

COMITÉ DE EJECUCIÓN

ACTA NÚMERO 39-2006

Sesión 39-2006 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 22 de septiembre 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 del proyecto de acta número 38-2006, correspondiente a la sesión celebrada el 14 de septiembre de 2006.
Circuló: proyecto de acta número 38-2006.

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: Reporte mensual de riesgos de inflación del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-.

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 38-2006.

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 18 al 22 de septiembre de 2006, con cifras parciales a esta última fecha, se registraron captaciones de depósitos a plazo -CDPs- por Q2,914.1 millones y vencimientos por Q3,071.8 millones, lo que dio como resultado vencimientos netos por Q157.7 millones, asociados a las operaciones realizadas en licitación (vencimientos netos por Q36.1 millones), en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores (vencimientos netos por Q214.0 millones) y en ventanilla (captaciones netas por Q92.4 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante el período del 18 al 22 de septiembre de 2006, para el caso de licitaciones, la tasa de interés de corte fue de 5.4999% para 182 días y de 6.1899% 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 la política monetaria de 5.00%.

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 18 al 22 de septiembre de 2006, con cifras parciales a esta última fecha, la mínima fue de 5.15%, observada el 21 de septiembre de 2006, y la máxima de 5.28%, registrada el 20 de septiembre 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 5.21% para los títulos públicos y de 6.29% para los títulos del sector financiero.

Por otra parte, informó que durante el período del 18 al 22 de septiembre de 2006, con relación a las operaciones con bonos del tesoro se registraron colocaciones por Q101.9 millones y vencimientos por Q278.6 millones.

b) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 14 al 21 de septiembre de 2006, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$66.6 millones y el de venta fue de US\$72.3 millones y que los tipos de cambio en el referido período se mantuvieron estables. En efecto, el jueves 14 de septiembre fueron de Q7.59999 por US\$1.00 para la compra y de Q7.61723 por US\$1.00 para la venta, el lunes 18 de septiembre fueron de Q7.59224 y Q7.61409, el martes 19 de septiembre fueron de

Q7.59451 y Q7.61111, el miércoles 20 de septiembre fueron de Q7.59594 y Q7.61176 y, finalmente el jueves 21 de septiembre fueron de Q7.59951 y Q7.61456.

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 18 al 22 de septiembre de 2006, comentó que en el Sistema Privado Institucional de Divisas -SPID-, se realizaron las operaciones siguientes: el martes 19 de septiembre por US\$0.2 millones, a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.61000 por US\$1.00 y el viernes 22 de septiembre por US\$0.1 millones, a Q7.61750. En lo que respecta al Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI-, expuso que durante el período, no se cerraron operaciones y únicamente el Banco de Guatemala ingresó, diariamente, una postura de compra por US\$6.0 millones, con un precio de Q7.57800 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 18 al 22 de septiembre de 2006, no se cerraron operaciones. En cuanto al precio de cierre, de referencia, al viernes 22 de septiembre, indicó que para los vencimientos a liquidarse en diciembre de 2006 fue de Q7.61500.

c) El Director del Departamento de Estudios Económicos informó que el 21 de septiembre de 2006, el encaje diario del sistema bancario se ubicó en una posición de Q661.9 millones, con una posición promedio de Q203.7 millones.

Destacó que en el período del 14 al 21 de septiembre de 2006, los principales factores desmonetizantes de la emisión monetaria fueron el incremento en el saldo del encaje bancario por Q1,392.9 millones y de los depósitos del resto del sector público en el Banco de Guatemala por Q139.0 millones; mientras que los principales factores monetizantes fueron la disminución en el saldo de los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala por Q781.0 millones y de los depósitos del Gobierno Central en el Banco Central por Q350.6 millones; y, el incremento en el saldo de las Reservas Monetarias Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q115.2 millones. En relación a los principales factores monetizantes de la Base Monetaria Amplia informó que éstos fueron la disminución en el saldo de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q350.6 millones y el incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas por el equivalente a Q115.2 millones; mientras que los principales factores desmonetizantes fueron el incremento en los saldos de los depósitos del resto del sector

público en el Banco Central por Q139.0 millones, del encaje bancario en moneda extranjera por el equivalente a Q118.8 millones y de los depósitos a plazo mayores a 91 días constituidos en el Banco de Guatemala por Q101.5 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia indicó que, con la proyección a agosto de 2006, para diciembre de 2006 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 7.14% y con un modelo de suavizamiento exponencial de 6.84%; el promedio simple de ambos modelos se sitúa en 6.99%, el cual se ubica por encima del valor puntual de la meta de política y dentro del margen de tolerancia de la misma (6.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria moderadamente restrictiva; y, para diciembre de 2007 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 7.73% y con un modelo de suavizamiento exponencial de 6.04%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 6.89%, 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 diciembre de 2006, con datos a agosto de 2006, estimada con un modelo autoregresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 6.35%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 6.44%; el promedio simple de ambos modelos es de 6.40%, 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 6.84%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 5.92%; el promedio simple de ambos modelos es de 6.38%, 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 14 de septiembre de 2006, el límite inferior fue de 3.23%, en tanto que el límite superior se ubicó en 7.18%; mientras que el promedio simple resultante entre la tasa de interés de reportos de 8 a 15 días (5.25%) y la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria de hasta 91 días (5.00%) se situó en 5.13%, 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 14 de septiembre de 2006, el límite inferior fue de 6.22% y el límite superior de 7.80%, en tanto que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 7.09%, la cual se ubica dentro del margen de fluctuación de la tasa pasiva de paridad, lo que aconseja mantener invariable la política monetaria.

En cuanto a la liquidez primaria indicó que la emisión monetaria observada al 21 de septiembre de 2006, presenta una desviación de Q554.7 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 para dicha variable, lo que sugiere una política monetaria invariable. La orientación ponderada de las desviaciones para la presente semana por Q277.4 millones estaría indicando restringir la política monetaria.

En cuanto a los medios de pago totales, el crecimiento interanual observado al 14 de septiembre de 2006 ascendió a 17.5%, el cual se ubica dentro del margen de tolerancia estimado para dicha variable (16.6% a 18.6%), lo que sugiere una política monetaria invariable; en tanto que la estimación econométrica de los medios de pago para finales de 2006 es de 18.3%, 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 28.2%, el cual se ubica por arriba del límite superior del margen de tolerancia estimado para el 14 de septiembre de 2006 (22.7% a 24.7%), 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 27.1%, 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 6.30%, sugiere por lo tanto, restringir la política monetaria.

Con relación a las expectativas de inflación del panel de analistas privados, indicó que, según la encuesta realizada en agosto de 2006, para diciembre de 2006 se espera un ritmo inflacionario de 7.41%, 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 7.26%, 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, con datos a agosto de 2006, muestra un ritmo inflacionario de 5.89%, el cual se ubica levemente por debajo 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 relajada.

Mencionó que el Índice de Condiciones Monetarias -ICM-, al 14 de septiembre de 2006, fue de -2.89 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 en agosto para pronosticar el ritmo de inflación total, proyecta para diciembre de 2006 un ritmo inflacionario de 6.73%, condicionado a ajustes graduales en la tasa de interés líder de la política monetaria hasta situarse a fin de año en 5.42%, 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 5.78%, condicionado a ajustes graduales en la tasa de interés líder de la política monetaria hasta situarse a fin de dicho año en 4.08%, lo que estaría sugiriendo restringir la política monetaria.

Para concluir, respecto de la orientación de las variables indicativas, manifestó que con relación a la semana anterior, dicha orientación permaneció sin cambios, conforme al peso relativo asignado a las variables indicativas por los miembros de la Junta Monetaria, indicando que el 62.56% de las mismas aconseja una orientación de política monetaria restrictiva; el 4.54% aconseja una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva; el 24.23% sugiere una orientación de política monetaria invariable; y, el 8.67% restante aconseja una orientación de política monetaria moderadamente relajada.

Finalmente, indicó que con relación al comportamiento del tipo de cambio nominal, el límite inferior del corredor esperado para la semana del 18 al 22 de septiembre de 2006 era de Q7.688 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 18 y el 20 de septiembre) era de Q7.603 por US\$1.00, con lo que el valor observado del tipo de cambio nominal se ubicó por debajo del referido límite.

d) El Comité tomó nota que los factores monetizantes y desmonetizantes previstos en el Flujo Diario Estimado de Monetización para la semana del 22 al 28 de septiembre de 2006 indican un aumento en la creación de liquidez primaria por Q3,154.7 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 Q173.2 millones y una posición diaria de liquidez bancaria de Q281.3 millones. Asimismo, que la emisión monetaria se encuentra desviada en Q737.4 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 Q4,000.3 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 (Q2,289.9 millones, según registros al 21 de septiembre de 2006) tengan que recolocarse; y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q1,710.3 millones.

Con relación al referido flujo, un miembro del Comité solicitó a los departamentos técnicos que se profundice en los esfuerzos por obtener la mejor estimación posible de la liquidez bancaria, tomando en cuenta la injerencia de la misma en la determinación del nivel de las operaciones de estabilización monetaria.

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 27 de septiembre 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 con información de *Bloomberg*, entre el 9 de agosto y el 21 de septiembre del presente año se registró una reducción en el precio del petróleo por US\$14.76 por barril (-19.3%). En ese sentido, el 21 de septiembre el precio internacional a futuro del petróleo se situó en

US\$62.53 por barril para finales de 2006, nivel significativamente inferior a la cotización prevaleciente el 17 de agosto (fecha en que el Comité discutió acerca del nivel de la tasa de interés líder) que fue de US\$73.41 por barril. Se indicó que analistas del mercado internacional del petróleo estiman que varios factores están contribuyendo a la reducción del precio del crudo, entre ellos se mencionó la disminución de la tensión política en el medio oriente, la poca actividad en la presente temporada de huracanes, el reciente descubrimiento de petróleo en aguas profundas del Golfo de México, el anuncio sobre la reanudación de la producción de crudo en Alaska, el aumento en el nivel de inventarios de combustibles en los Estados Unidos de América y la finalización de la estación de verano en dicho país. Adicionalmente, se destacó que el precio de las gasolinas continúa disminuyendo en los Estados Unidos de América, comportamiento que, tomando en cuenta que el precio doméstico reacciona con rezago respecto al del citado país, podría incidir en que, en las próximas semanas, se observe una disminución mayor en el precio de las gasolinas en Guatemala en relación a la que se ha registrado recientemente.

Se indicó que el índice compuesto de la inflación de los principales socios comerciales de Guatemala continúa siendo relativamente elevado, ubicándose en alrededor del 4.30% (4.12% estimado para finales de 2006). Cabe indicar que, en el caso particular de los Estados Unidos de América, el ritmo inflacionario en agosto se ubicó en 3.80%, superior en 0.16 puntos porcentuales al ritmo inflacionario observado en el mismo mes de 2005 (3.64%). 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 informó que, según la encuesta realizada recientemente por *Bloomberg*, existe una probabilidad del 85.0% de que la tasa de interés de fondos federales se mantenga en 5.25% en la reunión del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal a realizarse el próximo 25 de octubre 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 Q2,508.0 millones y Q483.0 millones, respectivamente.

Se indicó que en la ejecución de las finanzas públicas al 31 de agosto de 2006, se observó un déficit de Q978.4 millones equivalente al 0.4% del Producto Interno Bruto - PIB- (déficit de Q724.6 millones al 31 de agosto de 2005, equivalente a 0.3% del PIB).

En lo que corresponde a la inflación, se enfatizó que del 7.00% del ritmo inflacionario observado en agosto, 1.95 puntos porcentuales se atribuyen a la inflación importada, asociado al efecto del comportamiento en el precio internacional del petróleo, por lo que 5.05 puntos porcentuales corresponden a la inflación doméstica. Se indicó que en agosto la inflación doméstica aumentó significativamente respecto del nivel observado el mes anterior, al pasar de 4.34 puntos porcentuales a 5.05 puntos porcentuales. Por su parte, la inflación importada fue menor a la observada el mes anterior, particularmente la inflación importada indirecta, que disminuyó 0.79 puntos porcentuales (reducción que puede atribuirse al efecto rezagado de las medidas de política monetaria adoptadas en 2005). No obstante, se señaló que ésta última aún muestra un nivel de 1.30 puntos porcentuales, el cual, a diferencia de la inflación importada directa, sí puede seguir siendo moderado 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 17 de agosto (última fecha en que el Comité analizó el nivel de la tasa de interés líder) el 62.56% de las mismas aconseja una orientación de política monetaria restrictiva (64.23% el mes anterior); el 4.54% aconseja una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (2.87% el mes anterior); el 24.23% sugiere una orientación de política monetaria invariable (igual porcentaje que el mes anterior); y, el 8.67% restante aconseja una orientación de política monetaria moderadamente relajada (igual porcentaje que el mes anterior).

Finalmente, las proyecciones econométricas de la inflación para 2006, elaboradas por los cuerpos técnicos, utilizando datos observados a agosto de 2006, estiman que tanto el ritmo inflacionario total como el subyacente para diciembre de 2006 se ubicarán dentro del margen de tolerancia de la meta de política (6.0% +/- 1 punto porcentual). 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 agosto, indican que el panel de analistas continúa proyectando un ritmo inflacionario para finales de 2006 y de 2007 por encima de la meta de inflación y levemente superior a los proyectados en la encuesta realizada el mes anterior.

CUARTO: Reporte mensual de riesgos de inflación del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-

Los departamentos técnicos presentaron al Comité el Reporte Mensual de Riesgos de Inflación del Modelo Macroeconómico Semiestructural, el cual fue solicitado por la Junta Monetaria en su sesión realizada el 29 de agosto de 2006, y señalaron que el propósito de dicho reporte es indicar la dirección en la cual los datos surgidos en el último mes (entre el 8 de agosto y el 7 de septiembre de 2006) afectan los riesgos que rodean al último pronóstico de inflación de mediano plazo basado en el Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-. Su generación se basa en corrimientos iterativos y mecánicos del MMS considerando los nuevos datos (históricos y/o pronosticados) de las diversas variables que alimentan la base de datos del modelo en cuestión. En ese sentido, se hizo hincapié en que este reporte no constituye un nuevo pronóstico de inflación, pues no incorpora el análisis cualitativo inherente a la generación de un pronóstico propiamente tal y que se ha venido presentando con frecuencia trimestral. Por ende, el reporte mensual se limita a presentar el resultado de procesar los nuevos datos disponibles en un corrimiento mecánico del MMS, y sus resultados cuantitativos no deben ser interpretados literalmente, sino sólo como indicativos de la dirección de los riesgos en torno al último pronóstico trimestral.

En ese contexto, se indicó que el efecto de los nuevos datos disponibles sobre el pronóstico de inflación interanual apunta hacia una reducción en los riesgos de inflación, pues la trayectoria de inflación generada por el corrimiento del MMS hecha en septiembre se desplaza a tasas inferiores en comparación con la generada en agosto por el pronóstico del tercer trimestre de 2006. Congruente con lo anterior, indicaron que el efecto de los nuevos datos sobre la trayectoria de la tasa de interés líder también es a la baja.

Seguidamente, los departamentos técnicos presentaron la descomposición del efecto de los nuevos datos sobre el pronóstico del MMS, generado en el tercer trimestre de 2006 (agosto), para el cuarto trimestre de 2006. En términos de tasa de inflación interanual, indican que la proyección para el cuarto trimestre de 2006 se reduce en 35 céntimos de punto porcentual, al pasar de 6.73% a 6.38%. Dicha reducción se explica principalmente por el dato de inflación del mes de agosto de 2006 (37 céntimos de punto porcentual, a la baja); y está afectada marginalmente por el nuevo pronóstico de inflación de los Estados Unidos de América (1 céntimo de punto porcentual, a la baja), por el nuevo pronóstico del precio del diesel (2 céntimos de punto porcentual, al alza) y por el nuevo dato del Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE- de demanda externa (1 céntimo de punto porcentual, al alza). En términos de la tasa de interés líder, señalan que el promedio de dicha variable, para los trimestres tercero y cuarto de 2006, se reduce en 20 puntos básicos, al pasar de 5.26% (en el pronóstico del tercer trimestre de 2006) a 5.06% (en el corrimiento que incorpora los nuevos datos). Se hizo ver que tal reducción se explica principalmente por el dato de inflación de agosto (63 puntos básicos, a la baja); el comportamiento de la misma tasa de interés líder (26 puntos básicos, al alza); el nuevo pronóstico del precio del diesel (10 puntos básicos, al alza); el nuevo pronóstico de inflación de los Estados Unidos de América (7 puntos básicos, a la baja); el nuevo dato de la tasa de interés activa promedio ponderado del sistema bancario (6 puntos básicos, al alza); el nuevo dato del IMAE de demanda externa (4 puntos básicos, al alza); y, el nuevo dato del tipo de cambio (4 puntos básicos, al alza).

Posteriormente, se refirieron a la descomposición del efecto de los nuevos datos sobre el pronóstico del MMS, generado en el tercer trimestre de 2006 (agosto), para el cuarto trimestre de 2007. En términos de tasa de inflación interanual, indicaron que la proyección para el cuarto trimestre de 2007 se reduce en 85 céntimos de punto porcentual, al pasar de 5.78% a 4.93%. Dicha reducción se explica principalmente por el dato de inflación del mes de agosto de 2006 (93 céntimos de punto porcentual, a la baja) y por el nuevo dato de la tasa de interés líder (11 céntimos de punto porcentual, al alza). Asimismo, es afectada marginalmente por el nuevo dato del tipo de cambio (8 céntimos de punto porcentual, al alza); el nuevo dato de la tasa de interés activa promedio ponderado del sistema bancario (6 céntimos de punto porcentual, al alza); el nuevo dato del IMAE de demanda externa (5 céntimos de punto porcentual, al alza); el nuevo pronóstico del diesel

(2 céntimos de punto porcentual, al alza); y, por el nuevo pronóstico de inflación de los Estados Unidos de América (2 céntimos de punto porcentual, a la baja).

En términos de la tasa de interés líder, señalaron que el promedio de dicha variable, para los trimestres comprendidos entre el tercero de 2006 y el cuarto de 2007, se reduce en 38 puntos básicos, al pasar de 5.01% (en el pronóstico del tercer trimestre de 2006) a 4.63% (en el corrimiento que incorpora los nuevos datos). Tal reducción se explica por el dato de inflación de agosto (69 puntos básicos, a la baja); el nuevo dato del tipo de cambio (12 puntos básicos, al alza); el nuevo dato de la tasa de interés activa promedio ponderado del sistema bancario (11 puntos básicos, al alza); el nuevo pronóstico del precio del diesel (5 puntos básicos, al alza); el nuevo dato de IMAE de demanda externa (5 puntos básicos, al alza); el nuevo pronóstico de inflación de los Estados Unidos de América (4 puntos básicos, a la baja); y, el nuevo dato de tasa de interés líder (3 puntos básicos, al alza).

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 exponer los elementos que componen el balance de riesgos de inflación, el reporte mensual de riesgos de inflación derivado del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, así como el comportamiento de las variables indicativas de la política monetaria, arribaron a la conclusión de que, si bien prevalecen los factores que aconsejan restringir las condiciones monetarias, el balance de riesgos de inflación muestra una mejora notable respecto del mes anterior, en particular en lo relativo al comportamiento del precio internacional de los combustibles. En el contexto descrito, se indicó que un ajuste en la tasa de interés líder en esta oportunidad tendría la ventaja de, por un lado, continuar moderando las expectativas inflacionarias de los agentes económicos y, por el otro, afianzar la credibilidad del Banco Central en la conducción de la política monetaria, aspecto de suma importancia para el cumplimiento de la meta de inflación en el mediano plazo.

Con base en las presentaciones de los departamentos técnicos, en cuanto a la orientación de las variables indicativas, el balance de riesgos de inflación y los resultados del reporte mensual de riesgos de inflación del MMS, el Comité deliberó acerca del contenido de dichas presentaciones a fin de trasladar a la Junta Monetaria algunos

elementos de análisis y opiniones que puedan ser útiles para la decisión en materia de tasa de interés líder, prevista para el miércoles 27 de los corrientes.

En cuanto al comportamiento de la inflación a agosto de 2006, el Comité enfatizó que por tercer mes consecutivo se registró un comportamiento decreciente en el ritmo inflacionario total, y se ubica dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual de la meta de inflación para 2006, aunque todavía se encuentra por encima del valor puntual de la meta, lo cual hace que esta variable (individualmente considerada) valide la opinión de los cuerpos técnicos en cuanto a ajustar la tasa de interés líder. En el Comité se destacó que, al descomponer el ritmo inflacionario en inflación importada y doméstica, en agosto la inflación doméstica (5.05 puntos porcentuales) se incrementó considerablemente con respecto a la observada el mes anterior (4.34 puntos porcentuales); mientras que, de los 1.95 puntos porcentuales que corresponden a la inflación importada, 1.30 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 el Comité se hizo énfasis en que en un esquema de metas explícitas de inflación cobra relevancia el análisis prospectivo (*forward looking*), a efecto 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 agosto, se observa que la proyección del ritmo inflacionario total para finales de 2007, calculada mediante los modelos econométricos que se vienen utilizando, continúa ubicándose por encima del límite superior de la meta establecida para dicho año, lo cual también aconseja adoptar medidas de restricción de las condiciones monetarias. Por otra parte, se mencionó que los resultados de la encuesta de expectativas de inflación del panel de analistas privados realizada en agosto se ubicaban por encima de la meta de inflación establecida para 2006 y para 2007.

El Comité fue del criterio que un análisis más completo requiere 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 tema de discusión fue el escenario del precio internacional del petróleo. En ese sentido, se recordó, por una parte, que el comportamiento del referido precio es el principal riesgo inflacionario para el país y, por la otra, que su nivel actual sigue siendo elevado con relación al nivel esperado a inicios de año. No obstante, se destacó que desde el 9 de agosto del presente año el precio

internacional del petróleo inició una marcada tendencia a la reducción, lo que se asocia, entre otros factores, a la disminución en las tensiones políticas en el medio oriente; a la poca actividad en la presente temporada de huracanes; al reciente descubrimiento de petróleo en aguas profundas del Golfo de México; al anuncio sobre la reanudación de la producción de crudo en Alaska; al aumento en el nivel de inventarios de combustibles en los Estados Unidos de América; y, a la finalización de la estación de verano en dicho país. En el Comité se subrayó que el escenario descrito del precio internacional del petróleo es la principal fuente de mejora en el balance de riesgos de inflación en el presente mes, situación que aconseja prudencia en las decisiones respecto de la tasa de interés líder de la política monetaria.

Aunado a lo anterior, se destacó que el precio de las gasolinas en los Estados Unidos de América se ha venido reduciendo considerablemente, comportamiento que, dada la correlación entre el precio de los combustibles en dicho país y el del mercado guatemalteco, podría reflejarse en una mayor reducción en los precios internos de los combustibles en las próximas semanas.

En cuanto a los riesgos del entorno interno, se señaló que el ritmo inflacionario total continuó la desaceleración iniciada en junio, situación que de continuar en los próximos meses facilitaría que la inflación se acerque a la meta determinada para 2006. Un miembro del Comité hizo énfasis en el hecho de que el reporte mensual de riesgos de inflación derivado del MMS confirma los pronósticos efectuados el mes previo, en el sentido de que las trayectorias pronosticadas de la inflación y de la tasa de interés líder son compatibles con los niveles que ésta última refleja actualmente, lo cual aconseja, por el momento, no modificar dicha tasa.

Por otra parte, un miembro del Comité reiteró que la actual expansión del crédito bancario al sector privado es un elemento que debe analizarse con mayor profundidad y evaluar si el mismo entraña algún riesgo potencial de inflación en 2007, especialmente si la misma no va acompañada por un comportamiento dinámico en la actividad económica; el Comité señaló que éste es un tema cuyo análisis reviste gran importancia, no sólo desde el punto de vista de los riesgos inflacionarios, sino también desde la perspectiva de la estabilidad más ampliamente entendida, incluyendo la estabilidad del sistema financiero. Al respecto, otro miembro del Comité recordó que, en una ocasión anterior, el Comité había discutido sobre los llamados *boom* de crédito que, conforme a la teoría correspondiente y a

la experiencia del pasado, pueden tener consecuencias nocivas no sólo en términos de distorsionar los precios en los mercados de activos (independientemente de si producen o no inflación), sino también en términos de la calidad de la cartera crediticia; sin embargo, hizo hincapié en que, en el análisis que se efectúe, debe evaluarse hasta qué punto la prevención de este posible problema es competencia de la política monetaria, y hasta qué punto lo es de la política de supervisión prudencial.

En el contexto descrito, en el seno del Comité privó el análisis de que la información que surgió en el presente mes confirma el escenario que se planteó a la Junta Monetaria el mes anterior, en el sentido de que el entorno de la política monetaria está mejorando, situación que aumenta el margen de maniobra de dicha política. Asimismo, el Comité convino en que una de las principales razones que han justificado las alzas en la tasa líder en meses anteriores ha sido la aspiración a morigerar los llamados “efectos de segunda vuelta” derivados de las alzas en los precios de los combustibles, aspecto que no se da en este momento sino que, por el contrario, parece estarse revirtiendo. En tal sentido, en el Comité hubo consenso en que la prudencia aconseja no elevar la tasa de interés líder en esta oportunidad y continuar vigilando cercanamente el comportamiento de las principales variables e indicadores a fin de verificar si la mejora en el balance de riesgos de inflación tiende a consolidarse.

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, el lineamiento de mantener limitado el monto de los cupos y el número de licitaciones semanales. Con esa base, el Comité acordó que el cupo de captación para los plazos de 182 días y 364 días se estableciera en Q20.0 millones y Q50.0 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 25 al 29 de septiembre 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 25 al 29 de septiembre 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 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 convenido 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 25 de septiembre a los plazos de 182 días y 364 días, con un cupo de captación de Q20.0 millones y Q50.0 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, 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 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 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 dieciocho horas, en el mismo lugar y fecha al inicio indicados, firmando de conformidad las personas que asistieron.