

COMITÉ DE EJECUCIÓN

ACTA NÚMERO 30-2006

Sesión 30-2006 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 julio de dos mil seis, a partir de las quince horas con treinta minutos.

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

PRIMERO: Conocimiento del proyecto de acta número 29-2006, correspondiente a la sesión celebrada el 14 de julio de 2006.
Circuló: proyecto de acta número 29-2006.

SEGUNDO: Información de los mercados y variables monetarias.

- a) Mercado de Dinero
- b) Mercado Cambiario
- c) Variables Indicativas
- d) Flujo Estimado de Monetización

TERCERO: Balance de riesgos de inflación

CUARTO: Condiciones iniciales del Modelo Macroeconómico Semiestructural

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

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

SEXTO: Otros asuntos.

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

PRIMERO: El coordinador puso a consideración el proyecto de acta correspondiente.

No habiendo observaciones, el Comité aprobó el Acta Número 29-2006.

SEGUNDO: Información de los mercados y variables monetarias.

El Coordinador 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 21 de julio de

2006, con cifras parciales a esta última fecha, se registraron captaciones de depósitos a plazo -CDPs- por Q2,497.7 millones y vencimientos por Q3,168.0 millones, lo que dio como resultado vencimientos netos por Q670.3 millones, asociados a las operaciones realizadas en licitación (vencimientos netos por Q31.3 millones), en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores (vencimientos netos por Q612.0 millones) y en ventanilla (vencimientos netos por Q27.0 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante el período del 17 al 21 de julio de 2006, para el caso de licitaciones, la tasa de interés de corte fue de 5.00% para 91 días y de 6.2199% 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 4.75%.

En cuanto a la tasa de interés promedio ponderado del total de operaciones de reporte realizadas en las bolsas de valores del país, indicó que durante el período del 17 al 21 de julio de 2006, con cifras parciales a esta última fecha, la mínima fue de 4.80%, observada el 19 de julio de 2006, y la máxima de 5.00%, registrada el 20 de julio 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 4.85% para los títulos públicos y de 6.04% para los títulos del sector financiero.

Por otra parte, informó que durante el período del 17 al 20 de julio de 2006, en relación a las operaciones con bonos del tesoro se registraron colocaciones por Q60.0 millones y vencimientos por US\$5.0 millones.

En cuanto a la licitación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América convocada el 19 de julio de 2006, mencionó que no se presentaron posturas de demanda.

Por otra parte, informó que el 20 de julio de 2006 el IGSS efectuó un depósito a plazo en dólares de los Estados Unidos de América por US\$26.0 millones a 364 días plazo a la tasa de interés de 5.27%, producto del vencimiento de CDPs en dicha moneda.

b) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 14 al 20 de julio de 2006, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$50.0 millones y el de venta fue de US\$66.3 millones y que los tipos de cambio en el referido período se mantuvieron estables. En efecto, el viernes 14 de julio fueron de Q7.57263 por US\$1.00 para la compra

y de Q7.58864 por US\$1.00 para la venta, el lunes 17 de julio fueron de Q7.56639 y Q7.58597, el martes 18 de julio fueron de Q7.56855 y Q7.58403, el miércoles 19 de julio fueron de Q7.57044 y Q7.58476 y, finalmente, el jueves 20 de julio fueron de Q7.57152 y Q7.58591.

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 14 al 21 de julio de 2006, comentó que en el Sistema Privado Institucional de Divisas -SPID-, únicamente se realizaron operaciones el viernes 21 de julio por US\$0.1 millones, a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.58100 por US\$1.00. En lo que respecta al Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI-, expuso que durante el período, el Banco de Guatemala efectuó una compra el lunes 17 de julio por US\$4.0 millones, a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.57900 por US\$1.00, 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 julio de 2006, no se cerraron operaciones. En cuanto al precio de cierre, de referencia, al viernes 21 de julio, indicó que para los vencimientos a liquidarse en diciembre de 2006 fue de Q7.62000.

c) El Director del Departamento de Estudios Económicos informó que el 20 de julio de 2006, el encaje diario del sistema bancario se ubicó en un posición de Q79.3 millones, con una posición promedio de Q307.0 millones.

Destacó que en el período del 13 al 20 de julio de 2006, los principales factores monetizantes fueron la disminución en el saldo de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q670.2 millones y del encaje bancario por Q51.2 millones; mientras que los principales factores desmonetizantes fueron el incremento en el saldo de los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala por Q395.5 millones y de los depósitos del resto del sector público en el Banco Central por Q199.1 millones; y, la disminución en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q100.8 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia indicó que, con la proyección a junio de 2006, para diciembre de 2006 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 7.58% y con un modelo de suavizamiento exponencial de 7.41%; el promedio simple de

ambos modelos se sitúa en 7.50%, el cual se ubica por arriba del margen de tolerancia de la meta de política (6.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere restringir la política monetaria; y, para diciembre de 2007 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 7.76% y con un modelo de suavizamiento exponencial de 6.42%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 7.09%, el cual se encuentra por encima del margen de tolerancia de la meta de política (5.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria restrictiva.

Con relación a la inflación subyacente esperada para 2006, con datos a junio de 2006, estimada con un modelo autoregresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 6.65%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 6.42%; el promedio simple de ambos modelos es de 6.54%, el cual se ubica por encima del valor puntual de la meta de inflación y dentro del margen de tolerancia de la meta de política (6.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere que la política monetaria sea moderadamente restrictiva; y, para diciembre de 2007 la inflación subyacente estimada con un modelo autoregresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 7.03%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 6.01%; el promedio simple de ambos modelos es de 6.52%, el cual se ubica por encima del margen de tolerancia de la meta de política (5.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere que la política monetaria sea restrictiva.

Con respecto a la tasa parámetro, informó que al 13 de julio de 2006, el límite inferior fue de 3.43%, en tanto que el límite superior se ubicó en 7.38%; mientras que el promedio simple resultante entre la tasa de interés de reportos de 8 a 15 días (5.00%) y la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria de hasta 91 días (4.84%) se situó en 4.92%, 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 julio de 2006, el límite inferior fue de 6.91% y el límite superior de 8.49%, en tanto que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 7.03%, la cual se ubica dentro del margen de fluctuación de la tasa pasiva de paridad, lo que aconseja que la política monetaria permanezca invariable.

En cuanto a la liquidez primaria indicó que la emisión monetaria observada al 20 de julio de 2006, presenta una desviación de Q521.4 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 el comportamiento de la base monetaria amplia, a la misma fecha, se encuentra dentro del corredor programado, lo que sugiere una política monetaria invariable. La orientación ponderada de las desviaciones para la presente semana por Q260.7 millones estaría indicando restringir la política monetaria.

En cuanto a los medios de pago totales, el crecimiento interanual observado al 13 de julio de 2006 ascendió a 19.1%, ubicándose por arriba del límite superior del margen de tolerancia estimado para dicha variable (16.6% a 18.6%), lo que aconseja restringir la política monetaria; en tanto que la estimación econométrica de los medios de pago para finales de 2006 es de 17.8%, la cual se ubica por arriba del límite superior del rango estimado para diciembre de 2006 (13.0% a 15.0%), lo que estaría sugiriendo restringir la política monetaria. La orientación promedio de las desviaciones de 1.65%, sugiere por lo tanto, restringir la política monetaria. Asimismo, a la fecha indicada, la variación interanual del crédito bancario al sector privado registró un crecimiento de 26.6%, el cual se ubica por arriba del límite superior del rango estimado para el 13 de julio de 2006 (22.8% a 24.8%), lo que sugiere una política monetaria restrictiva; por su parte, la estimación econométrica para finales de 2006 del crédito bancario al sector privado es de 27.4%, la cual se ubica por arriba del límite superior del rango estimado (16.0% a 18.0%), lo que sugiere restringir la política monetaria. La orientación promedio de las desviaciones para la presente semana es de 5.60%, sugiere por lo tanto, restringir la política monetaria.

Con relación a las expectativas de inflación del panel de analistas privados, indicó que, según la encuesta realizada en junio de 2006, para diciembre de 2006 se espera un ritmo inflacionario de 7.73%, el cual se encuentra por arriba del margen de tolerancia de la meta de política monetaria (6.0% +/- 1 punto porcentual), aspecto que sugiere restringir la política monetaria; y, para diciembre de 2007, la proyección de inflación se ubica en 7.47%, la cual también se encuentra por encima del referido margen de tolerancia de la meta de política monetaria (5.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere restringir la política monetaria. Asimismo, indicó que la variable expectativas implícitas de inflación, para junio de 2006, muestra un ritmo inflacionario de 6.03%, el cual se ubica levemente por encima del valor puntual de la meta de política y dentro del margen de tolerancia de la meta de política monetaria para 2006 (6.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria moderadamente restrictiva.

Mencionó que el Índice de Condiciones Monetarias -ICM-, al 13 de julio de 2006, fue de -2.78 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.

Con relación al Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- utilizado para pronosticar el ritmo de inflación total, proyecta para diciembre de 2006 un ritmo de 6.88%, condicionado a ajustes graduales en la tasa de interés líder de política monetaria hasta situarse a fin de año en 5.47%, lo que sugiere restringir la política monetaria. Asimismo, el pronóstico de dicho modelo para un horizonte de mediano plazo, proyecta para diciembre de 2007 un ritmo inflacionario de 5.13%, condicionado a ajustes graduales en la tasa de interés líder de política monetaria hasta situarse a fin de dicho año en 3.52%, lo que estaría sugiriendo restringir la política monetaria.

Para concluir, respecto de la orientación de las variables indicativas, indicó que con relación a la semana anterior, dicha orientación permaneció sin cambios y de acuerdo al peso relativo asignado a las variables indicativas por los miembros de la Junta Monetaria, indicó que el 63.72% de las mismas aconsejan una orientación de política monetaria restrictiva; el 24.23% sugiere una orientación de política monetaria invariable; y, el 12.05% aconsejan una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva.

Finalmente, indicó que con relación al comportamiento del tipo de cambio nominal, el centro del corredor esperado para la semana del 17 al 21 de julio de 2006 era de Q7.646 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 19 de julio) era de Q7.577 por US\$1.00, con lo que el valor observado del tipo de cambio nominal se ubicó levemente por debajo del límite inferior de la banda de fluctuación esperada; sin embargo, de acuerdo al comportamiento del corredor estimado, se podría esperar una depreciación en las próximas semanas, de manera que todavía puede considerarse que por esa vía no se vislumbran presiones inflacionarias o deflacionarias.

d) El Comité tomó nota que los factores monetizantes y desmonetizantes previstos para la semana del 21 al 27 de julio de 2006 indican un aumento en la creación de liquidez primaria por Q3,648.4 millones, debido fundamentalmente a vencimientos de CDPs y al uso de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala. Así también, se prevé un aumento en la demanda de emisión monetaria por Q141.5 millones y una posición diaria de

liquidez bancaria de Q564.0 millones. Asimismo, que la emisión monetaria se encuentra desviada en Q704.0 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 Q4,774.9 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 (Q3,194.5 millones, según registros al 20 de julio de 2006) tengan que recolocarse; y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q1,580.5 millones.

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 julio 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 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, de acuerdo a la agencia de noticias *Bloomberg*, el precio internacional del petróleo alcanzó un nuevo récord histórico, al ubicarse, el 14 de julio del presente año, en US\$77.03 por barril. Se indicó que, de acuerdo a la referida agencia de noticias, el comportamiento al alza en el precio internacional del petróleo está asociado, principalmente, a que se sumaron dos nuevos acontecimientos geopolíticos a los ya existentes (la crisis internacional del programa nuclear iraní; el conflicto político interno en Nigeria; y, la creciente demanda de crudo por parte de Estados Unidos de América y China), siendo ellos: la alarma internacional por el lanzamiento de misiles de prueba de largo alcance por parte de Corea del Norte y el reciente conflicto bélico entre Israel y Líbano. Los anteriores acontecimientos, aunados al hecho de que la brecha entre la oferta y la demanda mundial de petróleo sigue siendo mínima, según expertos internacionales, han intensificado la volatilidad en el precio internacional del petróleo, por lo que cualquier evento que afecte el referido mercado hace que el precio del crudo se eleve abruptamente. Como consecuencia de lo anterior, con información al 20 de julio, el precio a futuro del petróleo para diciembre de 2006, se ubicó en US\$76.26 por barril, registrando un aumento de US\$4.43 respecto al

precio observado el 15 de junio de 2006 (fecha en que se analizó el balance de riesgos del mes anterior).

Adicionalmente, se mencionó que con base en la última información disponible, el precio de las gasolinas en Guatemala ya registra un leve aumento y con el incremento que también se ha observado en el precio de las gasolinas en los Estados Unidos de América, se espera que en las próximas semanas, como se ha observado en otros episodios, éste último se traslade a los precios internos de los combustibles.

Se indicó que el índice compuesto de la inflación de los principales socios comerciales de Guatemala continúa siendo relativamente elevado, ubicándose en alrededor del 4.5% (4.02% estimado para finales de 2006). Cabe indicar que, en el caso particular de los Estados Unidos de América, el ritmo inflacionario en junio se ubicó en 4.43%, superior en 1.9 puntos porcentuales al ritmo inflacionario observado en el mismo mes de 2005 (2.53%); dado que dicho país tiene el mayor peso relativo dentro del referido índice, se considera que por esta vía los riesgos de inflación importada siguen presentes.

Se hizo referencia a que según la encuesta realizada recientemente por *Bloomberg*, existe una probabilidad del 65.0% de que la tasa de interés de fondos federales se incremente a 5.50% en la reunión del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal a realizarse el próximo 8 de agosto 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 Q2,144.0 millones y Q521.0 millones, respectivamente.

Se indicó que en la ejecución de las finanzas públicas al 30 de junio de 2006, se observó un déficit de Q476.7 millones (déficit de Q101.2 millones al 31 de mayo de 2006).

En lo que corresponde a la inflación, se enfatizó que del 7.55% del ritmo inflacionario observado en junio, 2.69 puntos porcentuales se atribuyen a la inflación importada, asociados al efecto del incremento en el precio internacional del petróleo, por lo que 4.86 puntos porcentuales corresponden a la inflación doméstica. Se indicó que al analizar la evolución de la inflación a lo largo del año, la inflación doméstica se venía reduciendo hasta mayo, pero que en junio revirtió dicha tendencia; por su parte, la inflación importada es menor a la observada el mes anterior, particularmente la inflación importada

indirecta, que disminuyó 0.43 puntos porcentuales. No obstante, se señaló que ésta última todavía muestra un nivel de 2.06 puntos porcentuales, los cuales, a diferencia de la inflación importada directa, sí pueden ser moderados mediante medidas de política monetaria.

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 15 de junio (última fecha en que el Comité analizó el nivel de la tasa de interés líder) el 63.72% de las mismas aconsejan una orientación de política monetaria restrictiva (63.27% el mes anterior); el 12.05% aconsejan una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (12.50% el mes anterior); y, el 24.23% restante sugiere una orientación de política monetaria invariable (igual porcentaje que el mes anterior).

Finalmente, las proyecciones econométricas de la inflación para 2006, elaboradas por los cuerpos técnicos, utilizando datos observados a junio de 2006, estiman que el ritmo inflacionario total para diciembre de 2006 se ubicará por arriba del margen de tolerancia de la meta de política (6.0% +/- 1 punto porcentual) y constituye el valor más alto observado en todas las proyecciones que se han realizado en el transcurso del año. Por su parte, la estimación del ritmo inflacionario subyacente para diciembre de 2006 se ubica dentro del margen de tolerancia de la meta de política mencionado. 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 del citado valor, lo que, en el contexto de un esquema de metas explícitas de inflación puede interpretarse como una señal clara hacia la restricción de las condiciones monetarias. Adicionalmente, 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 (5.0% +/- 1 punto porcentual), se indicó que ambos pronósticos están por encima de la referida meta, inclusive tomando en cuenta el margen de tolerancia. Por otra parte, también se mencionó que las expectativas de inflación de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en junio, 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 mayo, pero que la proyección para diciembre de 2007 registra un incremento de 0.6 puntos porcentuales, al pasar de 6.87% en mayo a 7.47% en junio, lo cual está asociado, según consultas efectuadas con algunos analistas, al

aumento en el precio internacional del petróleo, lo que a su vez viene incidiendo en el incremento de los costos de producción por el alza en los combustibles.

CUARTO: Condiciones iniciales del Modelo Macroeconómico Semiestructural

Los departamentos técnicos del Banco de Guatemala presentaron al Comité las condiciones iniciales para el corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- correspondiente al tercer trimestre de 2006, con el objeto de recibir retroalimentación del mismo para realizar los ajustes que procedan, previo a realizar la tercera corrida del citado modelo. En ese contexto, las condiciones iniciales de corrimiento del modelo incluyeron los pronósticos de dos clases de variables: a) variables exógenas al modelo; y, b) variables endógenas al mismo. Con relación a las variables exógenas, se presentaron pronósticos provenientes de fuentes externas especializadas para precios internacionales del diesel, así como para tres variables correspondientes a la economía de los Estados Unidos de América: crecimiento del PIB real, inflación y tasa de interés de títulos del tesoro estadounidense con vencimiento a un año.

En cuanto a las variables endógenas, se presentaron pronósticos de corto plazo de la brecha del producto y de la inflación. 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. Asimismo, se dieron a conocer mediciones y pronósticos de la brecha del producto tanto de demanda doméstica como de demanda externa. En ambos casos se reportaron brechas positivas en el primer trimestre de 2006 y pronósticos de brechas positivas para el segundo y tercer trimestres del mismo año.

En relación con la inflación total, se indicó que el pronóstico de inflación trimestral anualizada y desestacionalizada fue de 7.55% y 7.31% para el tercero y el cuarto trimestres de 2006, respectivamente. En términos del ritmo de variación interanual del Índice de Precios al Consumidor -IPC- total, los valores anteriores corresponden a 6.83% para el tercer trimestre de 2006 y 6.99% para el cuarto trimestre de 2006. Los pronósticos para los referidos trimestres reflejan fundamentalmente la inercia del fenómeno inflacionario (cuantificada por los modelos de series de tiempo), la 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, de conformidad con la programación de actividades trimestrales del Equipo de Pronóstico, los resultados de la tercera corrida del Modelo Macroeconómico Semiestructural estarán listos para la cuarta semana de agosto.

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 las noticias recientes en cuanto al comportamiento de la inflación en los Estados Unidos de América, se usen distribuciones de probabilidad asimétricas alrededor de los pronósticos centrales del precio del diesel y de la inflación estadounidense, de manera que la probabilidad de que tales variables estén por encima de sus pronósticos centrales sea de 65.0%.

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 expuesto los elementos que componen el balance de riesgos de inflación, los pronósticos de corto plazo de inflación correspondientes al tercer y cuarto trimestres de 2006 que serán incorporados como condiciones iniciales en el Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- para producir la tercera 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 de la política monetaria 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 particular importancia para el cumplimiento de la meta de inflación para 2006 y para 2007.

Con base en las presentaciones de los departamentos técnicos y tomando en consideración la orientación de las variables indicativas y el balance de riesgos de inflación,

el Comité es de la opinión que el contenido de dichas presentaciones refleja de manera razonable la coyuntura actual de la política monetaria.

En cuanto al comportamiento de la inflación a junio de 2006, el Comité enfatizó el hecho de que no obstante el ritmo inflacionario en junio del presente año fue menor al del mes previo, éste todavía se encuentra por encima de la meta de inflación, inclusive tomando en cuenta el margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual, lo cual, considerando que restan cinco meses para que finalice el año, es oportuno adoptar medidas de restricción de las condiciones monetarias para el logro de la meta inflacionaria. En lo que corresponde a la descomposición del ritmo inflacionario, en inflación importada y doméstica, en el Comité se destacó que en junio la inflación doméstica (4.86 puntos porcentuales) revirtió la tendencia descendente que venía mostrando a lo largo del año (de 6.36 puntos porcentuales en diciembre de 2005 a 4.44 puntos porcentuales en mayo de 2006). Por su parte, de los 2.69 puntos porcentuales que corresponden a la inflación importada, 2.06 puntos porcentuales son atribuibles a efectos de segunda vuelta, los cuales, a diferencia de la inflación importada de primera vuelta, sí pueden ser moderados mediante medidas de restricción monetaria.

En adición a ello, en el Comité se hizo énfasis en que en un esquema de metas explícitas de inflación cobra relevancia el análisis prospectivo (*forward looking*) para que la adopción de medidas de política monetaria se realice de forma oportuna. En este sentido se indicó que, al incorporar los datos de inflación de junio, se observa que los pronósticos del ritmo inflacionario total para finales de 2006 y de 2007, obtenidos mediante los modelos econométricos que se vienen utilizando, aumentaron con respecto a los del mes anterior y continúan ubicándose por encima del límite superior de la meta establecida (6.0% +/- 1 punto porcentual), lo cual aconseja adoptar medidas de restricción de las condiciones monetarias. Asimismo, se indicó que los resultados de la encuesta de expectativas de inflación del panel de analistas privados realizada en junio de 2006 muestran un descenso en el ritmo inflacionario proyectado para 2006, pero un aumento importante para 2007, lo cual puede estar asociado a la percepción sobre los posibles efectos secundarios derivados de los recientes aumentos en el precio internacional del petróleo. También se hizo referencia a que los pronósticos de inflación de corto plazo, que serán utilizados como condiciones iniciales en el tercer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural,

indican que el ritmo inflacionario se ubicará en 6.83% en el tercer trimestre y en 6.99% a finales de diciembre de 2006.

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, en el Comité se enfatizó que el escenario del precio internacional del petróleo continúa siendo el principal riesgo de inflación en Guatemala, mismo que se agravó en el presente mes por la incorporación de dos nuevos acontecimientos geopolíticos a los que han venido afectando la oferta mundial del crudo, como lo son la alarma internacional por el lanzamiento de misiles de prueba de largo alcance por parte de Corea del Norte y el reciente conflicto bélico entre Israel y Líbano. En este sentido, se recordó que la política monetaria tiene un rol primordial que desempeñar para aminorar los efectos “de segunda vuelta” derivados del alza en los precios de los combustibles y de los asociados tanto a las expectativas de los agentes económicos como a la manera en que tales expectativas puedan afectar la determinación de los costos y precios futuros en el mercado, razón por la cual, al estimarse que el aumento en las expectativas de inflación del panel de analistas privados para diciembre de 2007 obedece al factor del alza en el precio del petróleo, es pertinente adoptar medidas oportunas que moderen tales expectativas inflacionarias.

En cuanto a los riesgos del entorno interno, se señaló que el comportamiento hacia la apreciación del tipo de cambio nominal que se ha observado en las últimas semanas puede ser un factor que aconseje no realizar un ajuste en la tasa de interés líder de la política monetaria, sobre la base de que un alza en la tasa de interés interna puede incentivar el ingreso de nuevos capitales de corto plazo al país, lo que podría tender a intensificar la apreciación del tipo de cambio nominal. Al respecto, un miembro del Comité indicó que en relación a ello hay que considerar que, de acuerdo con *Bloomberg*, existe una probabilidad del 65.0% de que la Reserva Federal de los Estados Unidos de América nuevamente aumente su tasa de interés objetivo a 5.50% en su próxima reunión a realizarse el 8 de agosto de 2006, con lo que el diferencial de las tasas de interés respecto de la tasa de interés líder sería mayor (a favor de las tasas de interés estadounidenses), por lo que un ajuste modesto en la tasa de interés doméstica no debería afectar significativamente el mercado cambiario. Otro miembro del Comité, manifestó que también hay que considerar que la apreciación observada en el tipo de cambio nominal en

lo que va de 2006 ha sido de 0.43%, inferior a las observadas en igual período de 2005 (2.08%) y de 2004 (2.44%).

En el contexto descrito, en el seno del Comité privó el análisis de que es aconsejable 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 el Banco Central mantiene como objetivo el cumplimiento de la meta inflacionaria, a fin de moderar las expectativas inflacionarias que contribuyan a aminorar los efectos “de segunda vuelta”, asociados a la inflación importada, 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) 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. Asimismo, se indicó que un ajuste en la tasa de interés líder permite acercarse a lo que sugiere el Modelo Macroeconómico Semiestructural, en cuanto a que para alcanzar un ritmo inflacionario para diciembre de 2006 de 6.88%, la tasa de interés líder de la política monetaria debe de ubicarse en el segundo trimestre de 2006 en 5.16%, en el tercer trimestre en 5.53%, y en diciembre en 5.47%, éste último nivel marca el inicio de un proceso gradual de reducción de dicha tasa que se prologará hasta finales de 2007, congruente con el horizonte de inflación de mediano plazo.

En ese sentido, hubo consenso en que el aumento de la tasa de interés líder debe ser moderado (25 puntos básicos) para no producir volatilidad en las tasas de interés de corto plazo en el mercado de dinero y propiciar un ambiente positivo entre los agentes económicos y, por lo tanto, favorecer la sostenibilidad del crecimiento económico en el mediano plazo.

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 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

182 días y 364 días a convocar el lunes 24 de julio se estableciera en Q25.0 millones y Q75.0 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 julio de 2006, no es necesario convocar a licitación de CDPs en la moneda citada.

c) Definición de lineamientos de ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia

Con base en lo discutido, el Comité de Ejecución acordó para la semana del 24 al 28 de julio de 2006, 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. Las operaciones de captación se realizarán al plazo de 7 días sin cupo, a la tasa de interés líder pasiva de la política monetaria, 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 julio a los plazos de 182 días y 364 días, con un cupo de captación de Q25.0 millones y Q75.0 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 tasa promedio ponderado de la licitación correspondiente menos un punto porcentual.

El Comité acordó no convocar a licitación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América -DPs en US\$-.

El Comité acordó que 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 de 91 días, 182 días y 364 días y para la tasa de interés a aplicar se tomará como referencia la tasa de interés para 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 se continúe participando por medio del Sistema Electrónico de Negociación de Divisas, con una postura inicial de US\$10.0 millones a un precio igual al de la última compra del Banco de Guatemala y conforme a las demás disposiciones de la regla de participación establecida para el efecto.

SEXTO: Otros Asuntos.

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