

## COMITÉ DE EJECUCIÓN

### ACTA NÚMERO 18-2008

Sesión 18-2008 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 once de abril de dos mil ocho, a partir de las quince horas con diez minutos.

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

**PRIMERO:** Conocimiento de los proyectos de acta números 16-2008 y 17-2008 correspondientes a las sesiones celebradas el 4 y 8 de abril de 2008, respectivamente.

CIRCULARON: proyectos de acta números 16-2008 y 17-2008.

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

- a) Mercado de Dinero
- b) Mercado Cambiario
- c) Variables Indicativas
- d) Flujo Estimado de Monetización
- e) Propuesta de cupos para la licitación de depósitos a plazo

**TERCERO:** Discusión y determinación de cupos para la licitación de depósitos a plazo.

- a) Discusión
- b) Determinación de cupos para la licitación de depósitos a plazo

**CUARTO:** Evaluación de las posturas de la licitación de depósitos a plazo en quetzales No. DP-14-2008.

**QUINTO:** Presentación: Inflación Subyacente Dinámica.

**SEXTO:** Otros Asuntos e informes.

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

**PRIMERO:** La Coordinadora sometió a consideración los proyectos de acta correspondientes.

No habiendo observaciones, el Comité aprobó las actas números 16-2008 y 17-2008.

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

La Coordinadora solicitó que se proporcionara la información correspondiente.

a) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, con relación al Mercado de Dinero, informó que durante el período del 4 al 10 de abril de 2008, se registraron captaciones de Depósitos a Plazo -DP- por Q642.0 millones y

vencimientos por Q1,005.7 millones, lo que dio como resultado vencimientos netos por Q363.7 millones, asociados a las operaciones realizadas en licitación por medio de las bolsas de comercio (vencimientos netos por Q64.1 millones); en licitación en forma directa con entidades públicas (captaciones netas por Q128.7 millones); en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en el Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S. A. (vencimientos netos por Q255.0 millones); y, en ventanilla (vencimientos netos por Q173.3 millones).

Respecto a las captaciones de DP, indicó que durante el período del 4 al 10 de abril de 2008, para el caso de licitaciones, las mismas se efectuaron por fecha de vencimiento y precio, indicó que en la licitación efectuada por medio de las bolsas de comercio, se recibió una postura por Q3.0 millones a un precio de 93.7436%, equivalente a una tasa de rendimiento de 7.25%, la cual no fue adjudicada, mientras que la efectuada en forma directa, el precio de corte fue de 98.8702% para los vencimientos del 9 de junio de 2008, equivalente a una tasa de rendimiento de 6.6205% y de 93.9564% para los vencimientos del 9 de marzo de 2009, equivalente a una tasa de rendimiento de 6.9875%; y, para la licitación por plazo, la tasa de interés de corte fue 7.50%, para el plazo de 1092 días (3 años). Por su parte, en la MEBD y en el Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S. A., las captaciones se realizaron al plazo de 7 días, a la tasa de interés líder de la política monetaria de 6.75%.

Con relación a las operaciones de inyección de liquidez informó que, durante el período del 4 al 10 de abril de 2008 se efectuaron operaciones por Q145.1 millones al plazo de 7 días, a la tasa de interés de 8.25%. Indicó que en las referidas operaciones se recibieron como garantía Certificados Representativos de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala expresados en quetzales y en dólares de los Estados Unidos de América.

En cuanto a la tasa de interés promedio ponderado del total de operaciones de reporto realizadas en las bolsas de comercio del país, indicó que durante el período del 4 al 10 de abril de 2008, la mínima fue de 7.67%, observada el 8 de abril de 2008 y la máxima de 7.84%, registrada el 10 de abril de 2008. Asimismo, señaló que los montos negociados fueron garantizados con títulos públicos y que la tasa de interés promedio ponderado durante dicho período fue de 7.79%.

Por otra parte, informó que el 10 de abril del año en curso se realizaron operaciones de reporto en el mercado bursátil y extrabursátil, por los bancos del

sistema y por las sociedades financieras, con depósitos a plazo del Banco de Guatemala y con Bonos del Tesoro de la República de Guatemala por Q590.0 millones con un rendimiento promedio ponderado de 7.8767% y por US\$4.0 millones con un rendimiento promedio ponderado de 4.0000%.

Finalmente, informó que durante el período del 4 al 10 de abril de 2008, se registraron colocaciones de bonos del tesoro por Q44.1 millones.

b) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 3 al 10 de abril de 2008, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$66.4 millones y el de venta fue de US\$74.7 millones y que los tipos de cambio promedio ponderado de las referidas operaciones mostraron una tendencia hacia la baja. En efecto, el jueves 3 de abril fueron de Q7.58581 por US\$1.00 para la compra y de Q7.60544 por US\$1.00 para la venta; en ese orden, el viernes 4 de abril fueron de Q7.57729 y de Q7.59638; el lunes 7 de abril fueron de Q7.56734 y de Q7.59501; el martes 8 de abril fueron de Q7.56731 y de Q7.58779; el miércoles 9 de abril de 2008, fueron de Q7.56941 y de Q7.58761; y, el jueves 10 de abril fueron de Q7.56849 y Q7.58479. Asimismo, indicó que el tipo de cambio de referencia vigente para el 11, 12 y 13 de abril del presente año es de Q7.57896 por US\$1.00.

En lo que se refiere a los sistemas electrónicos de negociación de divisas que administra la Bolsa de Valores Nacional, S. A., comentó que en el período del 4 al 11 de abril de 2008 en el Sistema Privado Institucional de Divisas -SPID-, no se realizaron operaciones. En lo que respecta al Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI-, de conformidad con lo establecido en la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, el Banco Central convocó a subastas de compra de dólares de los Estados Unidos de América, los días lunes 7, martes 8 y miércoles 9 de abril de 2008 recibándose, en su orden, posturas por US\$1.6 millones, US\$1.3 millones y US\$0.7 millones, de las cuales se adjudicó US\$1.0 millones a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.58790 por US\$1.00; US\$0.4 millones a Q7.58495; y, US\$0.1 millones a Q7.58151, respectivamente.

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 4 al 11 de abril de 2008, no se cerraron operaciones y que al viernes 11 de abril no existe precio de referencia para el mercado a liquidarse en junio de 2008.

c) El Director del Departamento de Estudios Económicos informó que entre el 3 y

el 10 de abril de 2008, según cifras preliminares, la posición diaria de encaje del sistema bancario pasó de una posición de Q816.3 millones a otra de Q286.8 millones. Mencionó, además, que durante dicho período se registraron vencimientos netos de operaciones de inyección de liquidez del Banco de Guatemala por Q0.1 millones. Por su parte, la posición promedio de encaje en el citado período pasó de Q499.1 millones a Q433.1 millones.

Destacó que en el período del 3 al 10 de abril de 2008, el principal factor desmonetizante de la emisión monetaria fue el incremento en el saldo de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q1,318.8 millones; mientras que los principales factores monetizantes fueron la disminución en el saldo del encaje bancario por Q679.3 millones y de los depósitos a plazo constituidos en el Banco Central por Q363.7 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia manifestó que, con datos observados a marzo de 2008, para diciembre de 2008 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 7.41% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 7.47%; el promedio simple de ambos modelos se sitúa en 7.44%, porcentaje que se ubica por arriba del margen de tolerancia de la meta de política (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales), lo que sugiere una política monetaria restrictiva; y, para diciembre de 2009, la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 6.86% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 6.37%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 6.62%, el cual se encuentra por arriba del margen de tolerancia de la meta de política (5.5% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria restrictiva.

Con relación a la inflación subyacente esperada para diciembre de 2008, con datos observados a marzo de 2008, estimada con un modelo auto regresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 7.66%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 7.07%; el promedio simple de ambos modelos es de 7.37%, el cual se ubica por arriba del margen de tolerancia de la meta de política (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales), lo que sugiere que la política monetaria sea restrictiva; y, para diciembre de 2009, la inflación subyacente estimada con un modelo auto regresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 6.70%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 6.30%; el promedio simple de ambos modelos es de 6.50%, el cual se ubica por arriba del valor puntual

de la meta de inflación y dentro del margen de tolerancia de la misma (5.5% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria moderadamente restrictiva.

Con respecto a la tasa de interés parámetro, informó que al 3 de abril de 2008, el límite inferior fue de 7.62%, en tanto que el límite superior se ubicó en 11.57%; mientras que la tasa de interés líder de la política monetaria es de 6.75%, la cual se encuentra por debajo del límite inferior del margen de tolerancia estimado para la tasa parámetro, situación que sugiere restringir la política monetaria. En lo que se refiere a la tasa de interés pasiva de paridad, manifestó que, al 3 de abril de 2008, el límite inferior fue de 4.80% y el límite superior de 5.70%, en tanto que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 7.32%, la cual se ubica por arriba del límite superior del margen de fluctuación de la tasa pasiva de paridad, lo que sugiere relajar la política monetaria.

En cuanto a la liquidez primaria, indicó que la emisión monetaria observada al 10 de abril de 2008, se encuentra dentro del corredor programado para dicha variable, lo que estaría indicando mantener invariable la política monetaria; en tanto que la base monetaria amplia, a la misma fecha, se encuentra Q956.0 millones por debajo del límite inferior del corredor programado, lo que sugiere una política monetaria relajada. La orientación promedio de las desviaciones para la presente semana (-Q478.0 millones) estaría indicando relajar la política monetaria.

En cuanto a los medios de pago totales, el crecimiento interanual observado al 3 de abril de 2008 ascendió a 9.8%, el cual se ubica por debajo del límite inferior del corredor estimado para dicha variable para la misma fecha (11.4% a 14.4%), lo que sugiere relajar la política monetaria; en tanto que la estimación econométrica de los medios de pago para diciembre de 2008 es de 12.0%, la cual se ubica en el límite inferior del rango esperado para diciembre de 2008 (12.0% a 15.0%), lo que estaría sugiriendo mantener invariable la política monetaria. La orientación promedio de la desviación (-0.80%) sugiere por lo tanto, relajar la política monetaria. Asimismo, a la fecha indicada, la variación interanual del crédito bancario al sector privado registró un crecimiento de 23.2%, el cual se ubica dentro del corredor estimado para el 3 de abril de 2008 (21.2% a 24.2%), lo que sugiere que la política monetaria sea invariable; por su parte, la estimación econométrica para finales de 2008 del crédito bancario al sector privado es de 19.4%, la cual se ubica dentro del rango esperado (18.0% a 21.0%), lo que sugiere una política monetaria invariable. La orientación promedio de las desviaciones para la presente semana es de 0.00%, sugiere por lo tanto, mantener

invariable la política monetaria.

Con relación a las expectativas de inflación del panel de analistas privados, indicó que, según la encuesta realizada en marzo de 2008, para diciembre de 2008 la proyección de inflación se ubica en 8.25%, la cual se encuentra por arriba del margen de tolerancia de la meta de política (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales), lo que sugiere una política monetaria restrictiva; y, para diciembre de 2009, la proyección de inflación se ubica en 7.51%, la cual también se encuentra por arriba del margen de tolerancia estimado para dicho año (5.5% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere restringir la política monetaria. Asimismo, indicó que la variable expectativas implícitas de inflación, con datos a marzo de 2008, muestra un ritmo inflacionario de 6.05%, el cual se ubica por arriba del valor puntual de la meta de inflación y dentro del margen de tolerancia de la meta de política monetaria para 2008 (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales), lo que sugiere una política monetaria moderadamente restrictiva.

Con relación al Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- utilizado en febrero de 2008 para pronosticar el ritmo de inflación total, éste proyectaba para diciembre de 2008 un ritmo inflacionario de 7.27%, condicionado a ajustes graduales en la tasa de interés líder de la política monetaria hasta situarse, en promedio, en el último trimestre de dicho año en 6.33%, lo que estaría sugiriendo una política monetaria restrictiva. Asimismo, el pronóstico de dicho modelo para un horizonte de mediano plazo, proyecta para diciembre de 2009 un ritmo inflacionario de 5.70%, condicionado a ajustes graduales en la tasa de interés líder de la política monetaria hasta situarse, en promedio, en el último trimestre de dicho año en 4.78%, lo que estaría sugiriendo una política monetaria moderadamente restrictiva.

Respecto de la orientación de las variables indicativas, manifestó que con relación a la semana anterior, varió la orientación de dos variables indicativas: "Ritmo Inflacionario Subyacente Proyectado" para diciembre de 2008, que pasó de sugerir una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva a aconsejar que fuera restrictiva y la "Liquidez Primaria" que pasó de aconsejar una política monetaria invariable a sugerir que la misma fuera relajada. Asimismo, indicó que las ponderaciones para los pronósticos de inflación fueron modificadas, en virtud de los nuevos datos de inflación observados a marzo, de manera que disminuyó la importancia relativa de dichos pronósticos para 2008 y aumentó para 2009. En ese contexto, conforme al peso relativo asignado a las variables indicativas, se informó que 38.46% de las mismas sugiere una orientación de política monetaria restrictiva

(33.83% la semana previa); 23.35% una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (27.98% la semana previa); 9.07% una orientación de política monetaria invariable (20.33% la semana previa); y, 29.12% una orientación de política monetaria relajada (17.86% la semana previa).

Por otra parte, indicó que con relación al comportamiento del tipo de cambio nominal, los límites superior e inferior del corredor estimado para la semana del 7 al 11 de abril de 2008 fueron de Q7.731 y de Q7.611 por US\$1.00, respectivamente; en tanto que el nivel observado (calculado como el promedio del tipo de cambio en el mercado institucional de divisas para el período comprendido entre el 7 y el 10 de abril) fue de Q7.581 por US\$1.00, con lo que el valor observado del tipo de cambio nominal se ubicó por debajo del límite inferior del referido corredor.

d) El Subdirector del Departamento de Estudios Económicos informó al Comité acerca de los factores monetizantes y desmonetizantes previstos en el Flujo Estimado de Monetización para la semana del 11 al 17 de abril de 2008, los cuales indican un excedente de liquidez primaria por Q792.4 millones debido, fundamentalmente, a vencimientos de DP y al uso de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala; si a ello se adiciona la posición negativa de encaje bancario por Q255.5 millones, resulta un excedente de liquidez agregada estimada para el referido período de Q536.9 millones; de darse estos factores, para hacer compatible la oferta de emisión con la demanda programada, sería necesario que de los DP que vencen durante el período (Q649.3 millones, según registros al 10 de abril de 2008) se dejen de colocar alrededor de Q112.4 millones.

e) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, con base en el flujo estimado de monetización y en los lineamientos establecidos para la determinación de los cupos para la licitación de depósitos a plazo por medio de las bolsas de comercio, propuso al Comité de Ejecución que los mismos fueran de Q10.0 millones, de Q10.0 millones, de Q20.0 millones y de Q25.0 millones; para las fechas de vencimiento 9 de junio de 2008, 8 de septiembre de 2008, 8 de diciembre de 2008 y 9 de marzo de 2009, respectivamente.

**TERCERO:** Discusión y determinación de cupos para la licitación de depósitos a plazo.

a) Discusión.

En el Comité se discutió sobre el comportamiento a la apreciación que ha venido manifestando el tipo de cambio nominal. Al respecto, los departamentos

técnicos indicaron que dicho comportamiento, en general, es congruente con su estacionalidad y que al examinar los superávits de la balanza cambiaria ajustada en 2007 y en 2008, ambos son positivos, pero no difieren significativamente. Asimismo, se indicó que dentro de los ingresos destaca el hecho de que los flujos de capital privado mantienen un nivel similar al año anterior, por lo que en lo que va del año no existe evidencia de flujos de capital al país, atraídos por diferenciales de tasas de interés.

En ese contexto, el Comité solicitó a los departamentos técnicos profundizar en el análisis, tomando en cuenta que conforme la estacionalidad, a partir de la última semana de abril, podría esperarse que el tipo de cambio nominal detuviera su tendencia a la apreciación.

Por otra parte, el Comité inició la discusión del análisis que debe presentar a Junta Monetaria en la sesión del miércoles 23 de abril de 2008 cuando, de acuerdo con el calendario anual, dicho cuerpo colegiado decidirá sobre el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria. Para tal efecto, en el Comité se discutieron algunos factores que podrían considerarse en la elaboración del balance de riesgos de inflación que los departamentos técnicos presentarán en la próxima reunión del Comité, los cuales se describen a continuación:

- i. El precio internacional del petróleo, al 10 de abril de 2008, se ubicó, en promedio, en US\$106.81 por barril, lo que significa un incremento de US\$1.39 por barril (1.32%) respecto del precio promedio registrado durante marzo de 2008 (US\$105.42 por barril). Adicionalmente, según el servicio informativo Bloomberg, el precio del crudo para entrega en diciembre de 2008 se situó el 10 de abril en US\$105.89 por barril, superior en US\$7.75 por barril (7.90%) respecto al precio prevaleciente para la misma posición el 20 de marzo de 2008 (US\$98.14 por barril), última fecha en la que el Comité discutió acerca del nivel de la tasa de interés líder.
- ii. Con relación al comportamiento de los precios internacionales del maíz y del trigo, los cuales constituyen factores de oferta que han venido incidiendo en el comportamiento de la inflación interna, se indicó que en el caso del maíz, éste mantiene su tendencia al alza y, en el caso del trigo, se informó que registró una disminución importante en su precio; no obstante, los precios de ambos productos permanecen por encima de los niveles observados en 2007, por lo que su

- seguimiento sigue siendo relevante en la evaluación del balance de riesgos de inflación.
- iii. El ritmo inflacionario total (9.10%) y el ritmo inflacionario subyacente (9.13%) observados a marzo de 2008 aumentaron por segundo mes consecutivo, ubicándose por arriba del límite superior del margen de tolerancia determinado por la Junta Monetaria para 2008 (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales).
  - iv. Las proyecciones econométricas de la inflación total tanto para diciembre de 2008 como para diciembre de 2009 (7.44% y 6.62%, en su orden) y la proyección econométrica de la inflación subyacente para diciembre de 2008 (7.37%), se sitúan por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación para ambos años; en tanto que la proyección econométrica de la inflación subyacente para diciembre de 2009 (6.50%), se sitúa por arriba del valor puntual de la meta de inflación para ese año (5.5%), pero dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual.
  - v. Las expectativas de inflación del panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en marzo, indican que el ritmo inflacionario total para finales de 2008 y de 2009 se estaría situando en 8.25% y 7.51%, respectivamente. Ambas proyecciones se encuentran por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada para cada uno de los referidos años.
  - vi. El crédito bancario al sector privado se ubica dentro del corredor programado.
  - vii. La liquidez primaria (emisión monetaria y base monetaria amplia) muestra un comportamiento a la baja.
  - viii. Los medios de pago se ubican por debajo del límite inferior del corredor estimado.
- b) Determinación de cupos para licitación de depósitos a plazo.

Con relación a la determinación de cupos para la licitación del 14 de abril de 2008 se tomó en cuenta, por un lado, la propuesta del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, que incluye la información que proporciona el flujo estimado de monetización para la semana siguiente y, por el otro, el lineamiento de mantener limitado el número de licitaciones semanales. Con esa base, el Comité acordó aprobar la propuesta de los departamentos técnicos y, por lo tanto, aprobó los cupos de captación en la forma siguiente: para el 9 de junio de 2008, Q10.0 millones; para el 8 de septiembre de 2008, Q10.0 millones; para el 8 de diciembre de 2008, Q20.0 millones; y, para el 9 de marzo de 2009, Q25.0 millones.

**CUARTO:** Evaluación de las posturas de la licitación de depósitos a plazo en quetzales No. DP-14-2008.

El Comité fue informado de la licitación de depósitos a plazo No. DP-14-2008, en la cual, de conformidad con información recibida de las bolsas de comercio, no se recibió postura alguna, por lo que el Comité decidió declararla desierta.

**QUINTO:** Presentación: Inflación Subyacente Dinámica.

Conforme a lo acordado en la sesión anterior del Comité, los departamentos técnicos presentaron varias mediciones de la inflación subyacente dinámica. Al respecto, se indicó que dichas mediciones se fundamentan en tres métodos, los cuales se basan en la exclusión de los precios de bienes y servicios más volátiles del Índice de Precios al Consumidor -IPC- y que, al no ser siempre los mismos, permiten medir la inflación subyacente dinámica. En tal sentido, el primer método consiste en excluir aquellos precios de bienes y servicios cuya variación intermensual positiva o negativa (ajustada por su impacto en el IPC) resulta equivalente a dos desviaciones estándar. El segundo método, se basa en una propuesta del Fondo Monetario Internacional -FMI- que consiste en excluir los precios de los bienes y servicios más volátiles que resulten de multiplicar la variación intermensual positiva o negativa de cada producto por la ponderación de cada uno de los gastos básicos que conforman el IPC y que resulta equivalente a dos desviaciones estándar. Por su parte, el tercer método consiste en excluir los precios de los bienes y servicios cuya variación intermensual positiva o negativa es equivalente a dos desviaciones estándar.

Tomando en cuenta las bondades de los tres métodos revisados, los cuerpos técnicos concluyeron que se considera más apropiado el tercer método; es decir, el que se basa en la exclusión de las variaciones intermensuales, es el apropiado, dado que es transparente y fácil de interpretar por parte de los agentes económicos y no está influenciado por el peso relativo de cada producto en el índice de precios al consumidor.

Con base en la presentación y en la recomendación de los departamentos técnicos, en el Comité hubo consenso en que el método más apropiado es el tercero, en virtud de que el mismo es más sencillo de utilizar e interpretar por parte del público y porque permite obtener una mejor medición del comportamiento de la inflación que obedece a factores monetarios, característica de especial importancia para la conducción de la política monetaria, en un esquema de metas explícitas de inflación.

En el contexto descrito, el Comité acordó proponer a Junta Monetaria modificar

el cálculo actual de inflación subyacente por el cálculo basado en el método de exclusión por variación intermensual.

**SEXO:** Otros asuntos e informes.

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