

COMITÉ DE EJECUCIÓN

ACTA NÚMERO 68-2007

Sesión 68-2007 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 diciembre de dos mil siete, a partir de las catorce horas.

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 67-2007 correspondiente a la sesión celebrada el 14 de diciembre de 2007.

CIRCULÓ: proyecto de acta número 67-2007.

SEGUNDO: Evaluación de las posturas de la licitación de depósitos a plazo en quetzales No. DP-65-2007.

TERCERO: 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

CUARTO: Balance de riesgos de inflación.

QUINTO: Reporte mensual de riesgos de inflación del Modelo Macroeconómico Semiestructural.

SEXTO: 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.

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 67-2007.

SEGUNDO: Evaluación de las posturas de la licitación de Depósitos a Plazo en quetzales No. DP-65-2007.

El Comité fue informado de la licitación de depósitos a plazo DP-65-2007, 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.

TERCERO: 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 14 al 20 de diciembre de 2007, se registraron captaciones de Depósitos a Plazo -DP- por Q743.6 millones y vencimientos por Q1,384.3 millones, lo que dio como resultado vencimientos netos por Q640.7 millones, asociados a las operaciones realizadas en licitación por medio de las bolsas de comercio (vencimientos netos por Q40.6 millones); en licitaciones en forma directa con entidades públicas (colocaciones netas por Q6.7 millones); en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en el Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S. A. (vencimientos netos por Q617.5 millones); y, en ventanilla (captaciones netas por Q10.7 millones).

Respecto a las captaciones de DP, indicó que durante el período del 14 al 20 de diciembre de 2007, para el caso de licitaciones, las mismas se efectuaron por fecha de vencimiento y precio y por plazo, para las licitaciones por fecha de vencimiento y precio, indicó que en la efectuada por medio de las bolsas de comercio, el precio de corte fue de 93.5929% para los vencimientos del 8 de diciembre de 2008, equivalente a una tasa de rendimiento de 6.9991%, para la efectuada en forma directa con entidades públicas, el precio de corte fue de 93.6007 para los vencimientos del 8 de diciembre de 2008, equivalente a una tasa de rendimiento de 6.9900%; y, para las licitaciones por plazo, la tasa de interés de corte fue de 7.25%, para el plazo de 1092 días (3 años) y de 8.10% para el plazo de 2912 días (8 años). Por su parte, en la MEBD y en el Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S. A., las captaciones se realizaron al plazo de 7 días, a la tasa de interés líder de la política monetaria de 6.25%.

Con relación a las operaciones de inyección de liquidez informó que, durante el período del 14 al 20 de diciembre de 2007 se efectuaron operaciones por Q85.2 millones al plazo de 7 días, a una tasa de interés de 7.75%. Cabe indicar que en las

operaciones se recibieron como garantía Certificados de Depósito a Plazo del Banco de Guatemala y 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 comercio del país, indicó que durante el período del 14 al 20 de diciembre de 2007, la mínima fue de 6.85%, observada el 14 de diciembre de 2007 y la máxima de 7.24%, registrada el 20 de diciembre 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 7.03%.

Por otra parte, informó que durante el período del 14 al 20 de diciembre de 2007, con relación a las operaciones con bonos del tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América, se registraron vencimientos por US\$0.1 millones.

b) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 13 al 19 de diciembre de 2007, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$70.7 millones y el de venta fue de US\$72.9 millones y que los tipos de cambio promedio ponderado de las referidas operaciones mostraron, al inicio del período, una ligera tendencia hacia la baja, la cual se revirtió hacia el alza al final del mismo. En efecto, el jueves 13 de diciembre, fueron de Q7.59136 por US\$1.00 para la compra y de Q7.60951 por US\$1.00 para la venta; el viernes 14 de diciembre fueron de Q7.59069 y de Q7.61463; el lunes 17 de diciembre fueron de Q7.58340 y de Q7.60896; el martes 18 de diciembre fueron de Q7.59857 y de Q7.62529 y, finalmente, el miércoles 19 de diciembre fueron de Q7.62292 y de Q7.65053. Asimismo, indicó que el tipo de cambio de referencia vigente para el 21, 22 y 23 de diciembre del presente año es de Q7.64176 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 14 al 20 de diciembre 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 14 al 20 de diciembre de 2007, no se cerraron operaciones. Agregó que al jueves 20 de diciembre 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 diciembre de 2007, según cifras preliminares, la posición diaria de encaje del sistema bancario pasó de una posición de Q320.2 millones a otra de Q850.3 millones. Mencionó, además, que durante dicho período, se registraron colocaciones netas de operaciones de inyección de liquidez del Banco de Guatemala por Q48.9 millones. Por su parte, la posición promedio de encaje en el citado período pasó de Q285.7 millones a Q303.7 millones.

Destacó que en el período del 13 al 20 de diciembre de 2007, los principales factores monetizantes de la emisión monetaria fueron la disminución en el saldo de los depósitos a plazo constituidos en el Banco Central por Q640.7 millones; y, de los depósitos en el Banco de Guatemala del Gobierno Central por Q635.1 millones; mientras que los factores desmonetizantes fueron: el incremento en el encaje bancario por Q547.2 millones y en el saldo de los depósitos en el Banco de Guatemala del Resto del Sector Público por Q138.9 millones; y, la disminución en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q98.4 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia manifestó que, con la proyección de noviembre de 2007, para diciembre de 2007 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 8.53% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 8.44%; el promedio simple de ambos modelos se sitúa en 8.49%, 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 5.92% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 7.32%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 6.62%, 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 noviembre de 2007, estimada con un modelo auto regresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 8.16%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 8.27%; el promedio simple de ambos modelos es de 8.22%, el cual se ubica por arriba del margen de tolerancia de la meta de política (5.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere que la política monetaria sea restrictiva; y, para diciembre de 2008, la inflación subyacente estimada con un modelo auto regresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 6.38%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 6.47%; el promedio simple de ambos modelos es de 6.43%, el cual se ubica por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación (4.5% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria restrictiva.

Con respecto a la tasa de interés parámetro, informó que al 13 de diciembre de 2007, el límite inferior fue de 7.83%, en tanto que el límite superior se ubicó en 11.78%; mientras que el promedio simple resultante entre la tasa de interés de reportos de 8 a 15 días (6.40%) y la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria de hasta 91 días (6.21%) se situó en 6.31%, el cual se encuentra por debajo del límite inferior del margen de tolerancia estimado para la tasa parámetro, situación que sugiere restringir la política monetaria. En lo que se refiere a la tasa de interés pasiva de paridad, manifestó que, al 13 de diciembre de 2007, el límite inferior fue de 6.61% y el límite superior de 7.41%, en tanto que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 7.27%, 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 20 de diciembre de 2007, presenta una desviación de Q1,355.6 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 Q619.2 millones por debajo del límite inferior del corredor programado, lo que sugiere una política monetaria relajada. La orientación promedio de las desviaciones para la presente semana por Q368.2 millones estaría indicando restringir la política monetaria.

En cuanto a los medios de pago totales, el crecimiento interanual observado al

13 de diciembre de 2007 ascendió a 11.5%, el cual se ubica por debajo del límite inferior del corredor estimado para dicha variable para la misma fecha (16.0% a 18.0%), lo que sugiere una política monetaria relajada; en tanto que la estimación econométrica de los medios de pago para diciembre de 2007 es de 10.6%, 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 la desviación de -4.45% 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 26.1%, el cual se ubica por arriba del límite superior del corredor estimado para el 13 de diciembre de 2007 (21.0% a 23.0%), lo que sugiere restringir la política monetaria; por su parte, la estimación econométrica para finales de 2007 del crédito bancario al sector privado es de 25.8%, la cual se ubica por arriba 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 2.95% 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 noviembre de 2007, para diciembre de 2007 la proyección de inflación se ubica en 7.10%, 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 7.01%, 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 noviembre de 2007, muestra un ritmo inflacionario de 6.15%, 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 noviembre para pronosticar el ritmo de inflación total, éste proyecta para diciembre de 2007 un ritmo inflacionario de 7.04%, 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 6.42%, 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 6.16%, condicionado a ajustes graduales en la tasa de interés líder de la política monetaria hasta situarse, en promedio, en el último trimestre de dicho año en 5.86%, 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 82.14% de las mismas continua sugiriendo una orientación de política monetaria restrictiva, 9.07% 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 diciembre de 2007 fueron de Q7.788 y de Q7.668 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 diciembre) fue de Q7.623 por US\$1.00, con lo que el valor observado del tipo de cambio nominal se ubicó por debajo 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 diciembre de 2007, los cuales indican un excedente de liquidez primaria por Q619.0 millones debido, fundamentalmente, a vencimientos de DP; si a ello se adiciona la posición de encaje bancario por Q501.6 millones y el desvío observado de emisión monetaria por Q1,355.6 millones, resulta un excedente de liquidez agregada estimada para el referido período de Q2,476.2 millones; de darse estos factores, para hacer compatible la oferta de emisión con la demanda programada, sería necesario recolocar los DP que vencen durante el período (Q753.0 millones, según registros al 20 de diciembre de 2007) y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q1,723.2 millones.

e) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, con base en el flujo estimado de monetización y en los lineamientos establecidos para la determinación de los cupos para la licitación de depósitos a plazo por medio de las bolsas de comercio, propuso al Comité de Ejecución que los mismos fueran de Q30.0

millones, de Q60.0 millones, de Q30.0 millones y de Q85.0 millones para las fechas de vencimiento 10 de marzo de 2008, 9 de junio de 2008, 8 de septiembre de 2008 y 8 de diciembre de 2008, respectivamente.

El Comité de Ejecución acordó suspender la sesión a las 14:20 horas, reiniciando la misma a las 18:45 horas.

CUARTO: Balance de riesgos de inflación.

El Comité continuó con el análisis iniciado la semana anterior, el cual presentará a Junta Monetaria en la sesión del miércoles 26 de diciembre, en la que dicho cuerpo colegiado decidirá el 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 diciembre de 2007 se ubicó, en promedio, en US\$90.20 por barril, lo que significa una reducción de US\$4.43 por barril (4.68%) respecto del precio promedio registrado durante noviembre de 2007 (US\$94.63 por barril). Por su parte, el precio del crudo para entrega en diciembre de 2008, según el servicio informativo *Bloomberg*, el 20 de diciembre se situó en US\$88.55 por barril, inferior en US\$1.29 por barril (1.44%) respecto del precio registrado para la misma posición el 23 de noviembre de 2007 (última fecha en la que el Comité analizó el nivel de la tasa de interés líder), que fue de US\$89.84 por barril. En ese sentido, 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 mencionó, por una parte, que en la 146 Reunión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), realizada el 5 de diciembre de 2007, dicha organización acordó mantener invariable el nivel actual de producción de crudo, el cual se considera insuficiente para satisfacer la demanda actual; y, por la otra, que según información del Departamento de Energía de los Estados Unidos de América, el nivel de inventarios del crudo de dicho país, mantiene una tendencia decreciente. Por el lado de los factores de demanda, se citó el hecho de que la Reserva Federal de los Estados Unidos de América redujo en 0.25 puntos porcentuales su tasa de interés objetivo, ubicándola en 4.25%, con el objeto de estimular la economía de ese país, por lo que dicho ajuste propiciará un aumento de la demanda agregada y, por consiguiente, generará una mayor demanda de petróleo.

Asimismo, que de acuerdo con estimaciones del Fondo Monetario Internacional, la República Popular China alcanzará un crecimiento económico de 11.5%, superior en 0.4 puntos porcentuales al observado en 2006 (11.1%), lo que continua propiciando una elevada demanda de crudo a nivel internacional. 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, lo que propicia que cualquier noticia que afecte la producción de petróleo, puede incidir en un nuevo incremento en el precio a futuro del mismo, así como en el de los productos derivados.

En cuanto al comportamiento del precio internacional del maíz, se informó que éste registró un alza importante al ubicarse el 20 de diciembre de 2007 en US\$7.36 por quintal, superior al que se registró en igual mes de 2006 (US\$6.45 por quintal), por lo que su seguimiento en el balance de riesgos es relevante como factor de oferta. Asimismo, se hizo referencia a que, de acuerdo con información del Instituto Nacional de Estadística -INE-, los precios internos del maíz amarillo y del maíz blanco (con ponderaciones en el IPC de 0.07% y de 0.75%, respectivamente) a pesar de que mostraron una reducción respecto del mes anterior, aún permanecen en niveles elevados respecto de los valores observados en 2006, lo que requiere un seguimiento permanente dado que afecta el comportamiento de los precios de bienes derivados (tales como productos de tortillería, concentrados y carnes de aves).

En lo que concierne al precio internacional del trigo, se mencionó que aun cuando registró una disminución en noviembre de 2007, el mismo continúa elevado, ubicándose el 20 de diciembre en US\$14.66 por quintal, lo que representa un incremento de aproximadamente 95% respecto del nivel observado en diciembre de 2006 (US\$7.50 por quintal), lo que denota que continúa siendo una fuente de presiones inflacionarias, sobre todo si se considera que a nivel interno se utiliza como insumo en la producción de harina, de pan y de pastas alimenticias.

En lo relativo al índice compuesto de la inflación de los principales socios comerciales de Guatemala, se indicó que éste se redujo levemente en noviembre, ubicándose en 5.31%, pero aún se sitúa por arriba del valor registrado en diciembre de 2006 (3.43%). Se agregó que en el caso de los Estados Unidos de América, el ritmo inflacionario observado en noviembre de 2007 se situó en 4.31%, superior tanto al observado en octubre de 2007 (3.54%) como al registrado en noviembre de 2006 (1.97%); por lo que por esa vía los riesgos de inflación importada persisten.

En cuanto a las condiciones internas, se indicó que la inflación intermensual en noviembre de 2007 se situó en 1.89%, mayor en 1.32 puntos porcentuales a la registrada en noviembre de 2006 (0.57%) y superior en 1.16 puntos porcentuales al promedio de las variaciones registradas en noviembre durante los últimos siete años (0.73%). Por su parte, el ritmo inflacionario total y el ritmo inflacionario subyacente observados a noviembre de 2007, registraron un incremento respecto del mes anterior, ubicándose por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada por Junta Monetaria para 2007 (5.0% +/- 1 punto porcentual), al situarse en 9.13% y 8.30%, respectivamente.

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 los referidos años. En cuanto a las expectativas de inflación del panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en noviembre, indican un ritmo inflacionario para finales de 2007 y de 2008 de 7.10% y 7.01%, 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. Lo anterior denota una disminución en las expectativas inflacionarias para diciembre de 2007 respecto del mes anterior, pero un incremento en las referidas expectativas para diciembre de 2008.

En lo que se refiere a la ejecución de las finanzas públicas, se indicó que de acuerdo con cifras preliminares al 30 de noviembre de 2007, se registró un déficit de Q2,754.4 millones, equivalente a 1.1% del PIB (déficit de Q1,975.7 millones a noviembre de 2006, equivalente a 0.9% del PIB). Se mencionó, por una parte, que los ingresos totales y los gastos totales respecto de noviembre de 2006 crecieron 14.8% y 16.6%, en su orden y, por la otra, que al 20 de diciembre de 2007 el nivel de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala se ubica, en promedio, en alrededor de Q2,071.0 millones por arriba de lo programado, lo que compensa parcialmente la disminución registrada en las operaciones de estabilización monetaria, las cuales en lo que va del año se han ubicado, en promedio, en aproximadamente Q2,876.0 millones por debajo de los niveles programados.

La emisión monetaria, al 20 de diciembre de 2007 registraba un desvío promedio por arriba del límite superior del corredor programado de aproximadamente

Q1,337.0 millones, ligeramente inferior al desvío promedio registrado a noviembre del presente año (alrededor de Q1,344.0 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 23 de noviembre, última fecha en que el Comité analizó el nivel de la tasa de interés líder, el 82.14% de las variables aconseja una orientación de política monetaria restrictiva, igual porcentaje el mes anterior; 9.07% sugiere una orientación de política monetaria invariable, 0.00% el mes anterior; y, el restante 8.79% aconseja una orientación de política monetaria relajada, comparado con 17.86% del mes anterior. Así también, se mencionó que el ritmo de crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado, si bien se ha desacelerado gradualmente, continúa ubicándose por arriba de los valores programados para 2007.

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

QUINTO: 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 noviembre y el 10 de diciembre de 2007) afectan los riesgos que rodean al pronóstico de mediano plazo basado en el cuarto corrimiento del MMS en 2007 (efectuado en noviembre). La generación del mencionado Reporte se basa en corrimientos iterativos y mecánicos del MMS con base en los nuevos datos (históricos y/o pronosticados) de las diversas variables que alimentan la base de datos del modelo en cuestión.

Se mencionó que el Reporte Mensual de Riesgos de Inflación no constituye un nuevo pronóstico de inflación, pues no incorpora el análisis cualitativo inherente a la generación de un pronóstico propiamente tal, como el que se ha venido presentando con frecuencia trimestral. En ese sentido, dicho reporte se limita a presentar el resultado de procesar los nuevos datos disponibles en un corrimiento mecánico del MMS. Por consiguiente, se señaló que los resultados cuantitativos presentados en este tipo de reporte no deben ser interpretados literalmente, sino sólo como indicativos de la dirección de los riesgos en torno al último pronóstico trimestral.

Con relación al efecto de los nuevos datos disponibles sobre el pronóstico de la inflación interanual, se indicó que dicho efecto apuntaría hacia un aumento del riesgo de inflación, pues la trayectoria generada por el corrimiento mecánico del MMS efectuado en diciembre se desplaza a tasas superiores en comparación con la trayectoria generada en noviembre por el pronóstico del cuarto corrimiento del MMS en 2007. Congruente con lo anterior, se señaló que los nuevos datos implican una trayectoria para la tasa de interés líder de la política monetaria en niveles superiores con respecto a la correspondiente trayectoria del cuarto corrimiento del MMS en 2007, excepto la tasa de interés correspondiente al cuarto trimestre de 2008.

Seguidamente, los departamentos técnicos presentaron la descomposición del efecto de los nuevos datos sobre el pronóstico del MMS generado en el cuarto corrimiento de 2007 (realizado en noviembre), para el cuarto trimestre de 2007. En términos de la inflación interanual, indicaron que la proyección para el cuarto trimestre de 2007 aumenta en 0.07 puntos porcentuales, al pasar de 7.04% (en el pronóstico del cuarto corrimiento de 2007) a 7.11% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicho comportamiento es explicado por el nuevo pronóstico del precio del diesel (5 céntimos de punto porcentual al alza), por el nuevo pronóstico de la inflación de los Estados Unidos de América (1 céntimo de punto porcentual al alza), por el nuevo pronóstico del PIB de los Estados Unidos de América (1 céntimo de punto porcentual a la baja) y por el nuevo dato de inflación (2 céntimos de punto porcentual al alza). En términos de la tasa de interés líder de la política monetaria, indicaron que la proyección para el cuarto trimestre de 2007 aumenta en 13 puntos básicos, al pasar de 6.42% (en el pronóstico del cuarto corrimiento de 2007) a 6.55% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicho aumento es explicado por el efecto del nuevo pronóstico del precio del diesel (10 puntos básicos al alza), por el nuevo pronóstico de la inflación de los Estados Unidos de América (3 puntos básicos al alza), por el nuevo pronóstico del PIB de los Estados Unidos de América (4 puntos básicos a la baja), por el nuevo pronóstico de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (9 puntos básicos a la baja), por el nuevo dato de inflación (4 puntos básicos al alza) y por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (9 puntos básicos al alza).

En cuanto a la descomposición del efecto de los nuevos datos sobre el pronóstico del MMS generado en el cuarto corrimiento de 2007 (efectuado en

noviembre) 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 0.24 puntos porcentuales, al pasar de 6.16% (en el cuarto corrimiento de 2007) a 6.40% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Dicho incremento es explicado por el nuevo pronóstico del precio del diesel (17 céntimos de punto porcentual al alza), por el nuevo pronóstico de la inflación de los Estados Unidos de América (4 céntimos de punto porcentual al alza), por el nuevo pronóstico del PIB de los Estados Unidos de América (5 céntimos de punto porcentual a la baja), por el nuevo pronóstico de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (5 céntimos de punto porcentual a la baja), por el nuevo dato de inflación (6 céntimos de punto porcentual al alza) y por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (7 céntimos de punto porcentual al alza).

En términos de la tasa de interés líder de la política monetaria, señalaron que el promedio de dicha variable, para los trimestres comprendidos entre el cuarto de 2007 y el cuarto de 2008, aumenta en 7 puntos básicos, al pasar de 6.32% (en el pronóstico del cuarto corrimiento de 2007) a 6.39% (en el corrimiento mecánico que incorpora los nuevos datos). Tal comportamiento es explicado por el nuevo pronóstico del precio del diesel (10 puntos básicos al alza), por el nuevo pronóstico de la inflación de los Estados Unidos de América (4 puntos básicos al alza), por el nuevo pronóstico del PIB de los Estados Unidos de América (5 puntos básicos a la baja), por el nuevo pronóstico de la tasa de interés de los Estados Unidos de América (19 puntos básicos a la baja), por el nuevo dato de inflación (4 puntos básicos al alza) y por el nuevo dato del tipo de cambio nominal (13 puntos básicos al alza).

En resumen, los departamentos técnicos indicaron que en relación al cuarto corrimiento del MMS en 2007 (realizado en noviembre), el corrimiento mecánico de diciembre indica una trayectoria de tasas de inflación más altas, por encima de las metas establecidas tanto para 2007 como para 2008 y una trayectoria para la tasa de interés líder de la política monetaria más alta en los primeros cuatro trimestres del horizonte de pronóstico que la que sugirió el MMS en su cuarto corrimiento de 2007.

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 corrimiento mecánico del Modelo Macroeconómico Semiestructural - MMS- para diciembre de 2007, así como el comportamiento de las variables indicativas de la política monetaria, arribaron a la conclusión de que siguen prevaleciendo los factores que aconsejan restringir las condiciones monetarias, por lo que un ajuste en la tasa de interés líder de la política monetaria contribuirá a moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos y a afianzar la credibilidad de la Autoridad Monetaria en la conducción de la política monetaria, aspectos de particular importancia para la consecución 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 la Junta Monetaria elementos de análisis, así como reflexiones y conclusiones que puedan ser útiles en la decisión respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, que tomará en su sesión programada para el miércoles 26 de diciembre.

En relación al comportamiento de la inflación a noviembre de 2007, en el Comité se hizo referencia a que el ritmo inflacionario total se ubicó en 9.13%, lo que representa un aumento de 1.41 puntos porcentuales en relación al mes anterior, situación que acentúa la tendencia al alza de la inflación que inició en junio del presente año. En adición a ello, al realizar un análisis prospectivo del comportamiento de la inflación, se indicó que las proyecciones del ritmo inflacionario total para finales de 2007 provenientes del promedio aritmético de los dos modelos econométricos que se vienen utilizando, apuntan a un ritmo inflacionario de 8.49%, porcentaje superior en 2.49 puntos porcentuales al límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida para dicho año (5.0% +/- 1 punto porcentual), lo que aconseja restringir las condiciones monetarias, mientras que para finales de 2008 se proyecta un ritmo inflacionario de 6.62%, porcentaje que se sitúa por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación establecida para dicho año (4.5% +/- 1 punto porcentual), lo que también sugiere restringir la política monetaria.

Con relación a las proyecciones del ritmo inflacionario subyacente, se mencionó que tanto la proyección para diciembre de 2007 (8.22%) como la proyección para diciembre de 2008 (6.43%), se sitúan por arriba del límite superior de las correspondientes metas de inflación.

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 en el precio internacional del petróleo, del maíz y del trigo, así como de la evolución reciente en la inflación de los principales socios comerciales del país. Al respecto, se destacó que la evolución de las variables citadas aún sigue reflejando la persistencia de riesgos inflacionarios, por lo que su seguimiento cercano es relevante en el balance de riesgos de inflación.

En cuanto a los riesgos del entorno interno, se indicó que la variación intermensual del Índice de Precios al Consumidor -IPC- registrada en noviembre de 2007 (1.89%), es superior al promedio registrado en noviembre de los últimos siete años (0.73%), lo que puede influir de manera adversa en las expectativas de inflación de los agentes económicos.

En el Comité se hizo referencia al comportamiento de la tasa de interés líder en términos reales a lo largo de 2007 para los países latinoamericanos cuyos bancos centrales han establecido un esquema de metas explícitas de inflación (Chile, Colombia, México, Perú y Brasil). En este contexto, se indicó que todos los bancos centrales mencionados han mantenido una tasa de interés líder de política monetaria positiva en términos reales. En el caso de Chile, si bien la tasa de interés real de política monetaria se tornó negativa en los meses de octubre y noviembre, debido al incremento registrado en la inflación, el Banco Central de Chile ajustó la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos básicos en su sesión del 13 de diciembre de 2007. En el caso de Guatemala, la tasa de interés líder de política monetaria ha sido negativa en términos reales durante los últimos años y derivado del comportamiento de la inflación observado en noviembre de 2007, dicha tasa en términos reales registró un valor de -2.88%.

Varios miembros del Comité expresaron preocupación por los efectos de segunda vuelta que pueden estar incidiendo en una inflación tendencial alta, la cual, a su vez, podría exacerbar las expectativas de inflación de los agentes económicos, lo que hace necesario considerar un incremento en la tasa de interés líder. Un miembro del Comité se refirió a los incentivos que los ajustes en la tasa de interés doméstica pueden generar en el flujo de divisas al país. Al respecto, los departamentos técnicos se refirieron a la competencia por flujos de capital entre los países de la región, indicando que las tasas de interés de Guatemala no son las más competitivas y proporcionaron datos por país.

En el Comité se manifestó que un análisis integral de variables e indicadores

macroeconómicos indicaba que era 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 el pronóstico derivado del corrimiento mecánico 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; b) 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 año; c) Que la orientación promedio de las variables indicativas, de acuerdo al índice sintético, continuaron sugiriendo restringir la política monetaria; d) Que el precio internacional del petróleo y el de sus derivados continúa elevado; e) Que persisten presiones inflacionarias derivadas de factores de oferta, relacionados con el precio internacional del trigo y del maíz; f) Que la tasa de interés líder de política monetaria en Guatemala permanece negativa en términos reales; y, g) Que la actividad productiva del país continúa registrando un comportamiento dinámico, situación que genera presiones inflacionarias vía incrementos en 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 un comportamiento menos dinámico que el previsto en el corredor estimado para dicha variable.

Como resultado de la discusión y del análisis, en el seno del Comité privó el criterio de que era recomendable un incremento en la tasa de interés líder, teniendo en cuenta que la política monetaria, por una parte, debe actuar oportunamente con el propósito de fortalecer el mensaje de que la Autoridad Monetaria tiene el firme propósito de moderar las presiones inflacionarias existentes y futuras, considerando que la política monetaria actúa con rezago sobre la inflación y, por la otra, que debe operar con una visión de mediano plazo a fin de coadyuvar 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 que el aumento de la tasa de interés líder debía ser de 25 puntos básicos, el cual, aunque moderado, coadyuvará a contener las expectativas de inflación de los agentes económicos.

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 número de licitaciones semanales. Con esa base, el Comité acordó aprobar la propuesta de los departamentos técnicos y, por lo tanto, aprobó los cupos de captación en la forma siguiente: para el 10 de marzo de 2008, Q30.0 millones; para el 9 de junio de 2008, Q60.0 millones; para el 8 de septiembre de 2008, Q30.0 millones; y, para el 8 de diciembre de 2008, Q85.0 millones. En el caso de la licitación en forma directa con entidades públicas, se acordó que se convoque sin cupos preestablecidos, sin valores nominales estandarizados, en múltiplos de Q100.00, con vencimiento en las fechas establecidas y por precio.

c) Definición de lineamientos.

Con base en lo discutido, el Comité de Ejecución acordó para la semana del 24 al 28 de diciembre de 2007, continuar realizando operaciones por medio de la MEBD y del Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S. A., 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 los 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:

- i. Que las convocatorias para la licitación por medio de las bolsas de comercio se realicen el miércoles 26 y el viernes 28 de diciembre de 2007. El miércoles 26 de diciembre se convocará a licitación a las fechas de vencimiento 10 de marzo de 2008, 9 de junio de 2008, 8 de septiembre de 2008 y 8 de diciembre de 2008, con cupos de captación de Q30.0 millones, de Q60.0 millones, de Q30.0 millones y de Q85.0 millones, respectivamente. Los precios de adjudicación serán determinados de acuerdo con las condiciones del mercado, reflejadas en las posturas que se reciban, considerando los precios de referencia establecidos por los departamentos técnicos. El viernes 28 de diciembre, la convocatoria se hará a los plazos de 3 años, de 5 años y de 8 años, sin cupo preestablecido; para la adjudicación correspondiente, el Comité decidirá el monto a adjudicar para cada plazo, tomando en cuenta las tasas de interés de referencia estimadas por los departamentos técnicos. El pago de intereses será en forma semestral, con el fin de mantener las mismas condiciones en las que opera el Ministerio de Finanzas Públicas.
- ii. Convocar a licitación en forma directa con entidades públicas, el miércoles 26 de diciembre a las fechas de vencimiento 10 de marzo de 2008, 9 de junio de 2008, 8 de septiembre de 2008 y 8 de diciembre de 2008, por precio, sin cupos preestablecidos y sin valores nominales estandarizados, en múltiplos de Q100.00. Los precios de adjudicación serán determinados de acuerdo con las condiciones del mercado, reflejadas en las posturas que se reciban, considerando los precios de referencia establecidos por los departamentos técnicos.
- iii. Que se continúen realizando captaciones en forma directa en ventanilla con las entidades públicas, por fechas de vencimiento, sin cupos preestablecidos, sin valores nominales estandarizados, en múltiplos de Q100.00 y por precio; los precios a aplicar serán establecidos con base en los rendimientos promedio ponderado equivalentes de los precios resultantes, menos un cuarto de punto porcentual, en su orden: de la licitación en forma directa, de la licitación por medio de las bolsas de comercio o de los promedios móviles simples de los precios promedio ponderado de los últimos dos eventos de licitación; asimismo, que se continúe recibiendo DP a los plazos de 7 días, de 3 años, de 5 años y de 8 años; para el plazo de 7 días la tasa de interés será la que aplica el Banco de Guatemala en la MEBD y en las bolsas de comercio, mientras

que para los plazos de 3 años, de 5 años y de 8 años 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.

iv. Que se continúe recibiendo DP del sector privado no financiero, en ventanilla, diariamente, por plazos remanentes respecto de las fechas de vencimiento establecidas, a su valor nominal, en múltiplos de Q100.00 y que la tasa de interés a aplicar en cada semana será la tasa de interés equivalente a los rendimientos promedio ponderado de las licitaciones por medio de las bolsas de comercio, menos un punto porcentual.

v. En lo que corresponde a la convocatoria a licitación de DP 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 diciembre de 2007, se convoque a licitación de DP 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.

Por otra parte, 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.

SÉPTIMO: Otros asuntos.

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