

## COMITÉ DE EJECUCIÓN

### ACTA NÚMERO 51-2007

Sesión 51-2007 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 veintiuno de septiembre de dos mil siete, a partir de las trece horas con veinte 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 50-2007, correspondiente a la sesión celebrada el 13 de septiembre de 2007.  
CIRCULÓ: Proyecto de acta número 50-2007.

**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 depósitos a plazo

**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:** Evaluación de las posturas de la licitación de Depósitos a Plazo en quetzales No. DP-50-2007.

**SÉPTIMO:** Otros Asuntos.

No habiendo observaciones, el Comité aprobó el Orden del Día.

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

No habiendo observaciones, el Comité aprobó el acta número 50-2007.

**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 17 al 20 de septiembre de 2007, se registraron captaciones de depósitos a plazo -CDPs- por Q3,110.1 millones y vencimientos por Q2,864.8 millones, lo que dio como resultado captaciones netas por Q245.3 millones, asociadas a las operaciones realizadas en licitación (vencimientos netos por Q80.4 millones); en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores (captaciones netas por Q297.0 millones); y, en ventanilla (captaciones netas por Q28.7 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante el período del 17 al 20 de septiembre 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 17 al 20 de septiembre de 2007 se efectuaron operaciones por Q40.3 millones al plazo de 7 días, a una tasa de interés de 7.00%. Cabe indicar que en las operaciones se recibieron como garantía Certificados Representativos de 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 20 de septiembre de 2007, la mínima fue de 5.68%, observada el 17 de septiembre de 2007 y la máxima de 5.95% registrada el 19 de septiembre 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 5.71%.

Por otra parte, informó que durante el período del 17 al 20 de septiembre de 2007, con relación a las operaciones con bonos del tesoro, se registraron captaciones por Q137.2 millones y vencimientos por Q70.2 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 19 de septiembre de 2007, el promedio diario de operaciones de compra fue de

US\$63.7 millones y el de venta fue de US\$70.2 millones y que los tipos de cambio promedio ponderado de las referidas operaciones mostraron en el período indicado una leve tendencia hacia la baja, la cual se revirtió en los últimos dos días. En efecto, el miércoles 12 de septiembre los referidos tipos de cambio fueron de Q7.68019 por US\$1.00 para la compra y de Q7.70122 por US\$1.00 para la venta, el jueves 13 de septiembre fueron de Q7.67145 y de Q7.69035, el lunes 17 de septiembre fueron de Q7.66532 y de Q7.68920, el martes 18 de septiembre fueron de Q7.67383 y de Q7.69211 y, finalmente, el miércoles 19 de septiembre fueron de Q7.68871 y de Q7.70752. Asimismo, indicó que el tipo de cambio de referencia vigente para el 21, 22 y 23 de septiembre del presente año es de Q7.70314 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 20 de septiembre 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 20 de septiembre de 2007, no se cerraron operaciones. Agregó que al jueves 20 de septiembre no existe precio de referencia para el mercado a liquidarse en diciembre de 2007, en virtud de que no se han cerrado operaciones.

c) El Director del Departamento de Estudios Económicos informó que, entre el 13 y el 20 de septiembre de 2007, según cifras preliminares, la posición diaria de encaje del sistema bancario pasó de una posición negativa de Q29.8 millones a otra negativa de Q177.8 millones. Mencionó, además, que durante dicho período se registraron vencimientos netos de operaciones de inyección de liquidez del Banco de Guatemala por Q2.0 millones. Por su parte, la posición promedio de encaje en el citado período pasó de Q376.7 millones a Q219.5 millones.

Destacó que en el período del 13 al 20 de septiembre de 2007, los principales factores desmonetizantes de la emisión monetaria fueron el incremento en el saldo de los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala por Q245.3 millones y

de los depósitos en el Banco de Guatemala del resto del sector público por Q75.5 millones y del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q24.0 millones; y, la disminución en el saldo de los Otros Activos Netos del Banco de Guatemala por Q165.9 millones; mientras que los principales factores monetizantes fueron el incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q176.0 millones y la disminución en el saldo del encaje bancario por Q126.8 millones. En relación a los principales factores desmonetizantes de la Base Monetaria Amplia, informó que éstos fueron la disminución en el saldo de los Otros Activos Netos del Banco de Guatemala por Q166.5 millones y el incremento del saldo de los depósitos en el Banco de Guatemala del resto del sector público por Q75.5 millones, del Gobierno Central por Q24.0 millones y del encaje bancario en moneda extranjera por el equivalente a Q56.7 millones; en tanto que los principales factores monetizantes fueron el incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q176.0 millones y, la disminución en el saldo de los depósitos a plazo mayores a 91 días constituidos en el Banco de Guatemala por Q51.7 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia indicó que, con la proyección de agosto de 2007, para diciembre de 2007 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 6.45% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 6.76%; el promedio simple de ambos modelos se sitúa en 6.61%, 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 4.98% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 6.14%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 5.56%, el cual se encuentra por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación (4.5% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria restrictiva.

Con relación a la inflación subyacente esperada para diciembre de 2007, con datos a agosto de 2007, estimada con un modelo auto regresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 6.87%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 6.97%; el promedio simple de ambos modelos es de 6.92%, 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 5.98%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 5.31%; el promedio simple de ambos modelos es de 5.65%, 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 13 de septiembre de 2007, el límite inferior fue de 5.11%, en tanto que el límite superior se ubicó en 9.06%; mientras que el promedio simple resultante entre la tasa de interés de reportos de 8 a 15 días (5.85%) y la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria de hasta 91 días (5.49%) se situó en 5.67%, 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 13 de septiembre de 2007, el límite inferior fue de 7.26% y el límite superior de 8.06%, en tanto que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 7.24%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del margen de fluctuación de la tasa pasiva de paridad, lo que sugiere restringir la política monetaria.

En cuanto a la liquidez primaria indicó que la emisión monetaria observada al 20 de septiembre de 2007, presenta una desviación de Q1,626.2 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 promedio de las desviaciones para la presente semana por Q813.1 millones estaría indicando restringir la política monetaria.

En cuanto a los medios de pago totales, el crecimiento interanual observado al 13 de septiembre de 2007 ascendió a 13.4%, 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 12.2%, 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 -1.55% sugiere por lo tanto, relajar la política monetaria. Asimismo, a la fecha indicada, la variación interanual del crédito bancario al sector privado registró un crecimiento de 26.5%, el cual se ubica por arriba del límite superior del corredor estimado para el 13 de septiembre de 2007 (21.2% a 23.2%), lo que sugiere una política monetaria restrictiva; por su parte, la estimación econométrica para finales de 2007 del crédito bancario al sector privado es de 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 2.20% 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 agosto de 2007, para diciembre de 2007 la proyección de inflación se ubica en 6.35%, 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 6.42%, la cual también se encuentra por arriba del margen de tolerancia estimado para dicho año (4.5% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere restringir la política monetaria. Asimismo, indicó que la variable expectativas implícitas de inflación, con datos a agosto de 2007, muestra un ritmo inflacionario de 6.53%, 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, dicha orientación permaneció sin cambios. En ese sentido, conforme al peso relativo asignado a las variables indicativas por los miembros de la Junta Monetaria, se informó que 81.87% de las mismas sugiere una orientación de política monetaria restrictiva; 9.34% una orientación de política monetaria invariable; y, el restante 8.79% sugiere una política monetaria relajada.

Finalmente, indicó que con relación al comportamiento del tipo de cambio nominal, los límites superior e inferior del corredor estimado para la semana del 17 al 21 de septiembre de 2007 fueron de Q7.794 y de Q7.674 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 17 y el 20 de septiembre) fue de Q7.691 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 21 al 27 de septiembre de 2007, los cuales indican un excedente de liquidez primaria por Q3,595.2 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 Q302.4 millones y el desvío observado de emisión monetaria por Q1,626.2 millones, resulta un excedente de liquidez agregada estimada para el referido período de Q4,919.0 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 (Q3,122.1 millones, según registros al 20 de septiembre de 2007) y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q1,796.9 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 Q25.0 millones para 182 días y de Q95.0 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 26 de septiembre 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 20 de septiembre de 2007 se ubicó, en promedio, en US\$78.92 por barril, lo que significa un incremento de US\$6.56 por barril (9.07%) respecto del precio promedio registrado durante agosto de 2007 (US\$72.36 por barril). Por su parte, el precio del crudo para entrega en diciembre de 2007, según el servicio informativo *Bloomberg*, se situó el 20 de septiembre en US\$80.64 por barril, superior en US\$10.41 por barril (14.82%) con respecto al precio registrado para la misma posición el 24 de agosto de 2007 (última fecha en la que el Comité analizó el nivel de la tasa de interés líder), que fue de US\$70.23 por barril. Al respecto, según informes de expertos internacionales, el referido aumento 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 a tres elementos: el primero, asociado a que el 14 de septiembre de 2007, según el Departamento de Energía de los Estados Unidos de América, el nivel de inventarios del crudo registró su nivel más bajo de los últimos ocho meses; el segundo, relativo al incremento de 0.5 millones de barriles diarios en la producción de crudo de la Organización de Países Exportadores de Petróleo -OPEP- a partir del 1 de noviembre de 2007, el cual se considera insuficiente para satisfacer el nivel actual de la demanda mundial; y, el tercero, asociado a la suspensión de actividades en pozos petroleros en el Golfo de México, debido a amenaza de tormenta tropical. Por el lado de los factores de demanda, se citó que la Reserva Federal de los Estados Unidos de América redujo en 0.50 puntos porcentuales su tasa de interés objetivo, ubicándola en 4.75%, con el objeto de estimular la economía de ese país. Dicho ajuste podría propiciar un estímulo a la actividad económica de dicho país y, por consiguiente, generar una mayor demanda de petróleo. En lo que concierne a la especulación en el mercado, se hizo referencia al estrecho margen entre la oferta y la demanda mundiales de petróleo. Adicionalmente, se mencionó que la tendencia hacia la baja que venía manifestando el precio de las gasolinas (superior y regular) en los Estados Unidos de América se revirtió en los últimos días, situación que, dado el rezago de los precios de las gasolinas en dicho país y los precios en Guatemala, se considera que en las semanas

subsiguientes los precios de las gasolinas en Guatemala continúen con el mismo comportamiento.

En cuanto al comportamiento del precio internacional del maíz, se informó que éste registró una ligera alza, ubicándose el 19 de septiembre en US\$6.23 por quintal. Se subrayó que el citado precio es significativamente superior al que se registró en igual mes de 2006 (US\$5.19 por quintal), por lo que su seguimiento es relevante como un factor de oferta. Asimismo, se hizo referencia que, de acuerdo con información del Instituto Nacional de Estadística -INE-, el precio interno del maíz amarillo y blanco (con ponderaciones en el IPC de 0.07% y 0.75%, respectivamente) continúa manteniendo una marcada tendencia al alza.

En lo que concierne al precio internacional del trigo, éste mantiene una tendencia al alza desde marzo del presente año, ubicándose el 19 de septiembre de 2007 en US\$13.30 por quintal (lo que representa un incremento de más del 100% respecto del nivel observado el mismo mes de 2006, cuando se ubicó en alrededor de US\$6.00 por quintal), razón por la cual, debe mantenerse un estrecho seguimiento del referido precio como parte del balance de riesgos de inflación.

En lo relativo al índice compuesto de la inflación de los principales socios comerciales de Guatemala, se indicó que éste disminuyó en agosto, ubicándose en 3.24%, porcentaje que se sitúa 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 3.38%. Se mencionó que, en el caso particular de los Estados Unidos de América, el ritmo inflacionario observado en agosto de 2007 se ubicó en 1.97%, inferior tanto al observado en julio de 2007 (2.36%) como al registrado en agosto de 2006 (3.82%), pero se prevé que al final de 2007 se sitúe en 2.7%. 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.

En cuanto a las condiciones internas, se indicó que la inflación intermensual en agosto de 2007 se ubicó en 0.92%, superior en 0.6 puntos porcentuales a la registrada en agosto de 2006 (0.32%) y superior en 0.56 puntos porcentuales al promedio de las variaciones registradas en agosto durante los últimos seis años (0.36%). Por su parte, el ritmo inflacionario total y el ritmo inflacionario subyacente observados a agosto de 2007, registraron un incremento respecto del mes anterior,

ubicándose por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada por la Junta Monetaria para 2007 (5.0% +/- 1 punto porcentual), al situarse en 6.21% y 6.35%, respectivamente.

Por su parte, las proyecciones econométricas de la inflación total y de la inflación subyacente para diciembre de 2007 y para diciembre de 2008, se ubican por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada para finales de los referidos años. En cuanto a las expectativas de inflación del panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en agosto, indican un ritmo inflacionario para finales de 2007 y de 2008 de 6.35% y 6.42%, en su orden, porcentajes que se sitúan por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada para cada uno de los citados años, situación que denota un incremento en las expectativas inflacionarias respecto de la encuesta del mes anterior.

En lo que se refiere a la ejecución de las finanzas públicas, se indicó que, de acuerdo con cifras preliminares, al 31 de agosto de 2007, se registró un déficit de Q1,906.2 millones, equivalente a 0.7% del PIB (déficit de Q930.3 millones a agosto de 2006, equivalente a 0.4% del PIB); sin embargo, se mencionó que, respecto de agosto de 2006, los ingresos totales y los gastos totales crecieron 16.1% y 20.3%, en su orden. Adicionalmente, se indicó que en términos del seguimiento del programa monetario, se observó que al 20 de septiembre de 2007 el nivel de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala se ubicaba, en promedio, en alrededor de Q1,600.0 millones por arriba de lo programado, compensando parcialmente la disminución registrada en las operaciones de estabilización monetaria. No obstante, se destacó que en agosto de 2007 el gasto público registró un incremento por arriba de lo que sugiere su estacionalidad.

Por otra parte, se indicó que la emisión monetaria, al 20 de septiembre de 2007, registraba un desvío promedio por arriba del límite superior del corredor programado de aproximadamente Q1,344.0 millones, ligeramente superior al desvío promedio registrado a agosto del presente año (alrededor de Q1,333.0 millones). Sin embargo, se destacó que desde inicios de septiembre se revirtió la tendencia a la reducción que se venía observando en el desvío de la mencionada variable.

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 24 de agosto, última fecha

en que el Comité analizó el nivel de la tasa de interés líder, 81.87% de las variables aconseja una orientación de política monetaria restrictiva, comparado con 54.46% del mes anterior; 0.00% aconseja una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva, 18.34% el mes anterior; 9.34% sugiere una orientación de política monetaria invariable, 18.41% el mes anterior; y, el restante 8.79% aconseja una orientación de política monetaria relajada, igual porcentaje el mes anterior. Así también, se mencionó que el ritmo de crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado, aunque sigue mostrando una ligera tendencia a la desaceleración, continúa ubicándose por arriba de los valores programados.

Por último, se indicó que los medios de pago totales continúan situándose por debajo del corredor estimado para 2007.

**CUARTO:** Reporte mensual de riesgos de inflación del Modelo Macroeconómico Semiestructural.

Los departamentos técnicos presentaron el Reporte Mensual de Riesgos de Inflación del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-. En ese sentido, hicieron énfasis en que dicho reporte indica la dirección en la que los datos surgidos en el último mes (entre el 11 de agosto y el 10 de septiembre 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 el 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 indicó que los resultados cuantitativos presentados en este tipo de reporte no deben ser interpretados literalmente, sino sólo como indicativos de la dirección de los riesgos en torno al último pronóstico trimestral.

Con relación al efecto de los nuevos datos disponibles sobre el pronóstico de la inflación interanual, se indicó que dicho efecto apunta hacia un aumento del riesgo de inflación, pues la trayectoria generada por el corrimiento mecánico del MMS efectuado en septiembre se desplaza a tasas superiores en comparación con la trayectoria generada en agosto por el pronóstico del tercer corrimiento del MMS en 2007. Congruente con lo

anterior, se indicó que el efecto de los nuevos datos sobre la trayectoria de la tasa de interés líder de política monetaria también es al alza.

Seguidamente, los departamentos técnicos presentaron la descomposición del efecto de los nuevos datos sobre el pronóstico del MMS generado en el tercer corrimiento de 2007 (realizado en agosto), para el cuarto trimestre de 2007. En términos de la inflación interanual, indicaron que la proyección para el cuarto trimestre de 2007 aumenta en 11 céntimos de punto porcentual, al pasar de 6.06% (en el pronóstico del tercer corrimiento del MMS) a 6.17% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicho comportamiento se explica 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 (3 céntimos de punto porcentual, al alza) y por el nuevo dato de inflación (7 céntimos de punto porcentual, al alza). En términos de la tasa de interés líder de la política monetaria, el promedio de dicha variable, para los trimestres comprendidos entre el tercero de 2007 y el segundo de 2008, aumenta en 18 puntos básicos, al pasar de 6.68% (en el pronóstico del tercer corrimiento del MMS) a 6.86% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicho aumento se explica por el efecto del nuevo pronóstico del precio del diesel (7 puntos básicos, a la baja), por el nuevo pronóstico de la inflación de los Estados Unidos de América (1 punto básico, al alza), por el nuevo pronóstico del Producto Interno Bruto -PIB- de los Estados Unidos de América (1 punto básico, a la baja), por el nuevo dato de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (6 puntos básicos, a la baja), por el nuevo dato del IMAE de demanda doméstica (3 puntos básicos, al alza), por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (22 puntos básicos, al alza) y por el nuevo dato de inflación (6 puntos básicos, al alza).

En cuanto a la descomposición del efecto de los nuevos datos sobre el pronóstico del MMS generado en el tercer corrimiento de 2007 (efectuado en agosto), para el cuarto trimestre de 2008, se indicó que en términos de la inflación interanual, la proyección para el cuarto trimestre de 2008 aumenta en 16 céntimos de punto porcentual, al pasar de 5.78% (en el pronóstico del tercer corrimiento del MMS) a 5.94% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicho aumento es explicado por el nuevo pronóstico del precio del diesel (2 céntimos de punto porcentual, a la baja), por el nuevo pronóstico del PIB de los Estados Unidos de América (1 céntimo de punto porcentual, a la baja), por el nuevo dato de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (2 céntimos de punto porcentual, a la baja), por el nuevo dato del IMAE de demanda doméstica (2 céntimos de punto porcentual, al alza), por el nuevo dato del tipo de cambio

nominal (13 céntimos de punto porcentual, al alza) y por el nuevo dato de inflación (6 céntimos de punto porcentual, al alza).

En términos de la tasa de interés líder de la política monetaria, se señaló que el promedio de dicha variable, para los trimestres comprendidos entre el tercero de 2007 y el segundo de 2009, aumenta en 12 puntos básicos, al pasar de 6.39% (en el pronóstico del tercer corrimiento de 2007) a 6.51% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Tal comportamiento se explica por el nuevo pronóstico del precio del diesel (6 puntos básicos, a la baja), por el nuevo pronóstico de la inflación de los Estados Unidos de América (1 punto básico, al alza), por el nuevo pronóstico del PIB de los Estados Unidos de América (1 punto básico, a la baja), por el nuevo dato de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (7 puntos básicos, a la baja), por el nuevo dato del IMAE de demanda doméstica (3 puntos básicos, al alza), por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (18 puntos básicos, al alza) y por el nuevo dato de inflación (4 puntos básicos, al alza).

Adicionalmente, los departamentos técnicos mostraron una simulación que toma en cuenta una reducción de 50 puntos básicos en la tasa de interés de títulos del Tesoro de los Estados Unidos de América a un año plazo, acorde con la decisión adoptada esta semana por la Reserva Federal de ese país, en relación con la tasa de interés objetivo de fondos federales. De acuerdo con la referida simulación, el efecto de la reducción de 50 puntos básicos en la tasa de interés externa es prácticamente inapreciable en la trayectoria de inflación de Guatemala, aunque sí genera un incremento en la tasa de interés líder de política monetaria, el cual es ligeramente menor que el estimado en el corrimiento mecánico de septiembre.

En resumen, los departamentos técnicos indicaron que, con relación al tercer corrimiento del MMS en 2007 (realizado en agosto), el corrimiento mecánico de septiembre indica una trayectoria de tasas de inflación ligeramente más altas (por encima de las metas de inflación tanto para 2007 como para 2008) y una trayectoria de tasas de interés líder, también superior.

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

a) Discusión.

Los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, luego de haber presentado los elementos que componen el balance de riesgos de inflación, el reporte mensual de riesgos de inflación derivado del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, así como el comportamiento de las variables indicativas de la política monetaria, señalaron

que en esta ocasión, a diferencia de la vez anterior que el Comité analizó el nivel de la tasa de interés líder, es evidente la necesidad de restringir las condiciones monetarias. En tal sentido, manifestaron que un ajuste al alza en la tasa de interés líder de la política monetaria contribuiría a moderar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos y a restringir excedentes de liquidez primaria en la economía, aspectos que revisten especial importancia para el cumplimiento de las metas de inflación.

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 26 de septiembre de 2007.

En cuanto al comportamiento del ritmo inflacionario total a agosto de 2007, en el Comité se hizo referencia a que el aumento registrado de 0.62 puntos porcentuales con relación al mes anterior, confirma la reversión de la tendencia a la desaceleración que se registró hasta junio de 2007 y representa el segundo incremento consecutivo en la referida variable. 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, apuntan a un ritmo inflacionario mayor en 0.61 puntos porcentuales al límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida para dicho año, lo que sugería restringir las condiciones monetarias, mientras que para finales de 2008 se proyectaba un ritmo inflacionario que también se situaba por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida para dicho año, situación que también apunta a restringir la política monetaria.

Con relación a las proyecciones del ritmo inflacionario subyacente se subrayó que tanto para diciembre de 2007 como para diciembre de 2008, las mismas se situaban por arriba del límite superior del margen de tolerancia de las metas de inflación determinadas.

En el Comité se destacó el hecho de que en un Esquema de Metas Explícitas de Inflación, deben tenerse presentes al menos dos aspectos. El primero se refiere a que los pronósticos de inflación de mediano plazo se consideran fundamentales, en virtud de que constituyen el ancla nominal de la política monetaria. El segundo aspecto se refiere a que las acciones de política monetaria no tienen un efecto inmediato, sino que tienen un rezago en el control de la inflación, razón por la cual es conveniente adoptar oportunamente medidas de restricción monetaria para el logro de la meta de inflación de mediano plazo.

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, del trigo y del maíz. Al respecto, se destacó que el precio promedio registrado en el mercado internacional del crudo al 20 de septiembre (US\$78.92 por barril) muestra un aumento de US\$6.56 por barril (9.07%) respecto al precio promedio del mes anterior (US\$72.36 por barril). En ese sentido, según informes de expertos internacionales, el comportamiento al alza observado recientemente en el precio del petróleo se asocia a factores de oferta, de demanda y a la especulación en el mercado del crudo.

En cuanto al precio internacional del maíz se mencionó que éste registró un ligero incremento en septiembre de 2007 respecto del mes previo. No obstante, se resaltó que respecto del mismo mes del año anterior dicho precio presenta un significativo incremento de alrededor de 21%. En ese contexto, se manifestó que la tendencia al alza en el precio interno del maíz prevalece, lo que, dada la incidencia del precio interno del grano en otros precios de la canasta básica, se constituye en una fuente de presiones inflacionarias por el lado de la oferta. En lo relativo al precio internacional del trigo, se manifestó que éste continúa con la marcada tendencia al alza iniciada en marzo del presente año y, que a la fecha, en términos interanuales muestra un incremento superior al 100%, lo que ha afectado el precio interno de productos derivados del grano, como la harina de trigo y el pan, razón por la cual también representa una fuente de presiones inflacionarias por el lado de la oferta.

En el contexto descrito, en el Comité de Ejecución se destacó que el comportamiento de los tres precios internacionales citados, constituye una fuente importante de presiones inflacionarias por el lado de la oferta, la cual se ha intensificado en el presente mes.

En cuanto a los riesgos del entorno interno, se indicó que la variación intermensual del Índice de Precios al Consumidor -IPC- registrada en agosto de 2007 se ubicaba por arriba tanto de la observada en el mismo mes del año anterior como del promedio registrado en agosto de los últimos seis años, que fue de 0.36%. Asimismo, se reiteró el hecho de que en agosto se confirmó el cambio de tendencia del ritmo inflacionario iniciado el mes anterior, lo cual es muy probable que continúe en septiembre y en octubre, dado que en esos mismos meses de 2006 el IPC registró variaciones mensuales negativas.

En el escenario descrito, en el Comité se manifestó que un análisis integral de variables e indicadores macroeconómicos indica que es importante tomar en cuenta tanto los elementos que aconsejan restringir como los elementos que recomiendan mantener

invariables las condiciones monetarias. En lo que corresponde a los factores que aconsejan restringir, se citaron los siguientes: a) Que tanto la inflación total como la inflación subyacente a agosto de 2007, se ubican por arriba de la meta de inflación establecida por la Junta Monetaria para este año; b) Que la tendencia al alza en la inflación subyacente es mayor que la de la inflación total, situación que señala la persistencia de factores de demanda que inciden en el comportamiento de la inflación, asociados a excedentes de liquidez; c) Que el referido comportamiento de la inflación total y de la inflación subyacente, aunado a la presión de choques de oferta, (precios del petróleo y sus derivados, del maíz y del trigo) tiende a exacerbar las expectativas de inflación; d) Que las proyecciones econométricas de inflación total y subyacente para diciembre de 2007 y de 2008, se sitúan por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria para cada uno de esos años; e) Que el reporte mensual de riesgos de inflación derivado del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, indica que la inflación se encontrará por arriba de las metas establecidas por la autoridad monetaria para finales de 2007 y de 2008, por lo que sugiere restringir las condiciones monetarias vía un alza en la tasa de interés líder de la política monetaria; f) Que la orientación promedio de las variables indicativas, de acuerdo al índice sintético, se inclinaba de manera contundente hacia la conveniencia de restringir la política monetaria; y, g) Que la actividad productiva del país continúa registrando un comportamiento dinámico, que se confirma en el contexto del corrimiento del MMS, en el sentido de que para finales de 2007 se prevé una tasa de crecimiento económico por arriba de su nivel potencial, lo que evidencia presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada.

En lo que concierne a los factores que recomiendan mantener invariables las condiciones monetarias, se mencionó 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, aunque en las últimas semanas dicha variable mostró un mayor dinamismo acercándose al referido límite inferior.

Como resultado de la discusión y análisis, en el seno del Comité privó el criterio de que es aconsejable un incremento en la tasa de interés líder, teniendo en cuenta que la política monetaria debe actuar oportunamente con el propósito de fortalecer el mensaje de que la autoridad monetaria está comprometida con las metas de inflación establecidas, lo cual es fundamental para moderar expectativas de inflación de corto y mediano plazos, tomando en consideración que la política monetaria actúa con rezago sobre la inflación (como lo confirman los estudios empíricos realizados por los cuerpos técnicos del Banco

de Guatemala). Lo anterior es consistente con una visión de mediano plazo que coadyuve a que la senda de crecimiento económico sea sostenible en el tiempo, lo cual requiere necesariamente, entre otros factores, de un ambiente de estabilidad de precios.

En el contexto descrito, en el Comité hubo consenso en la necesidad de aumentar la tasa de interés líder de la política monetaria. En cuanto a la intensidad del ajuste requerido, mientras que algunos miembros del Comité sugerían un ajuste de 50 puntos básicos, otros fueron de la opinión que la reducción de la tasa de interés objetivo de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, aunque no existe evidencia que dicha reducción pudiera tener un impacto significativo en la afluencia de flujos de capital privado al país, podría tener alguna incidencia cambiaria, por lo que sugerían que el ajuste fuera de 25 puntos básicos. En ese sentido, en el Comité privó la opinión de que el ajuste debía ser moderado (25 puntos básicos).

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 Q25.0 millones y en Q95.0 millones, respectivamente.

c) Definición de lineamientos.

Con base en lo discutido, el Comité de Ejecución acordó para la semana del 24 al 28 de septiembre 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 las operaciones de inyección de liquidez se constituirá recibiendo Certificados de Depósitos a Plazo del Banco de Guatemala o 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. 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 las convocatorias para la licitación se realicen el lunes 24 y el viernes 28 de septiembre de 2007. El lunes 24 de septiembre se convocará a los plazos de 182 días y de 364 días, con cupos de captación de Q25.0 millones y de Q95.0 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 del Banco de Guatemala. El viernes 28 de septiembre, la convocatoria se hará a los plazos de 3 años y de 5 años, sin cupo preestablecido; para la adjudicación correspondiente, el Comité decidirá el monto a adjudicar para cada plazo. El pago de intereses para los plazos mayores de 364 días será en forma semestral, con el fin de mantener las mismas condiciones en las que opera el Ministerio de Finanzas Públicas.

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 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, el Comité acordó que las mismas se realicen a los plazos de 91 días, 182 días y 364 días y que 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 24 al 28 de septiembre 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, se aplicará la regla de participación aprobada por Junta Monetaria en resolución JM-168-2006.

**SEXTO:** Evaluación de las posturas de la licitación de Depósitos a Plazo en quetzales No. DP-50-2007.

El Comité fue informado de la licitación de depósitos a plazo DP-50-2007, en la cual de conformidad con información recibida de las bolsas de comercio no se recibió postura alguna, por lo que el Comité decidió declararla desierta.

**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.