

# COMITÉ DE EJECUCIÓN

## ACTA NÚMERO 10-2006

Sesión 10-2006 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 tres de marzo 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:** Aprobación del proyecto de acta número 9-2006, correspondiente a la sesión celebrada el 24 de febrero de 2006.  
(Circuló proyecto de acta)

**SEGUNDO:** Información de los mercados y variables monetarias.

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

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

**CUARTO:** 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 9-2006.

**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 27 de febrero al 3 de marzo de 2006, con cifras parciales a esta última fecha, se registraron captaciones de depósitos a plazo -CDPs- por Q2,563.7 millones y vencimientos por Q2,675.8 millones, lo que dio como resultado vencimientos netos por Q112.1 millones, asociados a las operaciones realizadas en licitaciones (vencimientos netos por Q38.9 millones), en la Mesa

Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores (vencimientos netos por Q33.0 millones) y en ventanilla (vencimientos netos por Q40.2 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante el período del 27 de febrero al 3 de marzo de 2006, para el caso de licitaciones, la tasa de interés de corte fue de 6.2494% 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 las tasas de interés promedio ponderado del total de operaciones de reporto realizadas en las bolsas de valores del país, indicó que durante el período del 27 de febrero al 3 de marzo de 2006, con datos parciales a esta última fecha, la mínima fue de 4.31%, observada el 27 de febrero de 2006, y la máxima de 4.89%, registrada el 28 de febrero 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 4.53% para los títulos públicos y de 5.50% para los títulos del sector financiero.

Por otra parte, informó que durante el período del 27 de febrero al 2 de marzo de 2006, en relación a las operaciones con bonos del tesoro, se registraron colocaciones por Q48.3 millones y vencimientos por Q30.1 millones.

Respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 24 de febrero al 2 de marzo de 2006, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$74.5 millones y el de venta fue de US\$72.6 millones y que los tipos de cambio en el referido período mostraron una leve tendencia al alza. En efecto, el viernes 24 de febrero fueron de Q7.59882 por US\$1.00 para la compra y de Q7.61803 por US\$1.00 para la venta, el lunes 27 de febrero fueron de Q7.60217 y Q7.62177, el martes 28 de febrero fueron de Q7.61350 y Q7.62862, el miércoles 1 de marzo fueron de Q7.61173 y Q7.62913 y, finalmente, el jueves 2 de marzo fueron de Q7.61705 y Q7.63572.

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 27 de febrero al 3 de marzo de 2006, comentó que en el Sistema Privado Institucional de Divisas -SPID-, se realizaron las operaciones siguientes: el lunes 27 de febrero por US\$0.4 millones, a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.62125 por US\$1.00, el martes 28 de febrero US\$0.2 millones, a Q7.63100, el jueves 2 de marzo US\$1.1 millones, a

Q7.63514; y, el viernes 3 de marzo, US\$0.8 millones a Q7.63700. 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\$10.0 millones, con un precio de Q7.58900, 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 27 de febrero al 3 de marzo de 2006, no se cerraron operaciones. En cuanto al precio de cierre, de referencia, al viernes 3 de marzo, indicó que para los vencimientos a liquidarse en marzo de 2006 fue de Q7.63750 y para los vencimientos a liquidarse en junio de 2006 fue de Q7.65000.

b) El Director del Departamento de Estudios Económicos informó que el 2 de marzo de 2006, el excedente de encaje diario del sistema bancario se ubicó en una posición negativa de Q4.8 millones, con una posición promedio negativa de Q40.6 millones.

Destacó que en el período del 23 de febrero al 2 de marzo de 2006, los principales factores monetizantes fueron la disminución en los saldos de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q203.7 millones, de los depósitos del resto del sector público en el Banco Central por Q52.4 millones y del encaje bancario por Q13.7 millones; y, el incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q113.7 millones; mientras que el principal factor desmonetizante fue el incremento en el saldo de los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala por Q40.3 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia indicó que con la proyección a enero de 2006, para diciembre de 2006 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 7.40% y con un modelo de suavizamiento exponencial de 6.49%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 6.95%, 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 enero de 2006, estimada con un modelo autoregresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 6.95%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de

5.87%; el promedio simple de ambos modelos es de 6.41%, 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 23 de febrero de 2006, el límite inferior fue de 1.54%, en tanto que el límite superior se ubicó en 9.44%, mientras que el promedio simple resultante entre la tasa de reportos de 8 a 15 días (4.46%) y la tasa promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria de hasta 91 días (4.59%) se situó en 4.53%, 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 23 de febrero de 2006, el límite inferior fue de 6.45% y el límite superior de 8.03%, en tanto que la tasa promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 6.97%, 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 2 de marzo de 2006, indicó que presenta una desviación de Q404.5 millones respecto del límite superior 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 23 de febrero de 2006, exhibieron un crecimiento interanual de 15.9%, el cual se ubica por debajo del margen de tolerancia estimado para dicha variable a esa misma fecha (17.0% a 19.0%), lo que aconseja relajar la política monetaria. Asimismo, a la fecha indicada, el crédito bancario al sector privado registró un crecimiento interanual de 22.8%, el cual se encuentra dentro del rango estimado para el 23 de febrero de 2006 (22.6% a 24.6%), lo que sugiere una política monetaria invariable.

Con relación a las expectativas de inflación de analistas privados, indicó que, según la encuesta realizada en febrero de 2006, para diciembre de 2006 se espera un ritmo inflacionario de 8.05%, 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 febrero de 2006, muestra un ritmo inflacionario de 6.08%, 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 23 de febrero de 2006, fue de -2.85 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 permanecen igual 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 sugiere una política monetaria relajada (los medios de pago totales).

**TERCERO:** 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

El Comité tomó nota que los factores monetizantes y desmonetizantes previstos para la semana del 3 al 9 de marzo de 2006 indican un aumento de la creación de liquidez primaria por Q3,625.1 millones, debido fundamentalmente a vencimientos de CDPs. Así también, se prevé una disminución en la demanda de emisión monetaria por Q78.3 millones y una posición diaria de liquidez bancaria de Q26.9 millones. Asimismo, que la emisión monetaria se encuentra desviada en Q587.1 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 Q4,317.4 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 (Q3,300.7 millones, según registros al 2 de marzo de 2006) tengan que recolocarse; y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q1,016.8 millones.

Al examinar la información recibida, en el seno del Comité se reflexionó acerca del cálculo e interpretación de algunas variables indicativas. En cuanto a las variables “crédito bancario al sector privado” y “medios de pago”, un miembro del Comité reiteró que, en su opinión, es conveniente su revisión dado que, por una parte, el ritmo de crecimiento interanual de ambas variables en lo que va del año no coincide con su respectivo corredor estimado y, por la otra, que para el cuarto trimestre de 2006 se proyecta una desaceleración en las respectivas tasas de crecimiento interanual; sobre el particular sugirió que se haga una propuesta formal sobre cambios metodológicos que, de ser necesarios, pudieran hacerse en dichas variables para mejorar su interpretación como guías de la política monetaria. Asimismo, se planteó la conveniencia de revisar el cálculo de la variable “tasa parámetro”, particularmente en cuanto a la amplitud de su margen de tolerancia, el cual, en opinión de algunos miembros del Comité, es demasiado amplio y ello hace que la interpretación de la variable pierda utilidad. En ese mismo sentido, otro miembro del Comité se refirió a las variables indicativas relacionadas con la inflación: la inflación esperada (total y subyacente); las expectativas de inflación del panel de analistas privados; y, las expectativas implícitas de inflación; al respecto, señaló que cuando se les compara con la meta de inflación para 2006 (6% +/- 1 punto porcentual), en su opinión, no es correcto interpretar que cuando la cifra observada está dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual, pero cercana al límite superior, ello sugiere una política monetaria invariable, dado que ello podría estar dando una falsa señal de tranquilidad; al respecto, en el Comité se indicó que la interpretación correcta de estas variables es un tema que se ha tratado en otras sesiones y que, conforme lo acordado, está pendiente de determinar con base en las mejores prácticas en la materia. Al respecto, el Comité convino en que la revisión de estas variables indicativas es un aspecto que debe seguirse discutiendo y agregarse al análisis que se haga el informe de política monetaria a marzo 2006 y que se aproveche dicha ocasión para plantear las modificaciones que sean necesarias a la Junta Monetaria con relación a la metodología y forma de interpretar dichas variables indicativas.

Por otra parte, el Comité hizo referencia a la solicitud de uno de los miembros de la Junta Monetaria relativa a la necesidad de revisar la curva de rendimiento que forma parte de la información financiera del Banco de Guatemala y que se presenta semanalmente a dicho cuerpo colegiado. Al respecto, un miembro del Comité indicó que dicha revisión se podía abordar desde tres puntos de vista. El primero, se refiere a los aspectos teóricos de la

curva de rendimiento y sobre la forma en que se elabora en otros países; el segundo, es evaluar cómo el proceso de mejoras a la forma en que se realizan las Operaciones de Estabilización Monetaria -OEMs- puede afectar o contribuir a la conformación de una curva de rendimiento en el mercado guatemalteco; y, el tercero, se relaciona con evaluar la conveniencia de que el Banco Central intente interferir en la forma en que la curva de rendimiento se determina en el mercado. El Comité convino en que el análisis de los tres puntos de vista mencionados puede abordarse tomando en cuenta, entre otros, los aspectos siguientes:

- i. Revisar los temas puramente teóricos relativos a: ¿Qué es una curva de rendimiento?; ¿Para qué sirve?; ¿Cómo se calcula?. Profundizar sobre el hecho de que la curva de rendimiento, al menos desde el punto de vista teórico, y como se le da seguimiento en otros países, son gráficas que reflejan el comportamiento del mercado secundario, actividad que en Guatemala todavía no está desarrollada;
- ii. Profundizar en el hecho de que en la mayoría de países con sistemas financieros desarrollados, los mercados secundarios operan con títulos-valores a plazos muy largos (30, 40 y hasta 50 años), lo cual tampoco se da en Guatemala; no obstante ello, analizar la forma en que puede mejorarse la presentación de las curvas de tasas de interés que se le presentan a la Junta Monetaria, para adecuarlas a las mejores prácticas internacionales;
- iii. Analizar la manera en que encaja la conformación de una curva de rendimiento dentro de los esfuerzos del Banco Central por mejorar los aspectos operativos de la política monetaria, dentro del proceso de implementación del esquema de metas explícitas de inflación; en particular, se deben tomar en consideración las recomendaciones de las misiones del Fondo Monetario Internacional -FMI- que el año anterior indicaron que “la reducción del número y frecuencia de las licitaciones, con cupos pre-establecidos, así como la expedición de CDPs con fecha de vencimiento puede ayudar a mejorar la liquidez en el mercado secundario y ayudar a establecer una verdadera curva de rendimiento” en el mercado; y,
- iv. Por último, reflexionar sobre la conveniencia de que el Banco Central pretenda determinar más de un punto de la curva de rendimiento; en particular, tomar en consideración las observaciones de las misiones del FMI y del Profesor Sebastián Edwards quien, en su informe a la Junta Monetaria en 2004, indicó que un banco

central no tiene “la capacidad de saber cómo se comporta una curva de rendimiento, porque no hay modo de saberlo”, y que los intentos de interferir en dicha curva han propiciado que la misma tenga “un comportamiento que es ineficiente y conduce a la especulación que crea movimientos de capitales innecesarios que van atando las manos del Banco de Guatemala”.

Tomando en consideración los aspectos señalados, el Comité solicitó a los departamentos técnicos profundizar en el estudio tanto de los aspectos teóricos como empíricos de la curva de rendimiento.

Con relación a la determinación de cupos para las licitaciones de la semana siguiente, se tomó en cuenta la información que proporciona el flujo diario de monetización estimado para la semana siguiente y con base en la regla establecida para el efecto, el Comité acordó que para la semana próxima el cupo de captación para los plazos de 91 días y 364 días a convocar el día lunes se estableciera en Q80.0 millones y Q30.0 millones, respectivamente, y para el plazo de 182 días a convocar el día viernes fuera de Q60.0 millones.

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 dólares de los Estados Unidos de América y consideró que para la semana del 6 al 10 de marzo de 2006, no se hace necesario convocar 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 6 al 10 de marzo de 2006, mantener 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 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 inicial 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 que las convocatorias para las licitaciones de depósitos a plazo se realicen los días lunes y viernes, así: el lunes a plazos de 91 días y 364 días, con un cupo de captación de Q80.0 millones y Q30.0 millones, respectivamente, y el viernes a 182 días, con un cupo de captación de Q60.0 millones. 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, de conformidad con lo establecido en la sesión 55-2005 del 27 de octubre de 2005.

**CUARTO:** Otros Asuntos.

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