

COMITÉ DE EJECUCIÓN

ACTA NÚMERO 47-2007

Sesión 47-2007 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 veinticuatro de agosto de dos mil siete, a partir de las trece horas.

La Coordinadora, con el quórum correspondiente, sometió a consideración del Comité de Ejecución el proyecto de Orden del Día.

PRIMERO: Conocimiento de los proyectos de acta números 45-2007 y 46-2007, correspondientes a las sesiones celebradas el 10 y el 17 de agosto de 2007, respectivamente.

CIRCULARON: Proyectos de acta números 45-2007 y 46-2007.

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: Tercer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- en 2007.

QUINTO: Discusión y definición de lineamientos de ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia.

- a) Discusión
- b) Determinación de cupos para licitación de depósitos a plazo
- c) Definición de lineamientos

SEXTO: Otros Asuntos.

Un miembro del Comité solicitó al Comité de Ejecución que se incluyera como punto quinto en el orden del día una presentación sobre las acciones que han tomado algunos bancos centrales en relación con su tasa de interés de referencia. El Comité aprobó el Orden del Día con la solicitud planteada.

PRIMERO: La Coordinadora puso a consideración los proyectos de acta correspondientes.

No habiendo observaciones, el Comité aprobó las actas números 45-2007 y 46-2007.

SEGUNDO: Información de los mercados y variables monetarias.

La Coordinadora solicitó que se proporcionara la información correspondiente.

a) El Subdirector del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, con relación al Mercado de Dinero, informó que durante el período del 17 al 23 de agosto de 2007, se registraron captaciones de depósitos a plazo -CDPs- por Q2,261.8 millones y vencimientos por Q2,194.5 millones, lo que dio como resultado captaciones netas por Q67.3 millones, asociadas a las operaciones realizadas en licitación (vencimientos netos por Q48.0 millones); en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores (captaciones netas por Q24.5 millones); y, en ventanilla (captaciones netas por Q90.8 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante el período del 17 al 23 de agosto de 2007, para el caso de licitaciones, las tasas de interés de corte fueron 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 17 al 23 de agosto de 2007 se efectuaron operaciones por Q61.6 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 reporto realizadas en las bolsas de valores del país, indicó que durante el período del 17 al 23 de agosto de 2007, la mínima fue de 5.47%, observada el 17 de agosto de 2007 y la máxima de 5.67% registrada el 23 de agosto 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 5.56%.

Por otra parte, informó que durante el período del 17 al 23 de agosto de 2007, con relación a las operaciones con bonos del tesoro, se registraron colocaciones por Q42.9 millones y vencimientos por Q0.1 millones.

b) El Subdirector del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 16 al 22 de agosto de 2007, el promedio diario de operaciones tanto de compra como de venta fue de US\$66.7 millones y que los tipos de cambio promedio ponderado de las

referidas operaciones mostraron al inicio del período indicado una leve tendencia hacia el alza y luego se mantuvo estable. En efecto, el jueves 16 de agosto fueron de Q7.64509 por US\$1.00 para la compra y de Q7.66723 por US\$1.00 para la venta, el viernes 17 de agosto fueron de Q7.65907 y de Q7.67529, el lunes 20 de agosto fueron de Q7.65632 y de Q7.67949, el martes 21 de agosto fueron de Q7.65471 y de Q7.67014 y, finalmente, el miércoles 22 de agosto fueron de Q7.65614 y de Q7.67393. Asimismo, indicó que el tipo de cambio de referencia vigente para el 24, 25 y 26 de agosto del presente año es de Q7.66178 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 17 al 23 de agosto 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 17 al 23 de agosto de 2007, no se cerraron operaciones. Agregó que al jueves 23 de agosto 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 16 y el 23 de agosto de 2007, según cifras preliminares, la posición diaria de encaje del sistema bancario pasó de Q43.5 millones a Q268.1 millones. Mencionó, además, que durante dicho período se registraron operaciones netas de inyección de liquidez del Banco de Guatemala por Q13.7 millones. Por su parte, la posición promedio de encaje en el citado período pasó de Q270.5 millones a Q127.1 millones.

Destacó que en el período del 16 al 23 de agosto de 2007, los principales factores desmonetizantes de la emisión monetaria fueron el incremento en el saldo del encaje bancario por Q271.1 millones, de los depósitos del resto del sector público en el Banco Central por Q175.9 millones y de los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala por Q67.3 millones; mientras que los principales factores monetizantes fueron la disminución en el saldo de los depósitos del Gobierno Central

en el Banco de Guatemala por Q165.3 millones y el incremento del saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q52.0 millones. En relación a los principales factores monetizantes de la Base Monetaria Amplia, informó que éstos fueron la disminución en el saldo de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q165.3 millones y el incremento del saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q52.0 millones; en tanto que el principal factor desmonetizante fue el incremento en el saldo de los depósitos del resto del sector público en el Banco Central por Q175.9 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia indicó que, con la proyección de julio de 2007, para diciembre de 2007 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 6.41% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 6.03%; el promedio simple de ambos modelos se sitúa en 6.22%, 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 4.94% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 5.56%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 5.25%, 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 julio de 2007, estimada con un modelo auto regresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 6.45%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 6.32%; el promedio simple de ambos modelos es de 6.39%, 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 5.92%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 4.98%; el promedio simple de ambos modelos es de 5.45%, el cual se ubica por arriba del valor puntual de la meta de política y dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación (4.5% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere que la política monetaria sea moderadamente restrictiva.

Con respecto a la tasa de interés parámetro, informó que al 16 de agosto de 2007, el límite inferior fue de 4.26%, en tanto que el límite superior se ubicó en 8.21%; 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 (5.48%) 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 16 de agosto de 2007, el límite inferior fue de 7.08% y el límite superior de 7.88%, en tanto que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 7.23%, la cual se ubica dentro de los límites del margen de fluctuación de la tasa pasiva de paridad, lo que sugiere mantener invariable la política monetaria.

En cuanto a la liquidez primaria indicó que la emisión monetaria observada al 23 de agosto de 2007, presenta una desviación de Q1,219.9 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 Q382.9 millones por debajo del límite inferior del corredor programado, lo que sugiere una política monetaria relajada. La orientación ponderada de las desviaciones para la presente semana por Q418.5 millones estaría indicando restringir la política monetaria.

En cuanto a los medios de pago totales, el crecimiento interanual observado al 16 de agosto de 2007 ascendió a 12.0%, el cual se ubica por debajo del límite inferior del corredor estimado para dicha variable para la misma fecha (13.7% a 15.7%), lo que sugiere una política monetaria relajada; en tanto que la estimación econométrica de los medios de pago para diciembre de 2007 es de 11.6%, 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 -2.55% sugiere por lo tanto, relajar la política monetaria. Asimismo, a la fecha indicada, la variación interanual del crédito bancario al sector privado registró un crecimiento de 27.7%, el cual se ubica por arriba del límite superior del corredor estimado para el 16 de agosto de 2007 (21.3% a 23.3%), 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 25.3%, la cual se ubica por arriba del

límite superior del rango estimado (21.0% a 23.0%), lo que sugiere restringir la política monetaria. La orientación promedio de las desviaciones para la presente semana es de 3.35% 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 julio de 2007, para diciembre de 2007 la proyección de inflación se ubica en 6.31%, 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 6.38%, 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 julio de 2007, muestra un ritmo inflacionario de 6.55%, 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 agosto para pronosticar el ritmo de inflación total, éste proyecta para diciembre de 2007 un ritmo inflacionario de 6.06%, 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 6.85%, 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 5.78%, 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 6.10%, lo que estaría sugiriendo una política monetaria restrictiva.

Respecto de la orientación de las variables indicativas, manifestó que con relación a la semana anterior, la variable "Pronósticos de Inflación de Mediano Plazo del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- para diciembre de 2008", pasó de sugerir una política monetaria moderadamente restrictiva a aconsejar que la misma sea restrictiva. En ese sentido, conforme al peso relativo asignado a las variables indicativas por los miembros de la Junta Monetaria, se informó que 54.46% de las mismas sugiere una orientación de política monetaria restrictiva (46.22% la semana previa); 18.34% una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (26.58% la semana previa); 18.41% una orientación de política monetaria invariable

(igual porcentaje la semana previa); y, el restante 8.79% sugiere una política monetaria relajada (igual porcentaje la semana previa).

Por otra parte, indicó que con relación al comportamiento del tipo de cambio nominal, los límites superior e inferior del corredor estimado para la semana del 20 al 24 de agosto de 2007 fueron de Q7.751 y de Q7.631 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 20 y el 23 de agosto) 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 24 al 30 de agosto de 2007, los cuales indican un excedente de liquidez primaria por Q2,298.6 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 negativa de encaje bancario por Q373.5 millones y el desvío observado de emisión monetaria por Q1,219.9 millones, resulta un excedente de liquidez agregada estimada para el referido período de Q3,144.9 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 (Q2,328.0 millones, según registros al 23 de agosto de 2007) y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q816.9 millones.

e) El Subdirector del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, con base en el flujo estimado de monetización y en los lineamientos establecidos para la determinación de los cupos para la licitación, propuso al Comité de Ejecución que los mismos fueran de Q15.0 millones para 182 días y de Q60.0 millones para 364 días.

TERCERO: Balance de riesgos de inflación.

El Comité continuó el análisis iniciado la semana anterior, el cual deberá presentar a Junta Monetaria en su sesión del miércoles 29 de agosto 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 23 de agosto de 2007 se ubicó, en promedio, en US\$72.27 por barril, lo que significa una disminución de US\$1.88 por barril (2.54%) respecto del precio promedio registrado durante julio de 2007 (US\$74.15 por barril). Por su parte, el precio del crudo para entrega en diciembre de 2007, según el servicio informativo *Bloomberg*, se situó el 23 de agosto en US\$69.23 por barril, inferior en US\$5.71 por barril (7.62%) con respecto al precio registrado para la misma posición el 20 de julio de 2007 (última fecha en la que el Comité analizó el nivel de la tasa de interés líder), que fue de US\$74.94 por barril. Al respecto, según informes de expertos internacionales, la referida reducción 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 hizo referencia al incremento en el nivel de los inventarios de crudo en los Estados Unidos de América. Por el lado de los factores de demanda, se citaron dos elementos: el primero, asociado a las expectativas de una mayor desaceleración en el crecimiento económico de los Estados Unidos de América y a la finalización de la estación de verano y, el segundo, relativo a las expectativas generadas por las recientes caídas en las bolsas de valores asiáticas, en las europeas y en Wall Street. En lo que concierne a la especulación en el mercado, se hizo referencia, por una parte, al estrecho margen entre la oferta y la demanda mundiales de petróleo y, por la otra, a la menor especulación en el mercado de futuros del crudo. Adicionalmente, se enfatizó que desde hace varias semanas el precio de las gasolinas (superior y regular) en los Estados Unidos de América viene mostrando disminución, lo que recientemente ha incidido en que el precio de las gasolinas en Guatemala, siga la misma tendencia.

En cuanto al comportamiento del precio internacional del maíz, se informó que éste continuó disminuyendo, ubicándose el 23 de agosto en US\$6.23 por quintal; sin embargo, se subrayó que este último precio todavía es significativamente superior al que se registró en igual mes de 2006 (US\$5.03 por quintal), por lo que su seguimiento es relevante dentro del balance de riesgos de inflación. Asimismo, 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 de 0.75%, respectivamente) ha mantenido una tendencia al alza durante todo 2007.

En cuanto al índice compuesto de la inflación de los principales socios comerciales de Guatemala, se indicó que éste disminuyó en julio ubicándose en 3.39%, porcentaje que se sitúa ligeramente por debajo del registrado en diciembre de 2006 (3.43%). No obstante, para finales de 2007 se proyecta que la inflación de los socios comerciales se ubique en 3.41%. Se mencionó que, en el caso particular de los Estados Unidos de América, el ritmo inflacionario observado en julio de 2007 se ubicó en 2.36%, inferior tanto al observado en junio de 2007 (2.69%) como al registrado en julio de 2006 (4.15%). 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 objetivo de fondos federales de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, se indicó que, según la encuesta realizada recientemente por el servicio informativo *Bloomberg*, existe una probabilidad de alrededor de un 40.0% de 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 18 de septiembre de 2007. No obstante, se mencionó que en los últimos días se dio un cambio importante, derivado del comportamiento reciente en el mercado financiero estadounidense, en el sentido de que el 58.0% de los encuestados opina que la tasa de interés objetivo será reducida en la reunión de septiembre de 2007.

En cuanto a las condiciones internas, se indicó que la inflación intermensual en julio de 2007 se ubicó en 0.72%, superior en 0.26 puntos porcentuales a la registrada en julio de 2006 (0.46%) y superior en 0.07 puntos porcentuales al promedio de las variaciones registradas en julio desde 2001 (0.65%). Por su parte, el ritmo inflacionario total y el ritmo inflacionario subyacente observados a julio de 2007, aunque registraron un incremento respecto del mes anterior, aún se encuentran dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria para 2007 (5.0% +/- 1 punto porcentual), al situarse en 5.59% y 5.79%, respectivamente. No obstante, la proyección econométrica de la inflación total y subyacente para diciembre de 2007 (6.22% y 6.39%, en su orden), se ubican por

arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada para ese año.

Por su parte, la proyección econométrica de la inflación total y subyacente para diciembre de 2008 (5.25% y 5.45%, en su orden), se ubican por arriba del valor puntual de la meta de inflación, pero dentro del margen de tolerancia determinado por la Junta Monetaria para ese año. En cuanto a las expectativas de inflación del panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en julio, indican que el referido panel proyecta un ritmo inflacionario para finales de 2007 y de 2008 de 6.31% y de 6.38%, 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 mayo y de junio, 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 31 de julio de 2007, se registró un déficit de Q995.0 millones, equivalente a 0.4% del PIB (déficit de Q576.0 millones a julio de 2006). Se mencionó que, respecto de julio de 2006, los ingresos totales y los gastos totales crecieron 16.5% y 18.3%, en su orden. Adicionalmente, se indicó que en términos del seguimiento del programa monetario, se observó que al 23 de agosto de 2007 el nivel de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala se ubicaba, en promedio, en alrededor de Q1,324.0 millones por arriba de lo programado. Asimismo, se indicó que la emisión monetaria, al 23 de agosto de 2007 registraba un desvío promedio por arriba del límite superior del corredor programado de aproximadamente Q1,354.0 millones, ligeramente inferior al desvío promedio registrado en julio del presente año (Q1,382.0 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 20 de julio de 2007 (última fecha en que el Comité analizó el nivel de la tasa de interés líder), 54.46% de las variables aconseja una orientación de política monetaria restrictiva (52.87% el mes anterior); 18.34% aconseja una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (19.93% el mes anterior); 18.41% sugiere una orientación de política monetaria invariable (9.34% el mes anterior); y, el restante 8.79% aconseja una orientación de política monetaria relajada (17.86% el mes anterior). Así también, se

mencionó que el ritmo de crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado, no sólo se ubicó por encima del límite superior del corredor programado, sino que aceleró su tasa de crecimiento interanual respecto de julio de 2007. Por su parte, los medios de pago totales continuaron exhibiendo una tendencia decreciente.

CUARTO: Tercer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- en 2007.

Los departamentos técnicos del Banco de Guatemala presentaron al Comité el tercer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- en 2007, el que se inició con un resumen de las condiciones iniciales del corrimiento; seguidamente, se presentó un reporte de cambios en el pronóstico de la tasa de inflación interanual y de la tasa de interés líder de la política monetaria, respecto del pronóstico generado en el segundo corrimiento del MMS (realizado en mayo). Sobre el particular, se indicó que el pronóstico de inflación interanual para diciembre de 2007, generado en el tercer corrimiento de 2007 (6.06%), es menor en 0.93 puntos porcentuales al pronóstico generado, para la misma fecha, en el segundo corrimiento de 2007 (6.99%). Dicha reducción en el pronóstico de inflación se explica, principalmente, por cambios en los factores siguientes: pronóstico de inflación de corto plazo (-1.01%) y tipo de cambio nominal (0.03%). Se indicó, asimismo, que el pronóstico de inflación para diciembre de 2008, generado en el tercer corrimiento de 2007 (5.78%), es mayor en 0.33 puntos porcentuales al generado, para la misma fecha, en el segundo corrimiento de 2007 (5.45%). En este caso, el aumento en el pronóstico se explica, principalmente, por cambios en los factores siguientes: precio del diesel (0.20%), pronóstico de inflación de corto plazo (-0.13%) y filtros estadísticos (0.08%).

En lo que concierne a la tasa de interés líder de la política monetaria, se indicó que el pronóstico promedio para los cuatro trimestres comprendidos entre el tercero de 2007 y el segundo de 2008, generado en el tercer corrimiento de 2007 (6.68%), es mayor en 52 puntos básicos al pronóstico generado, para el mismo período, en el segundo corrimiento de 2007 (6.16%). Este aumento se explica, principalmente, por cambios en los factores siguientes: precio del diesel (44 puntos básicos), tasa de interés líder de la política monetaria (-38 puntos básicos) y tasa de variación del tipo de cambio real de equilibrio (38 puntos básicos). Por su parte, el pronóstico de tasa de interés líder de política monetaria, promedio para los ocho trimestres comprendidos

entre el tercero de 2007 y el segundo de 2009, que fue generado en el tercer corrimiento de 2007 (6.39%), es mayor en 76 puntos básicos al pronóstico promedio generado, para el mismo período, en el segundo corrimiento de 2007 (5.63%). El aumento de este pronóstico promedio se explica, principalmente, por cambios en los factores siguientes: tasa de variación del tipo de cambio real de equilibrio (60 puntos básicos), precio del diesel (29 puntos básicos) y tasa de interés líder de política monetaria (-17 puntos básicos).

Adicionalmente, se indicó que al comparar el pronóstico de inflación interanual del modelo con las metas de inflación establecidas en la resolución de Junta Monetaria JM-168-2006, se observa que para finales de 2007 y de 2008 la tasa interanual de inflación se estaría ubicando por encima del margen de tolerancia de la meta de política monetaria para cada uno de dichos años.

Seguidamente, se presentó el balance de riesgos del MMS y las correspondientes gráficas de abanico. Al respecto, se indicó que, de acuerdo con el pronóstico generado en el segundo corrimiento de 2007, existía un 24.12% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encontrara dentro de la meta de política para 2007, un 72.13% de probabilidad de que la tasa en cuestión se ubicara por arriba de la meta y un 3.75% de probabilidad de que la tasa de inflación se situara por debajo de la meta de política monetaria. En cambio, según el pronóstico generado en el tercer corrimiento de 2007, hay un 44.41% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encuentre dentro de la meta de política monetaria para diciembre de 2007, un 52.27% de probabilidad de que la tasa en cuestión se sitúe por encima de la meta y un 3.32% de probabilidad de que la tasa de inflación se ubique por debajo de la referida meta de política monetaria. Por tanto, el riesgo de exceder la meta de inflación para fines de 2007 se redujo.

Por otra parte, de acuerdo con el pronóstico generado en el segundo corrimiento de 2007, existía un 26.75% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encontrara dentro de la meta de política para 2008, un 48.62% de probabilidad de que la tasa en cuestión se ubicara por arriba de la meta y 24.63% de probabilidad de que la tasa de inflación se situara por debajo de la meta de política monetaria. En cambio, según el pronóstico generado en el tercer corrimiento de 2007, hay un 26.20% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encuentre dentro de la meta de política monetaria para diciembre de 2008, existe un 53.21% de

probabilidad de que la tasa en cuestión se sitúe por encima de la meta y un 20.59% de probabilidad de que la tasa de inflación se ubique por debajo de la referida meta de política monetaria. Por tanto, el riesgo de exceder la meta de inflación para fines de 2008 aumentó.

Se indicó que los pronósticos de inflación mencionados son condicionales a que el Banco Central lleve a cabo una política monetaria activa que busque la consecución de la meta de inflación de mediano y largo plazos. En ese sentido, la tasa de interés líder compatible con el pronóstico del MMS generado en el tercer corrimiento de 2007 pasa de un valor observado promedio de 5.42% en el segundo trimestre de 2007 a 6.47% en el tercer trimestre de 2007 y a 6.85% en el cuarto trimestre de dicho año, período a partir del cual comienza una trayectoria descendente que llega a 6.10% en el cuarto trimestre de 2008. Comparando la trayectoria recién descrita con la trayectoria que fue prescrita por el segundo corrimiento del MMS en 2007, las tasas de interés de política prescritas en el tercer corrimiento de 2007 son mayores, lo que es consistente con el mayor pronóstico de inflación del último corrimiento referido para diciembre de 2008.

QUINTO: Acciones que han tomado algunos bancos centrales en relación con su tasa de interés de referencia.

Los departamentos técnicos efectuaron una presentación sobre las acciones que han tomado algunos bancos centrales en relación con su tasa de interés de referencia, especialmente a raíz de los recientes acontecimientos en el mercado financiero internacional.

En el caso del Banco de Japón, se comentó que en su reunión del 23 de agosto de 2007, decidió no modificar la tasa de interés (0.50%) y que los analistas del mercado esperan que en su próxima reunión programada para el 19 de septiembre, tampoco la modifique. Se indicó que el presidente de ese banco central ha manifestado que el principal enfoque de la política monetaria sigue siendo el crecimiento económico y el comportamiento de los precios.

En lo que corresponde al Banco de Inglaterra, se informó que en su más reciente sesión llevada a cabo el 2 de agosto pasado, resolvió mantener invariable la tasa de interés de referencia (5.75%) y que para su próxima reunión del 6 de septiembre tampoco se espera que la modifique. Se comentó que se prevé que los encargados de la política monetaria esperarán los nuevos pronósticos sobre la

inflación y el crecimiento económico que están por publicarse y que permanecerán vigilantes de los efectos de los cinco incrementos anteriores, para determinar si son suficientes para controlar la inflación.

En Cuanto al Banco Central Europeo, en la reunión del 2 de agosto, decidió mantener sin cambios la tasa de interés en 4.0%; sin embargo, se indicó que los analistas del mercado esperan que este banco central decida un aumento a la tasa de interés, en la reunión programada para el 6 de septiembre, posibilidad que se deduce de las declaraciones del presidente del Banco, en el sentido de que el alza en los precios de los combustibles y la posibilidad de una mayor dinámica en los salarios podría implicar riesgos inflacionarios.

En relación con el Federal Reserve Bank (FED) de los Estados Unidos de América, se comentó que en la reunión del 7 de agosto decidió mantener invariable la tasa de interés de Fondos Federales objetivo (5.25%), como lo ha venido haciendo desde el 29 de junio de 2006. Además, inesperadamente, el 17 de agosto de 2007 la FED redujo en 50 puntos básicos la tasa de descuento, para situarla en 5.75%. La tasa de descuento es utilizada por la FED para hacer préstamos directos a las instituciones del sistema bancario. En cuanto a la decisión que podría tomar en su próxima reunión del 18 de septiembre, se indicó que los analistas del mercado esperan que se anuncie una disminución de la tasa de Fondos Federales. En efecto, se comentó que con base en los escenarios que se deducen del comportamiento de las tasas de interés a futuro, el 9 de agosto el sistema informativo *Bloomberg* indicaba que había un 28.0% de posibilidades de que la tasa de interés se mantuviera en 5.25% y un 72.0% de que disminuyera a 5.0%; sin embargo, con información al 23 de agosto se descuenta un 100.0% de posibilidades de que la tasa disminuya, dividido en un 42.0% de que disminuya a 5.0% y en un 58.0% que la disminución ubique la tasa de interés en 4.75%.

También se hizo referencia al comportamiento del mercado accionario en los Estados Unidos de América y se indicó que el índice Dow Jones ha mostrado mucha volatilidad, pero que si se analiza el período de julio a agosto se observa que la variación ha sido de 2.21%. Asimismo, se informó que recientemente también se ha observado falta de liquidez en los mercados financieros internacionales, lo que ha orientado a varios bancos centrales a inyectar importantes montos de recursos en efectivo a sus sistemas financieros. Se apuntó que el 23 de agosto, la Reserva

Federal inyectó US\$17.25 millardos y que desde el 9 de agosto ya lo había hecho por un acumulado de US\$111.3 millardos; también se informó que el Banco Central Europeo, en el mismo período ha inyectado el equivalente de US\$343.1 millardos.

SEXTO: Discusión y definición de lineamientos de ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia.

a) Discusión.

Los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, luego de haber presentado los elementos que componen el balance de riesgos de inflación, los resultados del tercer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- para 2007, así como el comportamiento de las variables indicativas de la política monetaria, arribaron a la conclusión de que si bien seguían presentes factores que sugieren restringir las condiciones monetarias, existían factores que sugerían prudencia.

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, que se tomará en la sesión programada para el miércoles 29 de agosto.

En cuanto al comportamiento de la inflación a julio de 2007, en el Comité se hizo referencia a que el ritmo inflacionario total se ubicó en 5.59%, lo que representa un aumento de 0.28 puntos porcentuales con relación al mes anterior, situación que reflejaba un posible cambio de tendencia en el ritmo inflacionario. Adicionalmente, al realizar un análisis prospectivo del comportamiento de la inflación, se indicó que las proyecciones del ritmo inflacionario total para finales de 2007, realizadas mediante el promedio aritmético de los dos modelos econométricos que se vienen utilizando, apuntaban a un ritmo inflacionario de 6.22%, porcentaje superior en 0.22 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 aconsejaba restringir las condiciones monetarias, mientras que para finales de 2008 se proyectaba un ritmo inflacionario de 5.25%, porcentaje que se sitúa dentro de la meta de inflación para dicho año (4.5% +/- 1 punto porcentual).

En lo atinente a las proyecciones del ritmo inflacionario subyacente, se subrayó que la proyección para diciembre de 2007 (6.39%) se ubicaba por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación (5.0% +/- 1 punto porcentual), en tanto que la proyección para diciembre de 2008 (5.45%) se situaba dentro de la meta de inflación determinada para ese año (4.5% +/- 1 punto porcentual).

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 los precios internacionales del petróleo y sus derivados y del maíz.

Al respecto, se destacó que el precio promedio registrado en el mercado internacional del crudo al 23 de agosto (US\$72.27 por barril) muestra una disminución de 2.54% respecto al precio promedio del mes anterior (US\$74.15 por barril). Asimismo, se destacó que el precio de las gasolinas en el mercado estadounidense continuó con una tendencia decreciente, lo que se asocia al incremento en el nivel de inventarios del crudo, a las expectativas de una mayor desaceleración en el crecimiento económico y a la finalización de la estación de verano en el referido país. Dicha tendencia, aunque con cierto rezago, se ha trasladado al precio de las gasolinas en el mercado guatemalteco.

Se mencionó que los precios internos del maíz registrados en julio, se incrementaron con respecto a los observados el mes anterior. Sobre el particular, dada la incidencia del precio interno del grano en otros precios de la canasta básica (como productos de tortillería y carnes de aves), se indicó que persisten riesgos de presiones inflacionarias futuras por el lado de la oferta, derivadas de la evolución del citado precio.

En adición, se indicó que el índice compuesto de la inflación de los principales socios comerciales de Guatemala se redujo en julio, en particular se subrayó que en los Estados Unidos de América el ritmo inflacionario registrado en julio de 2007 (2.36%) se redujo con respecto al del mes anterior (2.69%) y se ubicó por debajo del observado el mismo mes del año anterior (4.15%), 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 julio de 2007 (0.72%), se ubicaba por arriba de la observada en el mismo mes del año anterior

(0.46%), así como del promedio registrado en julio de los últimos siete años, que fue de 0.65%. Cabe resaltar que en julio de 2001, de 2002 y de 2005, el IPC registró variaciones intermensuales superiores, siendo éstas de 0.87%, 0.84% y 0.94%, respectivamente. Asimismo, se reiteró el hecho de que en julio se había revertido el comportamiento decreciente del ritmo inflacionario iniciado en abril, lo cual podría ser indicativo de un cambio en la tendencia de dicha variable, especialmente al tomar en consideración que el ritmo inflacionario se contrajo en septiembre y en octubre de 2006.

En el Comité se destacó que del 5.59% del ritmo inflacionario observado en julio, 1.18 puntos porcentuales se atribuían a la inflación importada; por lo que 4.41 puntos porcentuales correspondían a la inflación interna, valor que se ubicaba por debajo del límite inferior de la meta de inflación determinada para 2007.

En el contexto descrito, en el Comité se hizo énfasis en que un análisis integral de variables e indicadores macroeconómicos indicaba que era importante tomar en cuenta tanto los elementos que aconsejaban restringir como los elementos que recomendaban mantener invariables las condiciones monetarias. En lo que corresponde a los factores que aconsejaban restringir, se citaron los siguientes: a) Que los pronósticos de inflación provenientes del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, en su tercer corrimiento de 2007, indican que la inflación se encuentra por arriba de las metas establecidas por la autoridad monetaria para finales de 2007 y de 2008; no obstante, se destacó que la probabilidad de cumplir la meta en 2007 aumentó respecto del segundo corrimiento del MMS; b) Que las proyecciones econométricas de inflación total y subyacente para diciembre de 2007 se sitúan por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria para ese año; c) Que es muy probable que la tendencia decreciente del ritmo inflacionario se revierta, tomando en consideración que en septiembre y en octubre de 2006 se observaron inflaciones intermensuales negativas; d) Que los precios del maíz en el mercado interno continúan elevados; y, e) Que la actividad productiva del país está registrando un comportamiento más dinámico que el estimado a principios de año, aspecto que podría acelerar la demanda agregada y, en consecuencia, exacerbar expectativas inflacionarias.

En lo que concierne a los factores que recomendaban mantener invariables las condiciones monetarias, se mencionaron los siguientes: a) Que el precio internacional

del petróleo presenta una reducción importante respecto del mes previo, al igual que la cotización para diciembre de 2007, situación que también se evidencia en el precio de las gasolineras en los Estados Unidos de América que viene mostrando una tendencia a la baja, la cual se ha trasladado al mercado guatemalteco; b) Que la inestabilidad que se observa en el mercado inmobiliario de los Estados Unidos de América y que ha producido volatilidad en los mercados bursátiles y cambiarios internacionales, podría propiciar una mayor desaceleración de la economía estadounidense, situación que aconseja un compás de espera a efecto de observar las actuaciones de la Reserva Federal en su sesión del próximo 18 de septiembre; c) Que las proyecciones econométricas de inflación total y subyacente para 2008 se ubican dentro de la meta de inflación establecida para dicho año; d) Que las finanzas públicas a julio de 2007 registraron un déficit equivalente a 0.4% del PIB, superior al observado en igual período de 2006 (0.2% del PIB); no obstante, en lo que va del año los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala se han ubicado, en promedio, por encima de lo programado en Q1,324.0 millones, lo que ha representado menores presiones para la política monetaria; e) 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; y, f) Que los dos incrementos en la tasa de interés líder realizados en el presente año, todavía no han impactado plenamente por medio del canal de la demanda agregada.

Como resultado de la discusión y análisis, en el seno del Comité privó el criterio de que si bien era aconsejable mantener invariable la tasa de interés líder de la política monetaria en esta oportunidad, de prevalecer factores de riesgo de inflación, será necesario actuar en el corto plazo a fin de que la inflación converja hacia la meta fijada tanto para 2007 como para 2008. En este contexto, se hizo también referencia a la importancia de que en lo que resta del año se mantenga una mayor disciplina fiscal privilegiando una ejecución gradual del gasto público, lo que contribuiría a contrarrestar las presiones inflacionarias que se derivan 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 182 días y de 364 días se establecieran en Q15.0 millones y Q60.0 millones, respectivamente.

- 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 27 al 31 de agosto 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 margen 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 27 de agosto de 2007 a los plazos de 182 días y de 364 días, con cupos de captación de Q15.0 millones y de Q60.0 millones, respectivamente. Las tasas de interés serán determinadas de acuerdo con las condiciones del mercado, reflejadas en las posturas que se reciban, considerando las tasas de interés de referencia establecidas por los departamentos técnicos.

Por otra parte, el Comité acordó que se continúen realizando captaciones en forma directa en ventanilla con las entidades públicas y con el público. En el caso de las entidades públicas, que las captaciones se sigan realizando conforme las condiciones financieras prevalecientes; es decir, la tasa de interés para el plazo de 7 días será la que aplica el Banco de Guatemala en la MEBD y en las bolsas de valores y, para los otros plazos, la tasa de interés será el promedio móvil, para cada plazo, de la tasa de interés promedio ponderado resultante de los anteriores cuatro eventos de licitación. En cuanto a las captaciones con el público, la tasa de interés, para cada plazo, no podrá ser mayor de la tasa promedio ponderado de la licitación correspondiente menos un punto porcentual.

En lo que corresponde a la convocatoria a licitación de CDPs en dólares de los Estados Unidos de América, el Comité instruyó a la Gerencia General y a la Gerencia Financiera del Banco de Guatemala para que, de observarse volatilidad en el tipo de cambio nominal, en la semana del 27 al 31 de agosto de 2007, se convoque a licitación de CDPs en dólares de los Estados Unidos de América a los plazos de 91, 182 y 364 días, sin cupo preestablecido. Para la adjudicación de las posturas se podrá tomar como referencia la tasa de interés para Letras del Tesoro de los Estados Unidos de América a plazos similares.

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 de ser necesario la misma se realice por medio del Sistema Electrónico de Negociación de Divisas aplicando la regla de participación aprobada por Junta Monetaria en resolución JM-168-2006.

SÉPTIMO: Otros asuntos.

No habiendo otros asuntos que tratar, la sesión finalizó a las catorce horas con cuarenta minutos, en el mismo lugar y fecha al inicio indicados, firmando de conformidad los participantes.