

COMITÉ DE EJECUCIÓN

ACTA NÚMERO 17-2006

Sesión 17-2006 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 abril de dos mil seis, a partir de las dieciséis horas.

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

PRIMERO: Conocimiento de los proyectos de actas números 15-2006 y 16-2006, correspondientes a las sesiones celebradas el 7 y 11 de abril de 2006, respectivamente.

Circularon: proyectos de actas números 15-2006 y 16-2006

SEGUNDO: Información de los mercados y variables monetarias.

- a) Mercados de Dinero y Cambiario
- b) Variables Monetarias

TERCERO: Balance de riesgos de inflación.

CUARTO: Condiciones iniciales del Modelo Macroeconómico Semiestructural.

QUINTO: Análisis de la situación monetaria y definición de los lineamientos de ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para la semana próxima.

SEXTO: Otros asuntos.

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

PRIMERO: El coordinador puso a consideración los proyectos de acta correspondientes.

No habiendo observaciones, el Comité aprobó las actas números 15-2006 y 16-2006.

SEGUNDO: Información de los mercados y variables monetarias.

El Coordinador solicitó que se proporcionara la información correspondiente.

- a) El Subdirector del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, con relación al Mercado de Dinero, informó que durante el período del 17 al 21 de abril de

2006, con cifras parciales a esta última fecha, se registraron captaciones de depósitos a plazo -CDPs- por Q3,345.1 millones y vencimientos por Q1,522.7 millones, lo que dio como resultado captaciones netas por Q1,822.4 millones, asociadas a las operaciones realizadas en licitaciones (vencimientos netos por Q111.9 millones), en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores (captaciones netas por Q1,976.0 millones) y en ventanilla (vencimientos netos por Q41.7 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante el período del 17 al 21 de abril de 2006, para el caso de licitaciones, la tasa de interés de corte fue de 6.2495% para 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 política monetaria de 4.25%.

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 21 de abril de 2006, con cifras parciales a esta última fecha, la mínima fue de 4.21%, observada el 21 de abril de 2006, y la máxima de 4.40%, registrada el 20 de abril de 2006. Asimismo, señaló que los montos negociados fueron mayores con garantía de títulos públicos y que las tasas de interés promedio ponderado durante dicho período fueron de 4.27% para los títulos públicos y de 5.66% para los títulos del sector financiero.

Por otra parte, informó que durante el período del 17 al 20 de abril de 2006, en relación a las operaciones con bonos del tesoro, se registraron colocaciones por Q130.0 millones y vencimientos por Q162.1 millones.

Por otra parte, informó que el 20 de abril de 2006 el IGSS efectuó un depósito a plazo en dólares de los Estados Unidos de América por US\$26.0 millones a 91 días plazo a la tasa de interés de 4.71%, producto del vencimiento de CDPs en dicha moneda.

Respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 12 al 20 de abril de 2006, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$55.5 millones y el de venta fue de US\$56.1 millones y que los tipos de cambio en el referido período se mantuvieron estables. En efecto, el miércoles 12 de abril fueron de Q7.57744 por US\$1.00 para la compra y de Q7.60028 por US\$1.00 para la venta, el lunes 17 de abril fueron de Q7.57779 y Q7.59761, el martes 18 de abril fueron de Q7.57665 y Q7.59587, el

miércoles 19 de abril fueron de Q7.57502 y Q7.59593 y, finalmente, el jueves 20 de abril fueron de Q7.57786 y Q7.59401.

En lo que se refiere a las operaciones de los sistemas electrónicos de negociación de divisas que administra la Bolsa de Valores Nacional, S.A., correspondientes al período del 17 al 21 de abril de 2006, comentó que 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 durante el período, el Banco de Guatemala efectuó las compras siguientes: el martes 18 de abril por US\$6.5 millones, a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.58900 por US\$1.00, el miércoles 19 de abril US\$3.5 millones, a Q7.58900; y, el viernes 21 de abril US\$5.0 millones, a Q7.58800; conforme los lineamientos del Comité de Ejecución.

Por otra parte, informó que en el Mercado de Futuros de Divisas que opera la Bolsa de Valores Nacional, S. A., en el período del 17 al 21 de abril de 2006, no se cerraron operaciones. En cuanto al precio de cierre, de referencia, al viernes 21 de abril, indicó que para los vencimientos a liquidarse en junio de 2006 fue de Q7.63000.

b) El Director del Departamento de Estudios Económicos informó que el 20 de abril de 2006, el excedente de encaje diario del sistema bancario se ubicó en una posición negativa de Q844.7 millones, con una posición promedio de Q337.8 millones.

Destacó que en el período del 13 al 20 de abril de 2006, los principales factores desmonetizantes fueron el incremento en los saldos de los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala por Q1,789.1 millones y de los depósitos del resto del sector público en el Banco Central por Q113.4 millones; mientras que los principales factores monetizantes fueron la disminución en los saldos del encaje bancario por Q1,385.9 millones y de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q11.0 millones; y, el incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q46.4 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia indicó que con la proyección a marzo de 2006, para diciembre de 2006 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 7.36% y con un modelo de suavizamiento exponencial de 6.06%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 6.71%, el cual se encuentra dentro del margen de tolerancia de

la meta de política (6.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere que la política monetaria permanezca invariable.

Con relación a la inflación subyacente esperada para 2006, con datos a marzo de 2006, estimada con un modelo autoregresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 6.77%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 5.50%; el promedio simple de ambos modelos es de 6.14%, el cual se ubica dentro del margen de tolerancia de la meta de política (6.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere que la política monetaria permanezca invariable.

Con respecto a la tasa parámetro, informó que al 13 de abril de 2006, el límite inferior fue de 1.40%, en tanto que el límite superior se ubicó en 9.30%, mientras que el promedio simple resultante entre la tasa de reportos de 8 a 15 días (4.35%) y la tasa promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria de hasta 91 días (4.74%) se situó en 4.55%, el cual se ubica dentro del margen de tolerancia estimado para la tasa parámetro, situación que sugiere que la política monetaria permanezca invariable. En lo que se refiere a la tasa pasiva de paridad, manifestó que, al 13 de abril de 2006, el límite inferior fue de 6.43% y el límite superior de 8.01%, en tanto que la tasa promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 6.98%, la cual se ubica dentro del margen de fluctuación de la tasa pasiva de paridad, lo que aconseja una política monetaria invariable.

En cuanto a la emisión monetaria observada al 20 de abril de 2006, indicó que presenta una desviación de Q439.6 millones respecto del límite superior del corredor programado para dicha variable, lo que estaría indicando que existe espacio para restringir la política monetaria.

En cuanto a los medios de pago totales, al 13 de abril de 2006, exhibieron un crecimiento interanual de 16.3%, el cual se ubica por debajo del límite inferior del margen de tolerancia estimado para dicha variable a esa misma fecha (16.6% a 18.6%), lo que aconseja relajar la política monetaria. Asimismo, a la fecha indicada, el crédito al sector privado total registró un crecimiento interanual de 25.3%, el cual se encuentra dentro del rango estimado para el 13 de abril de 2006 (23.6% a 25.6%), lo que sugiere una política monetaria invariable.

Con relación a las expectativas de inflación de analistas privados, indicó que, según la encuesta realizada en marzo de 2006, para diciembre de 2006 se espera un ritmo

inflacionario de 7.74%, el cual se encuentra por encima de la meta de política monetaria (6.0% +/- 1 punto porcentual), aspecto que sugiere restringir la política monetaria. Asimismo, indicó que la variable expectativas implícitas de inflación, para marzo de 2006, muestra un ritmo inflacionario de 6.27%, el cual se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta de política monetaria para 2006 (6.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria invariable.

Mencionó que el Índice de Condiciones Monetarias -ICM-, al 13 de abril de 2006, fue de -2.73 puntos porcentuales, el cual se encuentra dentro del rango de fluctuación estimado para dicha variable (-3.71 a -2.11 puntos porcentuales), lo que aconseja que la política monetaria se mantenga invariable.

Para concluir, respecto de la orientación de las variables indicativas, informó que permanece sin cambios con relación a la semana anterior: siete variables sugieren que la política monetaria se mantenga invariable (la proyección de inflación total, la proyección de inflación subyacente, la tasa parámetro, la tasa pasiva de paridad, el crédito bancario al sector privado, las expectativas implícitas de inflación y el Índice de Condiciones Monetarias); dos variables sugieren que la política monetaria se mantenga restrictiva (la emisión monetaria y las expectativas de inflación del panel de analistas privados) y una variable sugiere una política monetaria relajada (los medios de pago totales).

Por otra parte, indicó que con relación al comportamiento del tipo de cambio nominal, el centro del corredor esperado para la semana del 17 al 21 de abril de 2006 era de Q7.625 por US\$1.00 y el nivel observado (calculado como el promedio de los tipos de cambio de compra y de venta en el mercado institucional de divisas para el período comprendido entre el 17 y el 19 de abril) era de Q7.586 por US\$1.00, lo que permite inferir que el valor observado del tipo de cambio nominal, aunque menos que en semanas anteriores, se encuentra cerca del nivel esperado, de manera que por esa vía no se vislumbran presiones inflacionarias o deflacionarias.

TERCERO: Balance de riesgos de inflación.

El Comité continuó el análisis iniciado la semana anterior, el cual deberá presentar a la Junta Monetaria en su sesión del 26 de abril de 2006 para que, conforme al calendario aprobado, dicho cuerpo colegiado tome una decisión respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria. Para tal efecto, los departamentos técnicos del Banco de

Guatemala presentaron al Comité de Ejecución el balance de riesgos de inflación, enfatizando los aspectos siguientes:

En cuanto a las condiciones externas, se hizo referencia a que el precio internacional del petróleo aumentó a un precio récord el 19 de abril de 2006 al ubicarse en US\$72.17 por barril (aumento de US\$9.40 respecto al del 17 de marzo de 2006, fecha en que se analizó el balance de riesgos del mes anterior). Se indicó que, según la agencia de noticias *Bloomberg*, el comportamiento al alza en el precio internacional del petróleo está asociado, en primer lugar, a que el mercado del crudo está siendo presionado por la crisis internacional derivada del programa nuclear iraní (cuarto productor mundial del crudo) y, en segundo lugar, a que la producción mundial de petróleo se encuentra por debajo del nivel normal en aproximadamente un millón de barriles diarios, debido a que la producción en el Golfo de México aún no se ha normalizado y a que no se prevé una solución en el corto plazo para el conflicto político interno en Nigeria. Asimismo, se informó que de conformidad con la información del cierre de las operaciones en la Bolsa de Mercancías de Nueva York (recibida unos minutos antes de la sesión del Comité), la cotización del precio internacional del petróleo subió a US\$75.17 por barril, un nuevo récord histórico del precio del crudo. De conformidad con la información obtenida, dicha alza se debió principalmente a dos factores: el primero, asociado a la intensificación del programa nuclear iraní y, el segundo, relativo al temor existente en el mercado de que el inventario actual de gasolina en los Estados Unidos de América sea insuficiente para cubrir la demanda esperada de dicho insumo durante la época de verano. Aunado a lo anterior, se informó que la brecha entre la oferta y la demanda mundial de petróleo sigue siendo mínima, lo cual, según expertos internacionales en el mercado del crudo, genera una amplia volatilidad en el precio internacional del petróleo, por lo que cualquier evento que afecte el referido mercado podría hacer que el precio del crudo se eleve abruptamente. Con ello, se confirma que el comportamiento al alza del precio internacional del petróleo sigue siendo el principal riesgo inflacionario para el país.

Se indicó que el índice compuesto de la inflación de los principales socios comerciales de Guatemala continúa siendo relativamente elevado. No obstante que el ritmo inflacionario de la mayoría de los principales socios disminuyó en marzo de 2006 respecto del observado al mismo mes del año anterior, el de los Estados Unidos de América en dicho mes se ubicó en 3.36%, superior en 0.21 puntos porcentuales al ritmo inflacionario

observado en marzo de 2005 (3.15%); dado que dicho país tiene el mayor peso relativo dentro del índice, se considera que por esta vía los riesgos de inflación importada siguen presentes.

Se hizo referencia al ajuste al alza de 25 puntos básicos que recientemente realizara la Reserva Federal de los Estados Unidos de América en su tasa de interés objetivo para ubicarla en 4.75%; asimismo, se indicó que según una encuesta realizada recientemente por *Bloomberg*, existe una probabilidad del 100% de que la referida tasa de interés se incremente a 5.0% en la reunión del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal a realizarse el próximo 10 de mayo de 2006.

En cuanto a las condiciones internas, se señaló que con relación a las variables sujetas a seguimiento en el programa monetario, se continúa observando que, en lo que va del año, tanto el nivel de operaciones de estabilización monetaria como el de la emisión monetaria siguen desviados respecto de lo programado, al observarse desvíos promedio de aproximadamente Q1,800.0 millones y Q450.0 millones, respectivamente.

Se indicó que en la ejecución de las finanzas públicas se observa una disminución en el déficit en términos acumulados, al ubicarse al 31 de marzo en Q161.7 millones (Q202.4 millones al 28 de febrero), aspecto que es indicativo de que por la vía fiscal las presiones inflacionarias aún están contenidas pero que, en la medida en que la ejecución del gasto público se acelere conforme a lo programado, se requerirá un mayor esfuerzo de la política monetaria vía el incremento de las operaciones de estabilización monetaria.

En lo que corresponde a la inflación, se mencionó que del 7.28% del ritmo inflacionario observado en marzo, 2.00 puntos porcentuales se atribuyen a la inflación importada, asociados al efecto del incremento en el precio del petróleo, por lo que 5.28 puntos porcentuales corresponden a la inflación doméstica. Se indicó que al analizar la evolución de la inflación en el primer trimestre del año, la inflación importada redujo su peso relativo respecto al observado en enero, mientras que la inflación doméstica durante dicho período no mostró ninguna reducción, situación que podía sugerir la conveniencia de restringir las condiciones monetarias para morigerar dicha inflación y con ello fortalecer la credibilidad de la política monetaria en términos del cumplimiento de la meta de inflación para diciembre de 2006 y diciembre de 2007.

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 17 de marzo (última fecha en que el

Comité analizó el nivel de la tasa de interés líder), el número de variables indicativas que sugieren que la política monetaria se restrinja se mantiene en dos, (la emisión monetaria y las expectativas de inflación de analistas privados); se redujo de ocho a siete las variables que aconsejan que la política monetaria permanezca invariable (la proyección de inflación total, la proyección de inflación subyacente, la tasa pasiva de paridad, la tasa parámetro, el crédito bancario al sector privado, las expectativas implícitas de inflación y el Índice de Condiciones Monetarias); y, una variable (los medios de pago) pasó de sugerir que la política monetaria se mantenga invariable a aconsejar que la misma se relaje.

Finalmente, las proyecciones econométricas de la inflación para 2006, elaboradas por los cuerpos técnicos utilizando datos observados a marzo de 2006, estiman que el ritmo inflacionario (total y subyacente) para diciembre de 2006 se ubicará dentro del margen de tolerancia de la meta de política (6.0% +/- 1 punto porcentual) desde una perspectiva amplia. No obstante, al considerar una interpretación más estricta de la meta de inflación; es decir, al tomar el valor puntual de 6.0%, indicaría que ambas proyecciones se ubicarían por encima de dicha meta, lo que, dentro de un esquema de metas explícitas de inflación debe interpretarse como una señal de que debe restringirse la política monetaria. Al respecto, un miembro del Comité indicó que, en su opinión, dado que en un contexto de metas explícitas de inflación hay que fijarse en la inflación en un horizonte de mediano plazo, es necesario que los departamentos técnicos también destaquen el hecho de que al evaluar el pronóstico tanto de la inflación total como de la inflación subyacente para diciembre de 2007 respecto de la meta de inflación prevista para finales de dicho año (5% +/- 1 punto porcentual), ambos pronósticos están por encima de la referida meta, inclusive tomando en cuenta el margen de tolerancia. Por otra parte, también se indicó que las expectativas de inflación de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en marzo, indican que el panel de analistas continúa proyectando un ritmo inflacionario para finales de 2006 por encima de la meta de inflación, aunque en menor magnitud que la encuesta realizada en febrero.

CUARTO: Condiciones iniciales del Modelo Macroeconómico Semiestructural.

Los departamentos técnicos del Banco de Guatemala presentaron al Comité los pronósticos de corto plazo de inflación correspondientes al segundo y al tercer trimestres de

2006, que serán incorporados como condiciones iniciales en el Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, a fin de producir el pronóstico de inflación para finales de 2006 y de 2007, de manera que la discusión que se genere en el Comité sirva de base para realizar los ajustes que procedan, previo a realizar la segunda corrida del citado modelo. Se indicó que este procedimiento responde a la noción de que los métodos de pronóstico de corto plazo son más apropiados que el MMS para pronosticar uno o dos trimestres, en tanto que el modelo propiamente dicho es más apropiado para hacer pronósticos de mediano plazo, ya que éste toma en cuenta las interacciones entre variables que se sustentan en la teoría macroeconómica. En ese contexto, los pronósticos de corto plazo presentados corresponden al segundo y al tercer trimestres de 2006, y se refieren a dos clases de variables: a) variables exógenas al modelo; y, b) variables endógenas al mismo. Con relación a las variables exógenas, se presentan pronósticos provenientes de fuentes externas especializadas para precios internacionales del petróleo, así como para cuatro variables correspondientes a la economía de los Estados Unidos de América: precios del diesel, inflación, crecimiento del PIB real y tasa de interés de títulos del tesoro estadounidense con vencimiento a un año. En particular, en lo que respecta al precio internacional del petróleo, los pronósticos presentados fueron generados por la firma *Global Insight* y corresponden al reporte de marzo de 2006. En dicho pronóstico se presenta tanto un escenario base como uno de precios altos y otro de precios bajos.

En cuanto a la inflación total, se indicó que el pronóstico anualizado y desestacionalizado fue de 6.08% y 6.45% para el segundo y el tercer trimestres de 2006, respectivamente. En términos del ritmo de variación interanual del Índice de Precios al Consumidor -IPC- total, los valores anteriores corresponden a 6.99% para el segundo trimestre de 2006 y 6.41% para el tercer trimestre de 2006. Los pronósticos para los referidos trimestres reflejan fundamentalmente la inercia del fenómeno inflacionario (cuantificada por los modelos de series de tiempo), su estacionalidad (influida por el comportamiento estacional de las frutas y hortalizas) y el comportamiento esperado de los precios del petróleo y de sus derivados.

Finalmente, los departamentos técnicos indicaron que los resultados de la segunda corrida del Modelo Macroeconómico Semiestructural estarán listos hacia la tercera semana de mayo.

Luego de la presentación por parte de los departamentos técnicos, un miembro del Comité sugirió que, tomando como referencia las noticias de los últimos días en los que se ha observado un incremento en el precio internacional del petróleo, así como el hecho de que el escenario de precios del petróleo proporcionado por la firma *Global Insight* aún corresponde al mes de marzo, en lugar de usar el escenario base como condición inicial se utilizara el escenario de precios altos. En este contexto y tomando en cuenta que el reporte de abril de 2006 de dicha firma será publicado en los últimos días de este mes, el Comité de Ejecución solicitó a los departamentos técnicos que generaran una nueva versión de pronósticos de inflación de corto plazo usando como insumo ya sea el escenario base del pronóstico del precio internacional del petróleo provisto por *Global Insight* en su reporte de abril de 2006; o, el escenario de precios altos del petróleo del reporte de marzo de 2006; de ellos, el que resulte más apegado a los precios prevalecientes en la actualidad.

QUINTO: Análisis de la situación monetaria y definición de los lineamientos de ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para la semana próxima.

a) Análisis de la situación monetaria

Los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, luego de haber expuesto los elementos que componen el balance de riesgos de inflación, los pronósticos de corto plazo de inflación correspondientes al segundo y al tercer trimestres de 2006 que serán incorporados como condiciones iniciales en el Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- para producir la segunda corrida del citado modelo y su pronóstico de inflación para finales de 2006 y de 2007, así como el comportamiento de las variables indicativas de la política monetaria, arribaron a la conclusión de que prevalecen los factores que aconsejan restringir las condiciones monetarias, por lo que un ajuste en la tasa de interés líder contribuiría a que, por un lado, se moderen las expectativas inflacionarias de los agentes económicos y, por el otro, se afiance la credibilidad del Banco Central en el manejo de la política monetaria, aspecto de suma importancia para el cumplimiento de la meta de inflación para diciembre de 2006 y de 2007.

Con base en el análisis realizado por los departamentos técnicos, en la orientación de las variables indicativas y en el balance de riesgos de inflación, el Comité coincidió con

los referidos departamentos, en el sentido de que los análisis efectuados presentan de manera razonable la coyuntura actual de la política monetaria.

En el contexto descrito, el Comité enfatizó el hecho de que, no obstante que el ritmo inflacionario total se desaceleró significativamente entre noviembre de 2005 y febrero de 2006, en marzo dicha variable aumentó. En ese sentido, se indicó que dicho aumento, aunque leve, podría significar el inicio de la reversión de la tendencia a la desaceleración del ritmo inflacionario. Asimismo, se hizo hincapié en el hecho de que se observa que los pronósticos de inflación se ubican por encima del valor puntual de la meta de inflación de 6% para 2006 (en una interpretación estricta), lo cual aconseja adoptar medidas de restricción de las condiciones monetarias. En el caso de 2007, dado que en el contexto de metas explícitas de inflación es necesario considerar el cumplimiento de la meta de inflación con énfasis en un horizonte de mediano plazo, el Comité manifestó su preocupación por los resultados del pronóstico de inflación para diciembre de ese año, ya que con datos a marzo de 2006, dichos pronósticos fueron de 6.57% para la inflación total y de 6.45% para la inflación subyacente, los cuales se encuentran por arriba de la meta de inflación, considerando incluso el margen de tolerancia (5.0% +/- 1 punto porcentual), lo cual sugiere la necesidad restringir la política monetaria.

Por otra parte, en el Comité hubo consenso de que también hay que tomar en cuenta los riesgos del entorno en que actualmente se desenvuelve la ejecución de la política monetaria. En cuanto a los riesgos asociados al entorno externo, un miembro del Comité hizo referencia a que en el informe sobre las “Perspectivas de la Economía Mundial” del Fondo Monetario Internacional correspondiente a abril de 2006, se señala que en los últimos diez años las fuerzas de la globalización implican una mayor competencia entre los actores del mercado mundial, lo que apoyó el esfuerzo de los bancos centrales por mantener controlada la inflación, no obstante lo cual, el mismo documento señala que, en la medida en que se agote la capacidad instalada ociosa y el precio de los bienes primarios permanezca alto (tendencia que parece persistir), las presiones inflacionarias podrían retornar al escenario mundial. Resultado de ello, varios países industriales muestran hoy en día mercados laborales bajo presión, lo que reducirá a su vez los efectos benignos que la competencia global ha tenido sobre los salarios. Todo ello anuncia que la tarea de los bancos centrales alrededor del mundo tendería a complicarse en los próximos meses. Agregó que, por otra parte, los excedentes de liquidez en los mercados internacionales han disparado una “búsqueda de

rendimientos” que han afectado mercados cambiarios como el guatemalteco, podrían estar también cerca de finalizar, pues la restricción monetaria en Japón, en los Estados Unidos de América y en Europa podía hacer que se revirtieran los flujos de capital. Destacó que, en adición a lo anterior, el citado informe advierte que podía estarse dando una reducción en la tasa de ahorro global por parte de las corporaciones, lo cual también contribuiría a un alza en las tasas de interés internacionales. Indicó que esta “normalización” de las condiciones de liquidez mundiales podía significar algún grado de volatilidad futura, especialmente en mercados donde los precios de los activos (especialmente inmuebles) han estado inflados, concluyendo en que todo lo anterior plantea un panorama futuro complejo para que los bancos centrales puedan mantener la estabilidad macroeconómica, en particular, la estabilidad en el nivel general de precios, por lo que es prudente considerar la adopción de medidas precautorias orientadas a preparar el ambiente macroeconómico para resistir de mejor manera los ajustes que puedan darse en las condiciones financieras externas.

Otro tema de análisis en el entorno externo fue el escenario, especialmente preocupante, de los precios del petróleo, que tiende a ubicarse incluso por encima del escenario pesimista esperado a inicios de año. Se indicó que, a diferencia de las alzas de 2004 y 2005, el alza actual es atribuible más a factores de oferta (Nigeria, Irán, Irak), lo que hace que el margen de maniobra del resto del mundo para adoptar políticas orientadas a restringir la demanda sea muy reducido. Al respecto, un miembro del Comité opinó que los últimos aumentos observados en el precio internacional del petróleo seguramente podrían generar presiones inflacionarias en los próximos meses. Sobre el particular, otro miembro del Comité hizo referencia a que, aunque es cierto que la política monetaria puede hacer poco para contrarrestar los efectos de primera vuelta del alza de los combustibles, no debe perderse de vista que sí es posible que la política monetaria logre aminorar los efectos “de segunda vuelta”, especialmente si se toman medidas oportunas que calmen las expectativas inflacionarias. El Comité solicitó a los cuerpos técnicos profundizar más sobre este tema, tomando en cuenta lo que han hecho otros bancos centrales a este respecto.

En cuanto a los riesgos del entorno interno, se señaló que el crecimiento que ha observado el crédito bancario al sector privado sigue siendo motivo de análisis y reflexión. Un miembro del Comité indicó que no hay que olvidar que el rol del Banco Central es preservar la estabilidad de precios de manera sostenible, lo cual incluye velar por mantener condiciones que favorezcan la estabilidad financiera en general, a efecto de evitar en el futuro

crisis cambiarias, financieras, inflacionarias o deflacionarias, originadas por desequilibrios actuales. Añadió que si se tienen tasas de corto plazo demasiado bajas, se corre el riesgo de que ello se interpretase como un aval para excesos de liquidez y tomas de riesgo excesivas en los mercados financieros. Indicó que los *booms* de crédito, si no se traducen en el corto plazo en inflación, sí pueden traducirse, por ejemplo, en un *boom* inmobiliario que, al igual que la inflación, puede tener efectos distorsionantes en la manera en que se forman los precios y, por ende, en la eficiente asignación de los recursos económicos, lo que repercutiría en el surgimiento de desequilibrios, por ejemplo, de cuenta corriente de la balanza de pagos que se manifestarían a través de la relación de muy poco ahorro o exceso de inversión. Al respecto, un miembro del Comité manifestó que si bien es cierto que no se tiene plena certeza de que el acelerado crecimiento del crédito al sector privado que se observa en la actualidad habrá de traducirse inevitablemente en ese tipo de desequilibrios, indicó que esa incertidumbre es algo con lo que normalmente se enfrenta la política económica, por lo que es una razón válida para actuar con cautela; pero que, en su opinión, el hecho de actuar con cautela no es sinónimo de no tomar medidas de política monetaria; señaló que otros bancos centrales (en Inglaterra, Nueva Zelanda y Australia) han tomado en el pasado reciente medidas para moderar los *booms* inmobiliarios, y recordó que Mervyn King, Vicegobernador del Banco de Inglaterra, había indicado que ello implicaba aceptar el riesgo de que la inflación pudiera caer un poco por debajo de la meta en el corto plazo, pero a cambio de evitar que la explosión de una burbuja inmobiliaria ocasionara una deflación mayor en el futuro. Sin embargo, otro miembro del Comité de Ejecución manifestó que si bien los argumentos anteriores son válidos, no hay que perder de vista que el objetivo fundamental del Banco Central es el de mantener las condiciones monetarias que permitan la estabilidad en el nivel general de precios, para lo cual la política monetaria cuenta con los instrumentos correspondientes, por lo que a su criterio la preocupación por velar por la estabilidad del sistema financiero, en el caso de un *boom* inmobiliario, debería enfrentarse más bien por la vía de un fortalecimiento de la supervisión financiera.

Un miembro del Comité también hizo referencia a que hay que considerar que en el Informe de Política Monetaria a marzo de 2006 (el cual los departamentos técnicos someterán a consideración de Junta Monetaria en los próximos días), se hace mención de que en los resultados del primer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural se observa claramente que la meta de inflación puede lograrse, pero que para hacerlo se requiere

necesariamente de un alza en la tasa de interés líder de la política monetaria, incremento que, dado el rezago con el que opera la política monetaria, debe ser adoptado de manera oportuna para que la inflación converja a la meta en el horizonte previsto. Por otra parte, comentó que el referido modelo indica que la brecha de la producción es mayor que cero; es decir, que la economía podía estar creciendo en la coyuntura actual a un ritmo superior al de su nivel de equilibrio no inflacionario.

En el contexto descrito, en el seno del Comité privó el análisis de que es justificable un ajuste en la tasa de interés líder de la política monetaria, teniendo en cuenta que debe actuarse oportunamente y con una visión de mediano plazo que permita que el crecimiento económico sea sostenible en un ambiente de estabilidad macroeconómica, y de evitar que en el futuro tuviesen que adoptarse ajustes más abruptos para lograr los mismos propósitos.

Seguidamente, en el Comité también se analizaron los posibles impactos de un alza en la tasa de interés líder. Un miembro del Comité indicó que un factor que favorece la referida alza, se circunscribe a que la producción nacional parece estar creciendo de manera robusta, de manera que un ajuste pequeño (de 25 puntos básicos), en la actuales circunstancias, difícilmente afectaría el ritmo de crecimiento en el corto plazo, y posiblemente lo favorecería en el largo plazo. Señaló que el actual entorno macroeconómico favorece el crecimiento de la actividad económica; a manera de ejemplo hizo referencia a que: a) en el Informe de Política Monetaria a marzo de 2006 se indica que el crecimiento de la economía mundial se mantiene positivo, lo cual favorece las perspectivas de crecimiento económico nacional, por lo que si el Tratado de Libre Comercio República Dominicana, Centroamérica y Estados Unidos de América entra en vigencia en el corto plazo, no debería cambiar significativamente la perspectiva de crecimiento de la actividad económica; b) que el Índice Mensual de la Actividad Económica - IMAE-, el crédito bancario al sector privado y las diversas encuestas que ha realizado el Banco de Guatemala, confirman el ritmo dinámico de crecimiento de la economía nacional; y, c) que aún cuando la inflación doméstica continúa mostrando un ritmo menor al del año previo, el logro de la meta es factible para 2006 y 2007, sólo si se toman las medidas oportunas.

Respecto del dilema cambiario que a veces podía incidir en la decisión de subir la tasa de interés líder, un miembro del Comité de Ejecución indicó que vale la pena también en este punto tener una visión de mediano plazo, ya que al observar que el diferencial de tasas de interés respecto de la tasa de política en los Estados Unidos de América es cada vez mayor

(a favor de las tasas estadounidenses) y con tendencia a seguir aumentando, un ajuste modesto en la tasa de interés doméstica no debería afectar significativamente el mercado cambiario.

Otro miembro del Comité manifestó que en el remoto caso en que hubiera efectos en el crecimiento económico, éstos serían muy pequeños (según lo confirma el Modelo Macroeconómico Semiestructural) y serían más que compensados por la reducción en el riesgo de inflación o de desequilibrios externos, financieros o cambiarios futuros. En este sentido, un ajuste oportuno de la tasa de interés líder podía tener efectos positivos en materia de certeza y, por lo tanto, favorecer el crecimiento económico en el mediano plazo.

Por último, los miembros del Comité señalaron que hay que tener presente que así como se puede elevar la tasa de interés líder cuando prevalecen circunstancias como las actuales, también se debe reducir dicha tasa cuando tales circunstancias muestren el comportamiento inverso.

El Comité tomó nota que los factores monetizantes y desmonetizantes previstos para la semana del 21 al 27 de abril de 2006 indican un aumento en la creación de liquidez primaria por Q3,963.6 millones, debido fundamentalmente a vencimientos de CDPs y al uso de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala. Así también, se prevé una disminución en la demanda de emisión monetaria por Q180.3 millones y una posición diaria de liquidez bancaria negativa de Q370.0 millones. Asimismo, que la emisión monetaria se encuentra desviada en Q622.2 millones por encima del punto central programado para dicha variable, por lo que el excedente de liquidez agregada estimada para el referido período se ubica en Q4,396.1 millones; de darse estos factores, el Comité consideró que es necesario, para hacer compatible la oferta de emisión con la demanda programada, que los CDPs que vencen durante el período (Q3,546.9 millones, según registros al 20 de abril de 2006) tengan que recolocarse; y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q849.3 millones.

Con relación a la determinación de cupos para la licitación de la semana siguiente, se tomó en cuenta, por un lado, la información que proporciona el flujo diario de monetización estimado para la semana siguiente y, por el otro, la medida adoptada relativa a reducir los cupos y el número de licitaciones semanales; así como alternar los plazos de las licitaciones. Con esa base, el Comité acordó que el cupo de captación para los plazos de

91 días y 364 días a convocar el lunes 24 de abril de 2006 se estableciera en Q40.0 millones y Q60.0 millones, respectivamente.

En lo que corresponde a la convocatoria a licitación de CDPs en dólares de los Estados Unidos de América, el Comité tomó en cuenta los vencimientos previstos de bonos del tesoro, expresados en dicha moneda y consideró que para la semana del 24 al 28 de abril de 2006, no se convoque a licitación de CDPs en la moneda citada.

- b) Definición de los lineamientos de ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para la semana próxima.

Con base en el análisis de la situación monetaria, el Comité de Ejecución acordó para la semana del 24 al 28 de abril de 2006, continuar con los lineamientos de ejecución de la política monetaria observados durante la presente semana, en el sentido de continuar realizando operaciones en la MEBD y en las bolsas de valores, tanto de captación como de inyección. Las operaciones de captación se realizarán al plazo de 7 días sin cupo, a una tasa de interés de 4.25%, en tanto que, las posturas de oferta de liquidez a 7 días plazo, a una tasa de interés de 7.65%, cuya garantía de dichas operaciones se constituirá recibiendo únicamente títulos públicos. Cabe indicar que el Comité reiteró la importancia de participar en ambas vías; es decir, manteniendo simultáneamente posturas de inyección y de retiro de liquidez, considerando que dicha participación constituye una señal de la disposición del Banco Central para moderar la volatilidad en la tasa de interés de corto plazo.

El Comité, tomando en cuenta lo acordado en materia de coordinación con la política fiscal para la participación en el mercado de dinero, acordó convocar a licitación de depósitos a plazo el lunes 24 de abril a los plazos de 91 días y 364 días, con un cupo de captación de Q40.0 millones y Q60.0 millones, respectivamente. Las tasas de interés serán determinadas de acuerdo con las condiciones del mercado, reflejadas en las posturas que se reciban.

Por otra parte, el Comité acordó que se continúen realizando captaciones en forma directa en ventanilla, con las entidades públicas y con el público. En el caso de las entidades públicas, que las captaciones se sigan realizando conforme las condiciones financieras prevalecientes; es decir, la tasa de interés para el plazo de 7 días será la que aplica el Banco de Guatemala en la MEBD y en las bolsas de valores y, para los otros plazos, la tasa de interés será el promedio móvil, para cada plazo, de la tasa de interés

promedio ponderado resultante de los anteriores cuatro eventos de licitación. En cuanto a las captaciones con el público se refiere, la tasa de interés, para cada plazo, no podrá ser mayor de la promedio ponderado de la licitación correspondiente menos un punto porcentual.

El Comité acordó que se continúe aceptando la constitución de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América en forma directa en ventanilla, de las entidades públicas, a los plazos vigentes (91 días y 364 días) y para la tasa de interés a aplicar se tomará como referencia las tasas de interés para las Letras del Tesoro de los Estados Unidos de América a plazos similares.

Respecto a la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, el Comité acordó que mientras se sigue discutiendo y analizando el afinamiento de la regla de participación en el mercado cambiario que habrá de someterse a la aprobación de la Junta Monetaria en las próximas semanas, se continúe participando por medio del sistema electrónico de negociación de divisas, mediante las reglas de participación establecidas para el efecto.

SEXTO: Otros Asuntos.

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