

COMITÉ DE EJECUCIÓN

ACTA NÚMERO 41-2007

Sesión 41-2007 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 julio de dos mil siete, a partir de las doce horas con cincuenta y cinco 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 40-2007, correspondiente a la sesión celebrada el 13 de julio de 2007.

CIRCULÓ: proyecto de acta número 40-2007.

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 40-2007.

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 julio de 2007, se registraron captaciones de depósitos a plazo -CDPs- por Q2,851.7 millones y vencimientos por Q3,543.7 millones, lo que dio como resultado vencimientos netos por Q692.0 millones, asociados a las operaciones realizadas en licitación (vencimientos netos por Q5.2 millones); en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores (vencimientos netos por Q687.0 millones); y, en ventanilla (captaciones netas por Q0.2 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante el período del 13 al 19 de julio 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 13 al 19 de julio de 2007 se efectuaron operaciones por Q61.8 millones al plazo de 7 días, a una tasa de interés de 7.00%. Cabe indicar que en las operaciones 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 reporte realizadas en las bolsas de valores del país, indicó que durante el período del 13 al 19 de julio de 2007, la mínima fue de 5.45%, observada el 17 y el 19 de julio de 2007 y la máxima de 5.64% registrada el 16 de julio 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 5.57%.

Por otra parte, informó que durante el período del 13 al 19 de julio de 2007, con relación a las operaciones con bonos del tesoro, se registraron colocaciones por Q122.5 millones y vencimientos por Q0.7 millones y US\$3.0 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 julio de 2007, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$62.1 millones y el de venta fue de US\$64.9 millones y que los tipos de cambio promedio ponderado de las referidas operaciones mostraron cierta variación, con un leve incremento hacia el final del período que se menciona. En efecto, el jueves 12 de julio

fueron de Q7.65912 por US\$1.00 para la compra y de Q7.67563 por US\$1.00 para la venta, el viernes 13 de julio fueron de Q7.66269 y de Q7.67974, el lunes 16 de julio fueron de Q7.64645 y de Q7.66551, el martes 17 de julio fueron de Q7.65686 y de Q7.67203 y, finalmente, el miércoles 18 de julio fueron de Q7.66099 y de Q7.68096. Asimismo, indicó que el tipo de cambio de referencia vigente para el 20, 21 y 22 de julio del presente año es de Q7.66932 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 julio 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 13 al 19 de julio de 2007, no se cerraron operaciones. Agregó que al jueves 19 de julio 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 que, entre el 12 y el 18 de julio de 2007, según cifras preliminares, la posición diaria de encaje del sistema bancario pasó de una posición negativa de Q28.6 millones a una positiva de Q393.9 millones. Cabe mencionar que durante dicho período se registraron vencimientos netos de operaciones de inyección de liquidez del Banco de Guatemala por Q6.4 millones. Por su parte, la posición promedio de encaje en el citado período pasó de Q278.9 millones a Q163.2 millones.

Destacó que en el período del 12 al 19 de julio de 2007, los principales factores monetizantes de la emisión monetaria fueron la disminución en el saldo de los depósitos a plazo constituidos en el Banco Central por Q692.0 millones y el incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q133.6 millones; mientras que los principales factores desmonetizantes fueron el incremento en el saldo del encaje bancario por Q360.1 millones y en los depósitos en el Banco de Guatemala del Gobierno Central por Q207.1 millones y del resto del

sector público por Q57.6 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 Q207.1 millones, del encaje bancario en moneda extranjera por el equivalente a Q164.6 millones, de los depósitos del resto del sector público en el Banco Central por Q57.6 millones y de los depósitos a plazo mayores a 91 días constituidos en el Banco de Guatemala por Q5.0 millones; en tanto que el principal factor monetizante fue el incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q133.6 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia indicó que, con la proyección de junio de 2007, para diciembre de 2007 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 6.36% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 5.83%; el promedio simple de ambos modelos se sitúa en 6.10%, porcentaje que 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 4.83% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 5.64%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 5.24%, 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 junio de 2007, estimada con un modelo auto regresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 6.15%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 5.74%; el promedio simple de ambos modelos es de 5.95%, el cual se ubica por arriba del valor puntual y dentro del margen de tolerancia de la meta de política (5.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere que la política monetaria sea moderadamente restrictiva; y, para diciembre de 2008 la inflación subyacente estimada con un modelo auto regresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 5.90%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 5.17%; el promedio simple de ambos modelos es de 5.53%, el cual se ubica por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación (4.5% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere que la política monetaria sea restrictiva.

Con respecto a la tasa de interés parámetro, informó que al 12 de julio 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 (5.74%) 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 12 de julio de 2007, el límite inferior fue de 6.32% y el límite superior de 7.12%, 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 sugiere relajar la política monetaria.

En cuanto a la liquidez primaria indicó que la emisión monetaria observada al 19 de julio de 2007, presenta una desviación de Q1,225.9 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 Q613.0 millones estaría indicando restringir la política monetaria.

En cuanto a los medios de pago totales, el crecimiento interanual observado al 12 de julio de 2007 ascendió a 11.2%, el cual se ubica por debajo del límite inferior del corredor estimado para dicha variable para la misma fecha (12.9% a 14.9%), lo que sugiere una política monetaria relajada; en tanto que la estimación econométrica de los medios de pago para diciembre de 2007 es de 10.9%, 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 -2.90% 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 26.9%, el cual se ubica por arriba del límite superior del corredor estimado para el 12 de julio de 2007 (21.1% a 23.1%), 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 2.45% sugiere por lo tanto, restringir la política monetaria.

Con relación a las expectativas de inflación del panel de analistas privados, indicó que, según la encuesta realizada en junio de 2007, para diciembre de 2007 la proyección de inflación se ubica en 6.67%, 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 6.46%, 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 junio 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, éste 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.

Respecto de la orientación de las variables indicativas, manifestó que con relación a la semana anterior, dicha orientación permaneció sin cambios. En ese sentido, de acuerdo al peso relativo asignado a las variables indicativas por los miembros de la Junta Monetaria, se informó que 52.87% de las mismas sugiere una orientación de política monetaria restrictiva; 19.93% una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva; 9.34% una orientación de política monetaria invariable; y, el restante 17.86% sugiere una política monetaria relajada.

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 16 al

20 de julio de 2007 fueron 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 16 y el 19 de julio) fue de Q7.665 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 20 al 26 de julio de 2007, los cuales indican un excedente de liquidez primaria por Q2,818.7 millones debido, fundamentalmente, a vencimientos de CDPs; si a ello se adiciona la posición de encaje bancario por Q212.3 millones y el desvío observado de emisión monetaria por Q1,225.9 millones, resulta un excedente de liquidez agregada estimada para el referido período de Q4,257.0 millones; de darse estos factores para hacer compatible la oferta de emisión con la demanda programada, sería necesario recolocar los CDPs que vencen durante el período (Q2,966.7 millones, según registros al 19 de julio de 2007) y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q1,290.3 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 Q85.0 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 miércoles 25 de julio de 2007 en la que, conforme al calendario aprobado, dicho cuerpo colegiado decidirá 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 19 de julio de 2007 se ubicó, en promedio, en US\$73.10 por barril, lo que significa un incremento de US\$5.57 por barril (8.25%) respecto del precio promedio registrado durante junio de 2007 (US\$67.53 por barril). Por su parte, el precio del crudo para entrega en diciembre de 2007, según la agencia de noticias *Bloomberg*, se situó el 19 de julio en US\$75.07 por barril, superior en US\$3.87 por barril (5.44%) con

respecto al precio registrado para la misma posición el 22 de junio de 2007 (última fecha en la que el Comité analizó el nivel de la tasa de interés líder), que fue de US\$71.20 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 gasolinas en los Estados Unidos de América, debido a las labores de mantenimiento en varias refinerías; la reducción de las exportaciones del crudo de Nigeria (aproximadamente 0.9 millones de barriles diarios), a causa de sabotajes a instalaciones petroleras; 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 que el nivel de la demanda mundial del crudo ha permanecido elevado, a pesar de los altos precios. En lo que concierne a la especulación en el mercado, se hizo referencia al estrecho margen entre oferta y demanda mundiales de petróleo y al incremento de la especulación en el mercado de futuros del crudo. Adicionalmente, se enfatizó que luego de la reducción observada en mayo y en junio en el precio de las gasolinas superior y regular en los Estados Unidos de América (lo que incidió en que el precio de las gasolinas en Guatemala disminuyera por primera vez, luego de registrar incrementos por 16 semanas consecutivas), a partir de julio del presente año dicha reducción empezó a revertirse, lo que también podría incidir en el precio de las gasolinas en Guatemala en las próximas semanas, dado el rezago del precio interno respecto al del citado país.

En cuanto al comportamiento del precio internacional del maíz, se informó que éste continúa disminuyendo, ubicándose el 19 de julio en su nivel más bajo en lo que va del año (US\$6.24 por quintal); sin embargo, este último precio todavía es significativamente superior al que se observó en igual mes de 2006 (alrededor de US\$5.00 por quintal), por lo que su seguimiento es relevante dentro del balance de riesgos de inflación. No obstante, se hizo referencia a que de acuerdo con información del Instituto Nacional de Estadística -INE-, el precio interno del maíz amarillo y blanco (con ponderaciones en el Índice de Precios al Consumidor -IPC- de

0.07% y 0.75%, respectivamente) ha mantenido una tendencia al alza durante todo 2007.

Se indicó que el índice compuesto de la inflación de los principales socios comerciales de Guatemala, aun cuando disminuyó ligeramente en junio, al ubicarse en 3.51%, está por arriba del registrado en diciembre de 2006 (3.43%). No obstante, para finales de 2007 se proyecta que dicha inflación se ubique en 3.35%. Se mencionó que, en el caso particular de los Estados Unidos de América, el ritmo inflacionario observado en junio de 2007 no mostró variación con respecto al observado en mayo, manteniéndose en 2.69%, inferior en 1.63 puntos porcentuales con relación al registrado en junio de 2006 (4.32%). 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 esperaría que dicha tasa de interés permanezca en 5.25%, luego de la reunión del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal a realizarse el 7 de agosto de 2007. Sobre el particular, se mencionó que el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal indicó recientemente que el comportamiento de la inflación en los Estados Unidos de América no ha sido satisfactorio, por lo que dicho aspecto podría interpretarse como un mensaje a los mercados en el sentido de que, en lo que resta del año, la tasa de interés objetivo no bajará, como lo afirman algunos analistas internacionales.

En cuanto a las condiciones internas, se indicó que la inflación en junio de 2007 se ubicó en 0.45%, menor en 0.15 puntos porcentuales a la registrada en junio de 2006 (0.60%) e inferior en 0.08 puntos porcentuales al promedio de las variaciones registradas en junio de cada año, desde 2001 (0.53%).

El ritmo inflacionario total y el ritmo inflacionario subyacente observados a junio de 2007 continuaron reduciéndose aunque con menor intensidad, ubicándose ambos 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 5.31% y 5.29%, respectivamente. No obstante, en el

Comité se señaló que la proyección econométrica de la inflación total para diciembre de 2007 (6.10%) y la proyección econométrica de la inflación subyacente para diciembre de 2008 (5.53%), continúan 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 subyacente para diciembre de 2007 (5.95%) y la proyección econométrica de la inflación total para diciembre de 2008 (5.24%), se ubican por arriba del valor puntual de la meta de inflación, pero dentro del margen de tolerancia determinado por la Junta Monetaria para cada uno de esos años. Asimismo, se indicó que las expectativas de inflación del panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en junio, indican que el referido panel proyecta un ritmo inflacionario para finales de 2007 y de 2008 de 6.67% y de 6.46%, en su orden, porcentajes que a pesar de que se ubican por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada para cada uno de los citados años, muestran una reducción respecto de los obtenidos en las encuestas de abril y de mayo, situación que denota una moderación en las expectativas inflacionarias.

En lo que se refiere a la ejecución de las finanzas públicas, se indicó que de acuerdo con cifras preliminares al 30 de junio de 2007, se registró un déficit de Q691.3 millones, equivalente a 0.3% del Producto Interno Bruto -PIB- (déficit de Q462.7 millones a junio de 2006). En ese sentido, se indicó que respecto de junio de 2006, los ingresos totales y los gastos totales crecieron 16.5% y 17.6%, en su orden. Adicionalmente, se mencionó que en términos del seguimiento del programa monetario, se observó que al 19 de julio de 2007 el nivel de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala se ubica, en promedio, en alrededor de Q843.0 millones por arriba de lo programado.

Con relación a la emisión monetaria, se indicó que, al 19 de julio de 2007, registra un desvío promedio por arriba del límite superior del corredor programado de aproximadamente Q1,382.0 millones, el cual es levemente inferior al desvío promedio registrado el mes anterior (Q1,398.5 millones).

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 mes previo, 52.87% de las variables aconseja una orientación de política monetaria restrictiva (57.41% el mes

anterior); 19.93% aconseja una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (15.39% el mes anterior); 9.34% sugiere una orientación de política monetaria invariable (igual porcentaje el mes anterior); y, el restante 17.86% aconseja una orientación de política monetaria relajada (igual porcentaje 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, continúa con una ligera desaceleración. Asimismo, los medios de pago totales continúan exhibiendo una tendencia a la desaceleración.

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 junio y el 7 de julio 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.

Se mencionó 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 señaló 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 la 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 julio se desplaza a tasas inferiores en comparación con la trayectoria generada en mayo por el pronóstico del segundo corrimiento del MMS en 2007 (aunque con una tendencia creciente para 2008). Congruente con lo anterior, se señaló que el efecto de los nuevos datos indica una trayectoria de tasa de interés líder

en niveles inferiores con relación a la del segundo corrimiento del MMS en 2007, pero con un cambio en la pendiente de la trayectoria para 2008, la cual es menos pronunciada que la que sugirió el MMS en el citado corrimiento.

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 2.05 puntos porcentuales, al pasar de 6.99% (en el pronóstico del segundo corrimiento de 2007) a 4.94% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicho comportamiento se explica por el nuevo pronóstico del precio del diesel (1 céntimo de punto porcentual, al alza), por el nuevo dato de la inflación de los Estados Unidos de América (3 céntimos de punto porcentual, al alza), por el nuevo dato del Producto Interno Bruto -PIB- de los Estados Unidos de América (4 céntimos de punto porcentual, a la baja), por el nuevo dato del Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE- de demanda doméstica (1 céntimo de punto porcentual, al alza), por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (5 céntimos de punto porcentual, al alza), por el nuevo dato de la tasa de interés líder de la política monetaria (2 céntimos de punto porcentual, al alza) y por el nuevo dato de inflación (2.13 puntos porcentuales, 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 y el cuarto de 2007, disminuye en 122 puntos básicos, al pasar de 6.39% (en el pronóstico del segundo corrimiento de 2007) a 5.17% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicha disminución se explica por el efecto del nuevo pronóstico del diesel (20 puntos básicos, al alza), por el nuevo pronóstico de la inflación de los Estados Unidos de América (5 puntos básicos, al alza), por el nuevo pronóstico del PIB de los Estados Unidos de América (6 puntos básicos, a la baja), por el nuevo pronóstico de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (6 puntos básicos, a la baja), por el nuevo dato del IMAE de demanda doméstica (1 punto básico, al alza), por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (17 puntos básicos, al alza), por el nuevo dato de la tasa de interés líder de la política monetaria (68 puntos básicos, a la baja) y por el nuevo dato de inflación (85 puntos básicos, a la baja).

En cuanto 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, se indicó que en términos de la inflación interanual, la proyección para el cuarto trimestre de 2008 disminuye en 1.01 puntos porcentuales, al pasar de 5.45% (en el segundo corrimiento de 2007) a 4.44% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicha disminución se explica por el nuevo pronóstico del diesel (9 céntimos de punto porcentual, al alza), por el nuevo dato de la inflación de los Estados Unidos de América (3 céntimos de punto porcentual, al alza), por el nuevo dato del PIB de los Estados Unidos de América (4 céntimos de punto porcentual, a la baja), por el nuevo dato de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (3 céntimos de punto porcentual, a la baja), por el nuevo dato del IMAE de demanda doméstica (1 céntimo de punto porcentual, al alza), por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (10 céntimos de punto porcentual, al alza), por el nuevo dato de la tasa de interés líder de la política monetaria (9 céntimos de punto porcentual, al alza) y por el nuevo dato de inflación (1.26 puntos porcentuales, a la baja).

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 segundo de 2007 y el cuarto de 2008, disminuye en 107 puntos básicos, al pasar de 5.90% (en el pronóstico del segundo corrimiento de 2007) a 4.83% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Tal comportamiento se explica por el nuevo pronóstico del diesel (18 puntos básicos, al alza), por el nuevo pronóstico de la inflación de los Estados Unidos de América (4 puntos básicos, al alza), por el nuevo pronóstico del PIB de los Estados Unidos de América (5 puntos básicos, a la baja), por el nuevo dato de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (8 puntos básicos, a la baja), por el nuevo dato del IMAE de demanda doméstica (1 punto básico, al alza), por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (16 puntos básicos, al alza), por el nuevo dato de la tasa de interés líder de la política monetaria (32 puntos básicos, a la baja) y por el nuevo dato de inflación (101 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 julio indica, por una parte, una trayectoria de tasas de inflación más bajas, aunque con una tendencia creciente para 2008 que, de mantenerse, sería factible cumplir las metas de

inflación establecidas tanto para 2007 como para 2008 y, por la otra, una trayectoria de tasas de interés líder en niveles más bajos, pero con un cambio en la pendiente de la trayectoria para 2008, la cual es menos pronunciada que la que sugirió el MMS en su segundo 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, el reporte mensual de riesgos de inflación derivado del corrimiento mecánico 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 mejoró respecto del mes anterior, por lo que es prudente 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 con el propósito 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 25 de julio de 2007.

En cuanto al comportamiento de la inflación a junio de 2007, en el Comité se enfatizó el hecho de que el ritmo inflacionario total se ubicó en 5.31%, lo que representa una reducción de 0.16 puntos porcentuales con relación al mes anterior, situación que por tercer 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 6.10%, porcentaje superior en 0.10 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 5.24%, porcentaje que se sitúa por arriba del valor puntual de la meta de inflación para dicho año (4.5%), pero dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual.

En cuanto a las proyecciones del ritmo inflacionario subyacente, se subrayó que la proyección para diciembre de 2007 (5.95%) se ubica dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación (5.0% +/- 1 punto porcentual), en tanto que la proyección para diciembre de 2008 (5.53%), se sitúa levemente por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada para ese año (4.5% +/- 1 punto porcentual).

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, situación que indica una mejora en el balance de riesgos de inflación, lo que en esta oportunidad hace 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 del precio internacional del petróleo. Al respecto, se destacó que el precio promedio en el mercado internacional del crudo registrado al 19 de julio (US\$73.10 por barril) muestra un aumento de 8.25% respecto al precio promedio del mes anterior (US\$67.53 por barril). Asimismo, se indicó que el precio de las gasolinas en el mercado interno detuvo la reducción iniciada semanas atrás (en respuesta, con rezago, al comportamiento al alza registrado en el precio de las gasolinas en los Estados Unidos de América), lo que se asocia al incremento estacional del consumo de gasolinas en el citado país, por la estación de verano, situación que de continuar podría incrementar las presiones inflacionarias por el lado de la oferta en las semanas subsiguientes.

Se mencionó que los precios internos del maíz registraron en junio un nuevo incremento, 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), aún persisten riesgos de presiones inflacionarias futuras por el lado de la oferta, derivados de la evolución del citado precio.

Adicionalmente, se reiteró que el índice compuesto de la inflación de los

principales socios comerciales de Guatemala se redujo levemente en junio, aunque en los Estados Unidos de América el ritmo inflacionario se mantuvo igual al observado el mes anterior (2.69%), 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 junio de 2007 (0.45%), se ubica por debajo de la observada en el mismo mes del año anterior (0.60%), así como del promedio observado en junio de los últimos siete años, que fue de 0.53%. Asimismo, se reiteró el hecho de que el ritmo inflacionario total continuó la tendencia decreciente iniciada en abril; sin embargo, en junio fue menor a la observada en mayo y en abril, lo cual podría ser indicativo de que se avizora un cambio de tendencia. En el Comité se destacó que del 5.31% del ritmo inflacionario observado en junio, 1.01 puntos porcentuales se atribuyen a la inflación importada; por lo que 4.30 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 el pronóstico de inflación total para diciembre de 2007 se sitúa por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria para ese año; ii) Que la orientación promedio de las variables indicativas, de acuerdo al índice sintético, se inclina hacia la conveniencia de restringir la política monetaria; iii) Que los precios del maíz en el mercado interno mantienen su tendencia creciente; iv) Que el precio internacional del petróleo y sus derivados, continúan ejerciendo presión en el nivel general de precios del país; y, v) 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 proyección econométrica de inflación para 2008 se ubica dentro de la meta de inflación establecida para dicho año; ii) Que el Modelo Macroeconómico Semiestructural, en su corrimiento mecánico de julio, prevé un ritmo inflacionario

dentro de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria para 2007 y para 2008 (aunque con tendencia creciente para 2008); iii) Que tanto el ritmo inflacionario total como el ritmo inflacionario subyacente, continúan con su tendencia decreciente iniciada a partir de abril del presente año; iv) Que la ejecución de las finanzas públicas a junio de 2007 registró un déficit de Q691.3 millones, superior al registrado en igual período de 2006 (Q462.7 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 Q840.0 millones, lo que representa menores presiones para la política monetaria; v) 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), continúa desacelerándose; vi) Que los medios de pago totales continúan exhibiendo una tendencia a la desaceleración, registrando una variación interanual por debajo del límite inferior del corredor estimado; y, vii) 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. En particular, se hizo referencia a la importancia de que se mantenga una política fiscal disciplinada con una ejecución gradual del gasto público que apunte a un déficit fiscal menor a 2.0% del PIB al final del año, lo que contribuiría a contrarrestar las presiones inflacionarias derivadas de choques externos.

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 Q85.0 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 julio 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 julio 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 una 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, a su valor nominal 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 de 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 julio de 2007 a los plazos de 91 días y de 364 días, con cupos de captación de Q20.0 millones y de Q85.0 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 otros asuntos que tratar, la sesión finalizó a las quince horas con cinco minutos, en el mismo lugar y fecha al inicio indicados, firmando de conformidad los participantes.