de junio, realizó cuatro operaciones de inyección de liquidez en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero por un monto total de Q52.4 millones al plazo de 7 días a una tasa de interés de 7.00%. Cabe indicar que en las cuatro operaciones realizadas, se recibieron como garantía Bonos del Tesoro de la República de Guatemala 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 15 al 21 de junio de 2007, la mínima fue de 5.32%, observada el 21 de junio de 2007 y la máxima de 5.61% registrada el 20 de junio 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 5.53%.

Por otra parte, informó que durante el período del 15 al 21 de junio de 2007, con relación a las operaciones con bonos del tesoro, se registraron colocaciones por Q268.3 millones y vencimientos por Q0.3 millones.

b) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 14 al 21 de junio de 2007, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$64.8 millones y el de venta fue de US\$66.0 millones y que los tipos de cambio promedio ponderado de las referidas operaciones mostraron una leve tendencia hacia la baja y

luego se revirtió levemente hacia el alza. En efecto, el jueves 14 de junio fueron de Q7.66238 por US\$1.00 para la compra y de Q7.68224 por US\$1.00 para la venta, el viernes 15 de junio fueron de Q7.66121 y de Q7.67995, el lunes 18 de junio fueron de Q7.65767 y de Q7.67675, el martes 19 de junio fueron de Q7.66675 y de Q7.68284, el miércoles 20 de junio fueron de Q7.67272 y de Q7.69007 y, finalmente el jueves 21 de junio fueron de Q7.67858 y de Q7.69871. Asimismo, indicó que el tipo de cambio de referencia vigente para el 22, 23 y 24 de junio del presente año es de Q7.68950 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 15 al 22 de junio de 2007 en el Sistema Privado Institucional de Divisas -SPID-, se realizaron las operaciones siguientes: el lunes 18 de junio por US\$0.2 millones, a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.67500 por US\$1.00; el martes 19 de junio por US\$1.5 millones, a Q7.68617; el miércoles 20 de junio por US\$0.3 millones, a Q7.69000; el jueves 21 de junio por US\$0.3 millones, a Q7.69750; y, finalmente, el viernes 22 de junio por US\$0.4 millones, a Q7.72000. 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 18 al 22 de junio de 2007, no se cerraron operaciones. Agregó que al viernes 22 de junio, no existe precio de referencia para el mercado a liquidarse en septiembre de 2007, en virtud de que no se han cerrado operaciones.

c) El Director del Departamento de Estudios Económicos informó, entre otros aspectos, que la posición diaria de encaje del sistema bancario, según cifras preliminares, entre el 14 y el 20 de junio pasó de una posición negativa de Q488.5 millones a una positiva de Q430.7 millones (variación que incluye operaciones de inyección de liquidez del Banco de Guatemala por un monto neto de Q30.6 millones). Por su parte, la posición promedio en el citado período pasó de Q192.6 millones a una posición negativa de Q26.0 millones

Destacó que en el período del 14 al 21 de junio de 2007, los principales factores desmonetizantes de la emisión monetaria fueron el incremento en el saldo del encaje bancario por Q699.5 millones, de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q371.7 millones, de los depósitos del resto del sector público en el Banco de Guatemala por Q147.0 millones y la disminución en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q102.4 millones; mientras que el principal factor monetizante fue la disminución en el saldo de los depósitos a plazo constituidos en el Banco Central por Q1,170.4 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 del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q371.7 millones y de los depósitos del resto del sector público en el Banco de Guatemala por Q147.0 millones y la disminución en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q102.4 millones; mientras que el principal factor monetizante fue la disminución en el saldo del encaje bancario en moneda extranjera, por el equivalente a Q175.4 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia indicó que, con la proyección a mayo de 2007, para diciembre de 2007 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 6.42% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 6.31%; el promedio simple de ambos modelos se sitúa en 6.37%, 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 4.89% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 5.87%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 5.38%, 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 mayo de 2007, estimada con un modelo auto regresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 6.54%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 5.91%; el promedio simple de ambos modelos es de 6.23%, 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 5.96%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 5.17%; el promedio simple de ambos modelos es de 5.57%, 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 14 de junio de 2007, el límite inferior fue de 3.46%, en tanto que el límite superior se ubicó en 7.41%; mientras que el promedio simple resultante entre la tasa de interés de reportos de 8 a 15 días (5.75%) y la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria de hasta 91 días (5.49%) se situó en 5.62%, 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 14 de junio de 2007, el límite inferior fue de 6.35% y el límite superior de 7.15%, en tanto que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 7.20%, la cual se ubica por arriba del límite superior del margen de fluctuación de la tasa pasiva de paridad, lo que aconseja relajar la política monetaria.

En cuanto a la liquidez primaria indicó que la emisión monetaria observada al 21 de junio de 2007, presenta una desviación de Q1,367.4 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 por debajo del corredor programado en Q281.8 millones, lo que sugiere una política monetaria relajada. La orientación ponderada de las desviaciones para la presente semana por Q542.8 millones estaría indicando restringir la política monetaria.

En cuanto a los medios de pago totales, el crecimiento interanual observado al 14 de junio de 2007 ascendió a 11.0%, el cual se ubica por debajo del límite inferior del corredor estimado para dicha variable para la misma fecha (12.6% a 14.6%), lo que sugiere relajar la política monetaria; en tanto que la estimación econométrica de los medios de pago para diciembre de 2007 es de 10.6%, 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 -3.0%, 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 27.0%, el cual se ubica por arriba del límite superior del corredor estimado para el 14 de junio de 2007 (21.2% a 23.2%), 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 23.2%, 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 2.0%, 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 mayo de 2007, para diciembre de 2007 la proyección de inflación se ubica en 6.86%, 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 6.62%, 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 mayo de 2007, muestra un ritmo inflacionario de 6.61%, 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, 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 57.41% de las mismas sugiere una orientación de política monetaria restrictiva; el 15.39% una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva; el 17.86 % una orientación de política monetaria relajada; y, el restante 9.34% sugiere una política monetaria invariable.

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 18 al 22 de junio eran de Q7.731 y Q7.611 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 18 y el 21 de junio) era de Q7.678 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 22 al 28 de junio de 2007, los cuales indican un excedente de liquidez primaria por Q2,194.6 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 negativo de Q304.8 millones y el desvío observado de emisión monetaria por Q1,367.4 millones, resulta un excedente de liquidez agregada estimada para el referido período de Q3,257.2 millones; de darse estos factores, el Comité consideró que es necesario, para hacer compatible la oferta de emisión con la demanda programada, que los CDPs que vencen durante el período (Q2,309.0 millones, según registros al 21 de junio de 2007) tengan que recolocarse; y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q948.2 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 Q20.0 millones para 91 días y de Q70.0 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 27 de junio 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 indicó que el precio internacional del petróleo, al 21 de junio de 2007 se ubicó, en promedio, en US\$66.85 por barril, lo que significa un incremento de US\$3.32 por barril (5.23%) respecto del precio promedio registrado durante mayo de 2007 (US\$63.53 por barril). Por su parte, el precio del crudo para entrega en diciembre de 2007, según la agencia de noticias Bloomberg, se situó el 21 de junio en US\$70.44 por barril, superior en US\$1.18 (1.70%) con respecto al precio registrado para la misma posición el 25 de mayo de 2007 (última fecha en la que el Comité analizó el nivel de la tasa de interés líder), que fue de US\$69.26 por barril. Al respecto, según informes de expertos internacionales, la referida alza en el precio del crudo se asocia a factores de oferta, de demanda y a la especulación observada en el mercado.

En cuanto a los factores de oferta, se mencionaron los aspectos siguientes: la disminución de la producción de gasolina en los Estados Unidos de América, debido a las labores de mantenimiento en varias refinerías; la probable suspensión de las exportaciones de Nigeria, como resultado de huelga generalizada en dicho país; 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 dos elementos: el primero, asociado al incremento estacional del consumo de gasolinas en los Estados Unidos de América por vacaciones de verano y, el segundo, relativo a la disminución de los niveles de inventarios de petróleo en el citado país. En lo que concierne a la especulación en el mercado, se hizo referencia al estrecho margen entre oferta y demanda mundiales del crudo y al incremento de la especulación en el mercado de futuros del mismo. Adicionalmente, se enfatizó que desde mediados de mayo el precio de las gasolinas (superior y regular) en los Estados Unidos de América mostró una reducción, lo que recientemente, ha incidido en que el precio de las gasolinas en Guatemala, disminuyera por primera vez, luego de registrar incrementos por 16 semanas consecutivas.

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. Cabe indicar que durante los meses de marzo y abril, se observa una disminución en el referido precio internacional, registrando precios por quintal de US\$6.88 y US\$6.66, respectivamente. A partir de mayo, se evidencia nuevamente una tendencia hacia el alza en el referido precio, ubicándose al 21 de junio en US\$7.17 por quintal.

Se indicó que el índice compuesto de la inflación de los principales socios comerciales de Guatemala aumentó en mayo, ubicándose en 3.52%, superior en 0.09 puntos porcentuales al registrado en diciembre de 2006 (3.43%). Para finales de 2007 se proyecta que dicha inflación se ubique en 3.30%. Se mencionó que, en el caso particular de los Estados Unidos de América, el ritmo inflacionario en mayo se ubicó en 2.69%, superior en 0.12 puntos porcentuales al ritmo inflacionario observado en abril (2.57%), pero inferior en 1.48 puntos porcentuales con relación al registrado en mayo de 2006 (4.17%). 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 la agencia de noticias 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 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 1.9%, proyectándose para finales de 2007 una tasa de crecimiento de 2.1%, lo cual, de acuerdo con análisis de expertos internacionales se asocia, entre otros, a la desaceleración prevista, tanto en el consumo privado como en la inversión privada, esta última, asociada, particularmente, a los menores niveles de inversión residencial, derivado de 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 observó que, al 21 de junio de 2007, el nivel de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala se ubicaba, en promedio, en alrededor de Q429.0 millones por arriba de lo programado, mientras que la emisión monetaria registraba 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 31 de mayo de 2007, se registró un déficit de Q537.5 millones, equivalente a 0.2% del PIB (déficit de Q90.5 millones a mayo de 2006). En dicho resultado influyó el hecho de que, respecto de mayo de 2006, los ingresos totales y los gastos totales crecieron Q1,867.7 millones y Q2,314.7 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 25 de mayo (última fecha en que el Comité analizó el nivel de la tasa de interés líder), 57.41% de las variables aconsejaban una orientación de política monetaria restrictiva (58.22% el mes anterior); 15.39% aconsejaban una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (14.58% el mes anterior); 9.34% sugería una orientación de política monetaria invariable (18.41% el mes anterior); y, el restante 17.86% aconsejaba una orientación de política monetaria relajada (8.79% el mes anterior).

En lo atinente al ritmo de crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado, aun cuando se ubica por arriba de los valores estimados, continuó desacelerándose. Asimismo, los medios de pago totales continuaron exhibiendo una tendencia a la desaceleración.

En lo que corresponde a la inflación, se indicó que la variación intermensual del IPC en mayo de 2007 se ubicó en -0.26%, menor en 0.89 puntos porcentuales a la registrada en mayo de 2006 (0.63%) e inferior en 0.63 puntos porcentuales al promedio de las variaciones registradas en mayo desde 2001 (0.37%).

El ritmo inflacionario total y el ritmo inflacionario subyacente observados a mayo de 2007, registraron una reducción significativa, ubicándose por arriba del valor puntual de la meta de inflación, pero dentro del margen de tolerancia determinado por la Junta Monetaria para 2007 (5.0% +/- 1 punto porcentual), al situarse en 5.47% y 5.44%, respectivamente. No obstante, la proyección econométrica de la inflación total y subyacente para diciembre de 2007 (6.37% y 6.23%, en su orden) y la proyección econométrica de la inflación subyacente para diciembre de 2008 (5.57%), siguen ubicándose 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 (5.38%), se ubica por arriba del valor puntual de la meta de inflación, pero dentro del margen de tolerancia establecido para dicho año. Las expectativas de inflación del panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en mayo, indicaban que el referido panel proyectaba un ritmo inflacionario para finales de 2007 y de 2008 de 6.86% y 6.62%, en su orden, porcentajes que a pesar de que se ubicaban por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada para dichos años, mostraban una reducción respecto de los resultados obtenidos en la encuesta efectuada en abril, situación que denota una moderación en las expectativas inflacionarias.

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 cual los datos surgidos en el último mes (entre el 8 de mayo y el 7 de junio de 2007) afectan los riesgos que rodean al último pronóstico de mediano plazo basado en el MMS. 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.

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. En ese sentido, dicho reporte se limita a presentar el resultado de procesar los nuevos datos disponibles en un corrimiento mecánico del MMS. Por consiguiente, se indicó que 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.

Con relación al efecto de los nuevos datos disponibles sobre el pronóstico de inflación interanual, se indicó que dicho efecto apunta hacia una disminución del riesgo de inflación, pues la trayectoria generada por el corrimiento mecánico del MMS efectuado en junio se desplaza a tasas inferiores en comparación con la trayectoria

generada en mayo por el pronóstico del segundo corrimiento del MMS efectuado en 2007. Congruente con lo anterior, se indicó que el efecto de los nuevos datos sobre la trayectoria de la tasa de interés líder de política monetaria también es a la baja.

Seguidamente, los departamentos técnicos presentaron la descomposición del efecto de los nuevos datos sobre el pronóstico del MMS generado en el segundo corrimiento de 2007 (realizado en mayo), para el cuarto trimestre de 2007. En términos de la inflación interanual, indicaron que la proyección para el cuarto trimestre de 2007 disminuye en 134 céntimos de punto porcentual, al pasar de 6.98% (en el pronóstico del segundo corrimiento de 2007) a 5.64% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicho comportamiento es explicado por el nuevo pronóstico del precio del diesel (12 céntimos de punto porcentual, al alza), por el nuevo dato de la inflación de Estados Unidos de América (2 céntimos de punto porcentual, al alza), por el nuevo dato del Producto Interno Bruto -PIB- de Estados Unidos de América (2 céntimos de punto porcentual, a la baja), por el nuevo dato de la tasa de interés de Estados Unidos de América (1 céntimo de punto porcentual, a la baja), por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (4 céntimos de punto porcentual, al alza), por el nuevo dato de la tasa de interés líder de política monetaria (3 céntimos de punto porcentual, al alza) y por el nuevo dato de inflación (152 céntimos de punto porcentual, a la baja). En términos de la tasa de interés líder de la política monetaria, el promedio de dicha variable, para los trimestres comprendidos entre el segundo de 2007 y el cuarto de 2007, disminuye en 111 puntos básicos, al pasar de 6.39% (en el pronóstico del segundo corrimiento de 2007) a 5.28% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicha disminución es explicada por el efecto del nuevo pronóstico del diesel (9 puntos básicos, al alza), por el nuevo pronóstico de la inflación de Estados Unidos de América (2 puntos básicos, al alza), por el nuevo pronóstico del PIB de Estados Unidos de América (2 puntos básicos, a la baja), por el nuevo dato de la tasa de interés de Estados Unidos de América (4 puntos básicos, a la baja), por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (12 puntos básicos, al alza), por el nuevo dato de la tasa de interés líder de política monetaria (66 puntos básicos, a la baja) y por el nuevo dato de inflación (62 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 segundo corrimiento de 2007 (efectuado en mayo), para el cuarto trimestre de 2008. En términos de la inflación interanual,

indicaron que la proyección para el cuarto trimestre de 2008 disminuye en 70 céntimos de punto porcentual, al pasar de 5.45% (en el segundo corrimiento de 2007) a 4.75% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicha disminución es explicada por el nuevo pronóstico del diesel (6 céntimos de punto porcentual, al alza), por el nuevo dato de la inflación de Estados Unidos de América (1 céntimo de punto porcentual, al alza), por el nuevo dato del PIB de Estados Unidos de América (1 céntimo de punto porcentual, a la baja), por el nuevo dato de la tasa de interés de Estados Unidos de América (2 céntimos de punto porcentual, a la baja), por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (7 céntimos de punto porcentual, al alza), por el nuevo dato de la tasa de interés líder de política monetaria (10 céntimos de punto porcentual, al alza) y por el nuevo dato de inflación (91 céntimos de punto porcentual, a la baja).

En términos de la tasa de interés líder, señalaron que el promedio de dicha variable, para los trimestres comprendidos entre el segundo de 2007 y el cuarto de 2008, disminuye en 93 puntos básicos, al pasar de 5.90% (en el pronóstico del segundo corrimiento de 2007) a 4.97% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Tal comportamiento es explicado por el nuevo pronóstico del diesel (6 puntos básicos, al alza), por el nuevo pronóstico de la inflación de Estados Unidos de América (1 punto básico, al alza), por el nuevo pronóstico del PIB de Estados Unidos de América (2 puntos básicos, a la baja), por el nuevo dato de la tasa de interés de Estados Unidos de América (6 puntos básicos, a la baja), por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (11 puntos básicos, al alza), por el nuevo dato de la tasa de interés líder de política monetaria (30 puntos básicos, a la baja) y por el nuevo dato de inflación (73 puntos básicos, a la baja).

En resumen, los departamentos técnicos indicaron que, con relación al Segundo Corrimiento del MMS en 2007 (realizado en mayo), el corrimiento mecánico de junio indica una trayectoria de tasas de inflación más bajas (con la que sería factible cumplir las metas de inflación, tanto para 2007 como para 2008) y una trayectoria de tasas de interés líder más bajas (reduciéndose a partir del tercer 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 aun cuando permanecen algunos factores que han venido sugiriendo restringir las condiciones monetarias, el balance de riesgos de inflación había mejorado respecto del mes anterior, por lo que la prudencia aconseja en esta oportunidad continuar con la pausa en las medidas de restricción 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, así como las reflexiones y conclusiones que pudieran ser útiles en la decisión respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, programada para el miércoles 27 de junio.

En cuanto al comportamiento de la inflación a mayo de 2007, en el Comité se enfatizó el hecho de que el ritmo inflacionario total se ubicó en 5.47%, lo que representa una importante desaceleración (0.93 puntos porcentuales) con relación al mes anterior, situación que por segundo mes consecutivo refleja la tendencia decreciente del ritmo inflacionario. No obstante, 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, apuntan a un ritmo inflacionario de 6.37%, porcentaje superior en 0.37 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 5.38%, porcentaje que se sitúa dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual.

En cuanto a las proyecciones del ritmo inflacionario subyacente, se subrayó que tanto para diciembre de 2007 como para diciembre de 2008, éstas se ubican por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada para cada uno de esos años, aspecto que, tomando en consideración que la inflación subyacente es la que tiene relación más estrecha con factores monetarios, sugiere

restringir la política monetaria.

En el Comité se hizo énfasis en que si bien es cierto que las proyecciones del ritmo inflacionario tanto total como subyacente, aconsejan restringir las condiciones monetarias, también lo es que éstas disminuyeron respecto de las proyecciones efectuadas el mes anterior, lo que por el momento hacia recomendable mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria.

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 21 de junio (US\$66.85 por barril) muestra un aumento de 5.23% respecto al precio promedio del mes anterior (US\$63.53 por barril). Se subrayó que el precio de las gasolinas en el mercado interno empezó a reducirse levemente (en respuesta, con rezago, al comportamiento registrado en el precio de las gasolinas en los Estados Unidos de América), lo que se asocia a que en el citado país han empezado a operar algunas refinerías que se encontraban en fase de mantenimiento y reparación, situación que de continuar podría moderar las presiones inflacionarias por el lado de la oferta en las semanas subsiguientes.

Se mencionó que se mantienen elevados 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 se incrementó levemente en mayo, aunque en los Estados Unidos de América se registró una desaceleración del ritmo inflacionario, 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 mayo de 2007 (-0.26%), se ubica por debajo de la observada en el mismo mes del año anterior (0.63%), así como del promedio observado en mayo de los últimos seis años, que fue

de 0.37%. Asimismo, se reiteró el hecho de que el ritmo inflacionario total continuó la desaceleración iniciada en abril, la cual, de continuar en los próximos meses, podría contribuir a seguir moderando las expectativas de inflación de los agentes económicos.

En el Comité se destacó que del 5.47% del ritmo inflacionario observado en mayo, 0.79 puntos porcentuales se atribuyen a la inflación importada; por lo que 4.68 puntos porcentuales corresponden a la inflación interna, valor que se ubica por debajo del límite inferior de la meta de inflación determinada para 2007.

En el contexto descrito, en el Comité se manifestó que un análisis integral de variables e indicadores macroeconómicos indican que es importante tomar en cuenta tanto los elementos que aconsejan restringir como los que recomiendan mantener invariables las condiciones monetarias. En lo que corresponde a los factores que aconsejan restringir, se citaron los siguientes: i) Que los pronósticos de inflación total y de inflación subyacente para 2007 y para 2008 se encuentran por arriba de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria para cada uno de esos años; ii) Que los factores de oferta, agrupados en el precio internacional del petróleo y sus derivados, así como en los precios del maíz, continúan incidiendo en el comportamiento del ritmo inflacionario; iii) Que la orientación promedio de las variables indicativas, de acuerdo al índice sintético, se inclina hacia la conveniencia de restringir la política monetaria; y, iv) Que la actividad productiva del país continúa registrando un comportamiento dinámico. En lo que concierne a los factores que recomiendan mantener invariables las condiciones monetarias, se mencionaron los siguientes: i) Que la ejecución de las finanzas públicas a mayo de 2007 registró un déficit de Q537.5 millones, superior al registrado en igual período de 2006 (Q90.5 millones), no obstante, en lo que va del año los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala se han ubicado por encima de lo programado en aproximadamente Q430.0 millones, lo que representa menores presiones para la política monetaria; ii) Que a partir de abril del presente año se interrumpió la aceleración que desde noviembre de 2006 venía registrando el ritmo inflacionario total; iii) Que el ritmo de crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado, aun cuando se ubica por arriba de los valores estimados (que son congruentes con la tasa de crecimiento económico prevista para 2007 y con la meta de inflación de 5.0% +/- 1 punto porcentual), continuó desacelerándose; iv) Que los medios de pago totales

continuaron exhibiendo una tendencia a la desaceleración, registrando una variación interanual por debajo del límite inferior del corredor estimado; v) Que el Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, en su corrimiento mecánico de junio, prevé un ritmo inflacionario dentro del margen de tolerancia establecido por la autoridad monetaria para 2007 y para 2008; y, vi) Que los dos incrementos en la tasa de interés líder, todavía no han impactado plenamente en el canal de la demanda agregada.

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 junio, a fin de evaluar si la mejora en el balance de riesgos tiende a consolidarse.

b) Determinación de cupos para licitación de depósitos a plazo.

Con relación a la determinación de cupos para la licitación de la semana siguiente se tomó en cuenta, por un lado, la 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 Q20.0 millones y Q70.0 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 25 al 28 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 25 al 28 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 al plazo de 7 días, a la tasa de interés que mantenga el *spread* actual sobre la tasa líder de política monetaria de 1.50 puntos porcentuales. 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 25 de junio de 2007 a los plazos de 91 días y de 364 días, con cupos de captación de Q20.0 millones y de Q70.0 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 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.

SSEXTO: Otros asuntos.

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