

COMITÉ DE EJECUCIÓN

ACTA NÚMERO 4-2005

Sesión 4-2005 celebrada en el edificio del Banco de Guatemala, el viernes catorce de enero de dos mil cinco, a partir de las diecisiete 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 de los proyectos de acta números 2-2005 y 3-2005, correspondientes a las sesiones celebradas el 7 y 12 de enero de 2005, respectivamente.
(Circularon proyectos de acta)

SEGUNDO: Información de los mercados y variables monetarias.

- a) Mercado de Dinero
- b) Mercado Cambiario
- c) Variables Monetarias

TERCERO: Análisis de la situación monetaria.

CUARTO: Definición de los lineamientos de ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para la semana próxima.

QUINTO: Otros Asuntos.

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

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

El Comité aprobó las actas números 2-2005 y 3-2005.

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 Mercado Abierto informó que durante el período del 10 al 14 de enero de 2005, se registraron captaciones de depósitos a plazo -CDPs- por Q2,034.5 millones y vencimientos por Q1,614.6 millones, lo que dio como resultado captaciones netas por Q419.9 millones, asociadas a las operaciones realizadas en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y bolsas de valores

(captaciones netas por Q492.0 millones) en licitaciones (vencimientos netos por Q55.0 millones) y en ventanilla (vencimientos netos por Q17.1 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante dicho período, para el caso de licitaciones, las tasas de interés de corte fueron de: entre 6.01% y 5.7948, para 91 días; entre 6.1150% y 5.8948%, para 182 días; entre 6.3590% y 6.0997, para 364 días; 7.0090% y 6.8197%, para 728 días; y, entre 8.1499% y 8.0%, para 1456 días. Por su parte, en la MEBD y en las bolsas de valores las captaciones se realizaron a 7 y 28 días, a tasas de interés de 2.55% y 3.24%, respectivamente.

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 10 al 14 de enero de 2005, la mínima fue de 1.88%, observada el 14 de enero de 2005, y la máxima de 2.93%, registrada el 13 de enero de 2005. Asimismo, señaló que los montos negociados fueron mayores con títulos públicos y que las tasas de interés promedio ponderado durante dicho período fueron de 2.42% para los títulos públicos y de 4.32% para los títulos del sector financiero.

Por otra parte, informó que, durante el período del 10 al 14 de enero de 2005, en relación a las operaciones con bonos del tesoro, se registraron vencimientos por Q15.1 millones y US\$10.0 miles.

En cuanto a las licitaciones de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América, efectuadas durante el período del 10 al 14 de enero de 2005, mencionó que no se presentaron posturas de demanda.

b) El Director del Departamento de Cambios e Internacional, respecto al Mercado Institucional de Divisas, informó que durante el período del 7 al 13 de enero de 2005 el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$60.5 millones y el de venta fue de US\$61.5 millones y que los tipos de cambio al inicio de semana mostraron una tendencia al alza, pero posteriormente de nuevo mostraron tendencia a la baja. En efecto, el viernes 7 de enero fueron de Q7.76088 por US\$1.00 para la compra y Q7.78224 por US\$1.00 para la venta, el lunes 10 de enero fueron de Q7.76431 y Q7.79476, el martes 11 de enero de Q7.79173 y Q7.81336, el miércoles 12 de enero fueron de Q7.76630 y Q7.78799 y, finalmente, el jueves 13 de enero fueron de Q7.76624 y Q7.78899.

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

10 al 14 de enero del presente año, comentó que en el Sistema Privado Institucional de Divisas -SPID-, se realizaron operaciones el lunes 10 de enero por US\$1.8 millones, a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.80461, el martes 11 de enero US\$4.2 millones, a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.82119, el miércoles 12 de enero US\$1.5 millones, a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.77883, el jueves 13 de enero US\$100.0 miles, a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.78000 y el viernes 14 de enero US\$300.0 miles, a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.76250. En lo que respecta al Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI-, expuso que durante el período no se cerraron operaciones y que únicamente se ingresó la postura de compra del Banco de Guatemala por US\$30.0 millones, con precio de Q7.72961.

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 10 al 14 de enero de 2005, para los vencimientos a liquidarse en marzo de 2005 se cerraron operaciones el jueves 13 de enero por US\$150.0 miles, a un precio de cierre de Q7.80430 y el viernes 14 de enero US\$50.0 miles, a un precio de cierre de Q7.78000; para los vencimientos a liquidarse en junio de 2005 se cerraron operaciones el lunes 10 de enero por US\$50.0 miles, a un precio de cierre de Q7.85000, el jueves 13 de enero US\$50.0 miles, a un precio de cierre de Q7.89000 y el viernes 14 de enero US\$50.0 miles, a un precio de cierre de Q7.85500. En cuanto al precio de cierre de referencia al viernes 14 de enero, para los vencimientos a liquidarse en septiembre y diciembre de 2005, en virtud de que no se han registrado operaciones cerradas, no hay precio de referencia.

c) El Director del Departamento de Estudios Económicos informó que al 13 de enero de 2005, el excedente de encaje diario del sistema bancario se ubicó en una posición de Q549.8 millones y una posición promedio de Q553.9 millones.

Destacó que en el período del 6 al 13 de enero de 2005, los principales factores desmonetizantes fueron el incremento en los saldos de los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala por Q369.1 millones y del encaje bancario por Q238.2 millones; mientras que los principales factores monetizantes fueron la reducción en los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q180.5 millones, de los depósitos del resto del sector público en el Banco Central por Q61.7 millones y, el incremento del saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q53.6 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia indicó que para diciembre de 2005 la inflación total esperada estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios es de 4.21%, la cual se encuentra dentro del rango meta de política (4.0% a 6.0%), lo que sugiere una política monetaria invariable. Asimismo, señaló que la inflación total esperada estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 5.94%, la cual se encuentra dentro del rango meta de política (4% a 6%), lo que sugiere una política monetaria invariable.

Con relación a la inflación subyacente esperada para 2005, estimada con un modelo autoregresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 7.25%, lo que sugiere una política monetaria restrictiva, en tanto que la inflación subyacente esperada para 2005 estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 5.48% la cual se encuentra dentro del rango de meta de política (4% a 6%), lo que indica que la política monetaria permanezca invariable.

Con respecto a la tasa parámetro, informó que al 13 de enero de 2005, el límite inferior fue de 3.26%, en tanto que el límite superior se ubicó en 11.16%, mientras que la tasa de reportos (de 8 a 15 días) se situó en 3.06%, la cual se ubicó por debajo del límite inferior de la tasa parámetro, aspecto que sugiere la conveniencia de una política monetaria restrictiva y, la tasa promedio ponderado de las operaciones de mercado abierto de hasta 91 días fue de 4.97%, la cual se encuentra dentro del rango de la tasa parámetro, lo que aconseja que la política monetaria permanezca invariable. En lo que se refiere a la tasa pasiva de paridad, manifestó que, al 6 de enero de 2005, el límite inferior fue de 6.92% y el límite superior de 8.50%, en tanto que la tasa promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 6.83%, lo que aconseja restringir la política monetaria.

En cuanto a la emisión monetaria observada al 13 de enero de 2005, indicó que se encuentra dentro del corredor programado para dicha variable, lo que estaría indicando que la política monetaria permanezca invariable.

En cuanto a los medios de pago totales, al 6 de enero de 2005, exhibieron un crecimiento interanual de 11.2%, el cual se encuentra por encima del rango estimado para dicha variable a esa misma fecha (10.5% a 10.7%), lo que aconseja restringir la política monetaria. Asimismo, a la fecha indicada, el crédito bancario al sector privado registró un crecimiento interanual de 16.4%, el cual se encuentra dentro de los límites del rango

estimado para el 6 de enero de 2005 (16.3% a 16.5%), lo que sugiere una política monetaria invariable.

Con relación a las expectativas de inflación del sector privado, indicó que, según la encuesta realizada durante la segunda semana de diciembre de 2004, para diciembre de 2005 se estimó un ritmo inflacionario de 7.19%, el cual se encuentra por encima del rango de meta de política monetaria (4.0% a 6.0%), aspecto que sugiere restringir la política monetaria.

Mencionó que el Índice de Condiciones Monetarias -ICM-, al 6 de enero de 2005, fue de -3.58%, el cual se encuentra dentro del rango estimado para dicha variable al 6 de enero de 2005 (-4.19% a -2.59%), lo que indica que la política monetaria permanezca invariable.

Para concluir, informó que la orientación de las variables indicativas de la política monetaria al 13 de enero de 2005, cinco variables aconsejan restringir la política monetaria (una proyección de inflación subyacente, la tasa parámetro respecto de la de reportos, la tasa pasiva de paridad, los medios de pago totales y las expectativas de inflación); ninguna variable sugiere relajar la política monetaria; y, siete variables indican que se mantenga invariable (las dos proyecciones de inflación total, una proyección de inflación subyacente, la tasa parámetro respecto de la de OMAs, la emisión monetaria, el crédito bancario al sector privado y el Índice de Condiciones Monetarias).

TERCERO: Análisis de la situación monetaria.

El Comité tomó nota que los factores monetizantes y desmonetizantes previstos para el período del 17 al 21 de enero indican que la creación de liquidez primaria aumentaría en Q612.3 millones debido, fundamentalmente, a vencimientos de CDPs, en adición a lo cual se tiene prevista una reducción en la demanda de emisión monetaria por Q98.5 millones. Asimismo, que la emisión monetaria se encuentra desviada en Q53.4 millones por encima del punto central programado para dicha variable, por lo que el exceso de liquidez para el referido período se ubica en Q764.2 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 (Q716.0 millones, según registros al 13 de enero de 2005) tengan que recolocarse; y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q48.2 millones.

El Comité también tomó nota de que la emisión monetaria al 13 de enero de 2005 se ubicó dentro del corredor programado para dicha variable.

Al evaluar la información recibida, en el Comité privó el criterio de que no existen cambios sustanciales en las variables analizadas que ameriten alguna modificación en las condiciones en que se realizan las operaciones de mercado abierto.

No obstante lo anterior, a fin de continuar avanzando en la implementación del nuevo marco para la realización de las operaciones de estabilización monetaria, el Comité conoció el análisis requerido a los departamentos técnicos en la sesión anterior, relativo a la propuesta del plazo correspondiente a la tasa líder que el Banco utilizará en sus operaciones. La recomendación de los departamentos técnicos fue la de utilizar la tasa correspondiente a los certificados de depósito al plazo de 7 días como tasa líder de la política monetaria, en razón de las ventajas siguientes: Primero, que el control del Banco Central sobre la tasa líder es más efectivo mientras menor sea el plazo, pues de esta manera puede estar presto, en todo momento, tanto para ofrecer como para demandar liquidez a dicha tasa. En efecto, se indicó que al seleccionar el plazo más corto se facilitan las operaciones de reporto, porque pueden entonces ser respaldadas por un stock más grande de instrumentos financieros susceptibles de ser negociados (por ejemplo, certificados de depósito a plazo expedidos por el Banco de Guatemala a plazos mayores). Se indicó que si la tasa líder correspondiese a un plazo mayor, sería más difícil para el Banco Central

inyectar liquidez a ese plazo en aquellos casos en que tales inyecciones fuesen requeridas para lograr un efectivo control de la tasa.

La segunda ventaja de una tasa de corto plazo es que su uso como tasa líder evita inconsistencias potenciales entre el objetivo fundamental del Banco Central (el control inflacionario) y el objetivo secundario de reducir la volatilidad en las tasas de interés de corto plazo, por ejemplo, si la tasa líder no fuera de corto plazo, en un momento en que las variables indicativas de política monetaria aconsejaran restringir la política y, a la vez, hubiese iliquidez en el mercado bancario, el Banco Central tendría que incrementar la tasa líder (que no es de corto plazo) y, a la vez, proveer de liquidez al sistema bancario para reducir la volatilidad de la tasa de interés de corto plazo, lo que no solo sería inconsistente sino que significaría pretender, de nuevo, fijar la tasa de interés en dos puntos diferentes de la curva de rendimiento. En cambio, si la tasa líder es de corto plazo, en una coyuntura como la indicada, el Banco Central simultáneamente incrementaría la tasa líder (para el control inflacionario) y proveería liquidez al sector bancario a dicha tasa (moderando la volatilidad de la tasa de interés a corto plazo), sin que hubiese inconsistencia alguna entre los objetivos de política monetaria.

Adicionalmente, los departamentos técnicos informaron que, para seleccionar la tasa de interés a ser utilizada para conducir la política monetaria, se replicaron algunos ejercicios empíricos que el profesor Sebastián Edwards calculó en 2000, los cuales daban respuesta a las siguientes interrogantes:

1. ¿Qué tasa de interés tiene una mayor influencia sobre las tasas de interés de mercado más relacionadas con la actividad económica?
2. ¿Cuál es el rezago con el que la política monetaria, entendida como un cambio en la tasa de interés de política, afecta a las variables claves?
3. ¿Cuál es la tasa de interés que tiene mayor efecto sobre la demanda agregada y la inflación?

Los resultados obtenidos de replicar los ejercicios econométricos son los siguientes:

- La tasa de interés de OMAs a 7 días constituye la tasa que tiene un mayor efecto sobre las tasas de interés de mercado (la tasa activa promedio ponderado y la tasa de reportos); y,

- La tasa de interés de OMAs a 7 días es también la tasa que tiene mayor efecto sobre la inflación, en tanto que la tasa de interés de OMAs a 91 días es la que influye con mayor significancia sobre la demanda agregada.

Al concluir la exposición de los resultados econométricos, los departamentos técnicos se refirieron a algunos aspectos a considerar para implementar la política monetaria utilizando la tasa de 7 días como tasa líder. En primer lugar, se indicó que es necesario generar una convergencia gradual entre las tasas líder activa y pasiva, de manera que la primera exceda a la segunda por un margen limitado, esto con el fin de evitar fluctuaciones excesivas en la tasa de interés de corto plazo. En segundo lugar, se mencionó la conveniencia de que el mecanismo de licitación de los otros plazos propicie una efectiva competencia entre los participantes (evitando declarar licitaciones desiertas) pues, de lo contrario, en algunas ocasiones se podrían sobredimensionar las operaciones a 7 días plazo. Por tal motivo, se sugirió considerar la modalidad de “subasta holandesa”, por la cual todos los inversionistas reciben la tasa de corte en las licitaciones de certificados de depósito del Banco Central. A este respecto, se mencionó que tal modalidad provee los incentivos para que las licitaciones sean competitivas y se desestime la ocurrencia de colusión en las mismas. De esa manera, también se evitaría la aplicación de una “tasa de interés de reserva” por parte del Banco Central, por encima de la cual dicho banco se abstendría de efectuar adjudicaciones y, por tanto, se propiciaría la colocación de los cupos programados a los diferentes plazos. En tercer lugar, se subrayó la conveniencia de programar las colocaciones de certificados de depósitos del año en curso (operaciones de corto plazo) de acuerdo con el programa monetario en vigencia y de aplicar técnicas de ingeniería financiera para fomentar el mercado secundario de los certificados de depósito a plazo que se coloquen a plazos mayores de un año (operaciones estructurales).

Sobre lo indicado, un miembro del Comité manifestó que de los tres aspectos a considerar para la implementación de la tasa líder, dos de ellos, los relativos a la convergencia de las tasas líder activa y pasiva y el de la implementación del mecanismo de subasta holandesa en los otros plazos, deberían considerarse en la sesión del próximo viernes 21 de enero (sesión en la que el Comité tiene previsto decidir respecto de la tasa de interés de las operaciones monetarias), a efecto de empezar a implementarlas el lunes subsiguiente.

En el contexto descrito, todos los miembros del Comité estuvieron de acuerdo con que se informara a la Junta Monetaria que en la referida sesión del Comité se adoptarían dos medidas. La primera, que la tasa de OMAs a 7 días sería la tasa líder de política, cuya versión activa (de inyección de liquidez) iniciaría una convergencia gradual hacia su versión pasiva (de colocación de CDPs). Por su parte, la segunda medida sería viabilizar la adopción del mecanismo de subasta holandesa para los plazos mayores a 28 días. En este sentido, se indicó que el plazo de 28 días se mantendrá temporalmente en la mesa y en la bolsa, estableciéndose un cupo para dichas operaciones, el cual será transitorio en tanto que se define el cupo definitivo que dicho plazo tendría para trasladarse, con el resto de plazos, al mecanismo de subasta holandesa. Al establecer el cupo para las operaciones a 28 días, el Comité revisará los cupos del resto de plazos.

CUARTO: 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 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 a los plazos de 7 y 28 días sin cupo, a tasas de interés de 2.55% y 3.24%, respectivamente; siempre y cuando dichas tasas no fueran superiores a las tasas de las posturas adjudicadas en el plazo inmediato superior a éstos en la última licitación; en caso contrario, la determinación de las mismas se haría mediante la extrapolación de las tasas de las posturas adjudicadas en la licitación referida, procurando no interferir con la tendencia de mercado de las mismas y de evitar su volatilidad. Asimismo, el Comité acordó que se mantendrían posturas de oferta de liquidez a 7 días plazo, a una tasa de interés inicial de 11.16%. 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 continúen haciendo en forma diaria y a los

plazos de 91, 182, 364, 728 días (2 años) y 1456 días (4 años), cuyo pago de intereses para estos últimos dos plazos será en forma semestral, ello con el fin de mantener las mismas condiciones en las que operaba el Ministerio de Finanzas Públicas, y para cada uno de los plazos mencionados mantener el cupo de captación de Q10.0 millones, Q9.0 millones, Q12.0 millones, Q6.0 millones y Q4.0 millones, respectivamente; y, que las tasas de interés sean determinadas de acuerdo con las condiciones del mercado. Asimismo, el Comité acordó que se continúen realizando captaciones en forma directa en ventanilla, con las entidades oficiales y con el público. En el caso de las entidades oficiales, la tasa de interés a aplicar para cada plazo será el promedio ponderado que resulte de la licitación de certificados de depósitos a plazo en quetzales. Para aquellos plazos que no resulten adjudicados o que no hayan sido incluidos en la convocatoria de licitación, las tasas de interés correspondientes serán determinadas interpolando las tasas de los otros plazos o, en su defecto, tomando como base las tasas de interés que aplica el Banco de Guatemala en la MEBD y en las bolsas de valores. Para los plazos que no sea posible interpolar, la tasa a aplicar será la resultante en el plazo correspondiente de la última licitación adjudicada. 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.

Respecto a la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, el Comité acordó que, para continuar cumpliendo con el propósito de morigerar la volatilidad cambiaria y reducir la discrecionalidad en la intervención del Banco Central en el mercado (conforme lo requiere la política vigente), es conveniente explicitar una regla para participar en el SINEDI, la cual consideraría dos umbrales para evitar una caída abrupta del tipo de cambio. Cabe aclarar que, dado el comportamiento reciente de dicha variable, así como su estacionalidad, el Comité decidió posponer la definición de una regla similar para el caso de un alza del tipo de cambio.

En cuanto al primer umbral, el Banco de Guatemala mantendría una postura de compra en el SINEDI, de US\$10.0 millones, cuyo precio sería el promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de referencia promedio diario (suma de los tipos de cambio de compra y venta dividido entre dos), menos un margen de fluctuación de 0.5%. En caso de que se llegara a agotar la postura inicial, se colocará una nueva postura por

US\$10.0 millones a un precio de Q0.0025 por debajo del precio de la primera postura, y así sucesivamente hasta satisfacer los requerimientos del mercado.

En el segundo umbral de participación, el Banco de Guatemala participará en el SINEDI con una postura de compra muy superior que la del primer umbral. La postura será de US\$50.0 millones cuando el precio de la postura correspondiente al primer umbral caiga debajo del límite amplio de tolerancia de Q7.70 por US\$1.00. Si se agotase la postura inicial antes de que se finalicen operaciones del día de que se trate, se colocará una nueva postura por US\$50.0 millones a un precio de Q0.001 por debajo del precio de la primer postura, cuantas veces sea preciso, hasta satisfacer los requerimientos del mercado. Si al día siguiente el precio de la postura correspondiente al primer umbral continuara por debajo de Q7.70, se continuaría colocando posturas de US\$50.0 millones, a un precio inicial igual al de la última postura del día anterior o al tipo de cambio de referencia disponible (el que resulte menor).

Finalmente, el Comité acordó que las convocatorias para las licitaciones de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América -DPs en US\$- se realicen los días martes y jueves de cada semana a los plazos de 91 y 336 días y, por un monto de hasta US\$30.0 millones y que las tasas de interés serán determinadas de conformidad con la curva de rendimiento calculada con las tasas de interés de los Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América (2.89% para 91 días y 3.25% para 336 días).

No habiendo otro asunto que tratar, la sesión finalizó a las veinte horas firmando de conformidad las personas que asistieron.