

# COMITÉ DE EJECUCIÓN

## ACTA NÚMERO 43-2005

Sesión 43-2005 celebrada en el edificio del Banco de Guatemala, el viernes veintiséis de agosto de dos mil cinco, 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 de los proyectos de acta números 41-2005 y 42-2005, correspondientes a las sesiones celebradas el 19 y 23 de agosto de 2005, respectivamente.  
(Circularon proyectos de acta)

**SEGUNDO:** Evaluación de las posturas de la licitación de Depósitos a Plazo en quetzales No. DP-104-2005.

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

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

**CUARTO:** Análisis de la situación monetaria y 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.

No habiendo observaciones, el Comité aprobó las Actas números 41-2005 y 42-2005.

**SEGUNDO:** Evaluación de las posturas de la licitación de Depósitos a Plazo en quetzales No. DP-104-2005.

El Comité conoció las posturas recibidas en la licitación de depósitos a plazo -CDPs- a plazos largos (Q24.0 millones a 1456 días (4 años), a tasas de interés entre 7.25% y 8.00%; Q10.0 millones a 2184 días (6 años), a tasa de interés de 9.00%; y, Q35.0 millones a 2912 días (8 años), a tasas de interés entre 8.25% y 10.0%), apreciando que al tomar como referencia la curva de rendimientos calculada mediante la interpolación de

tasas de interés vigentes para títulos públicos, una de las tres posturas recibidas al plazo de 4 años y cuatro de las cinco posturas recibidas al plazo de 8 años son sujetas de adjudicación, por lo que acordó adjudicar dichas posturas que en conjunto suman Q35.0 millones; así: Q10.0 millones a 4 años, a tasas de interés de 7.25% y Q25.0 millones a 8 años, a tasas de interés entre 8.25% y 8.40%.

**TERCERO:** 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 22 al 26 de agosto de 2005, con cifras parciales a esta última fecha, se registraron captaciones de CDPs por Q2,560.4 millones y vencimientos por Q1,889.8 millones, lo que dio como resultado captaciones netas por Q670.6 millones, asociadas a las operaciones realizadas en licitaciones (captaciones netas por Q7.0 millones), en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores (captaciones netas por Q551.0 millones) y en ventanilla (captaciones netas por Q112.6 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante el período del 19 al 25 de agosto de 2005, para el caso de licitaciones, las tasas de interés de corte fueron de: 5.00% para 91 días, 5.65% para 182 días, 5.88% para 364 días y 6.9743% para 728 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 de 3.50%.

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 22 al 26 de agosto de 2005, con datos parciales a esta última fecha, la mínima fue de 1.78%, observada el 24 de agosto de 2005, y la máxima de 3.77%, registrada el 22 de agosto 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 2.35% para los títulos públicos y de 5.24% para los títulos del sector financiero.

Por otra parte, informó que, durante el período del 22 al 26 de agosto de 2005, en relación a las operaciones con bonos del tesoro se registraron vencimientos por Q1.9 millones.

En cuanto a las licitaciones de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América, efectuadas durante el período del 22 al 26 de agosto de 2005, mencionó que únicamente se presentó una postura de demanda por US\$39.0 miles, a 336 días a tasa de interés de 3.75%, la cual fue adjudicada por el Comité de Ejecución.

Respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 19 al 25 de agosto de 2005, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$55.8 millones y el de venta fue de US\$57.3 millones y que los tipos de cambio mostraron una tendencia al alza. En efecto, el viernes 19 de agosto fueron de Q7.57693 por US\$1.00 para la compra y de Q7.59499 por US\$1.00 para la venta, el lunes 22 de agosto fueron de Q7.57594 y Q7.59401, el martes 23 de agosto fueron de Q7.57925 y Q7.59295, el miércoles 24 de agosto fueron de Q7.58235 y Q7.59821 y, finalmente, el jueves 25 de agosto fueron de Q7.58876 y Q7.60276.

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 22 al 26 de agosto del presente año, comentó que en el Sistema Privado Institucional de Divisas -SPID-, únicamente se realizaron operaciones el jueves 25 de agosto por US\$1.3 millones, a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.60096. 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 Q7.58800.

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 22 al 26 de agosto de 2005, no se cerraron operaciones. En cuanto al precio de cierre, de referencia, al viernes 26 de agosto, indicó que para los vencimientos a liquidarse en septiembre de 2005 fue de Q7.64000, para los vencimientos a liquidarse en diciembre de 2005 fue de Q7.67000 y para los vencimientos a liquidarse en marzo de 2006 fue de Q7.71000.

b) El Director del Departamento de Estudios Económicos informó que el 25 de agosto de 2005, el excedente de encaje diario del sistema bancario se ubicó en una posición negativa de Q164.8 millones, con una posición promedio de Q182.1 millones; al respecto, el Comité solicitó a los departamentos asesores profundizar en el análisis del comportamiento de la liquidez bancaria en las últimas semanas en relación a su efecto en la

Base Monetaria, variable que, luego de mostrar una desviación importante respecto del límite superior programado, había retornado en los últimos días a los niveles previstos a principios de año.

Destacó que en el período del 18 al 25 de agosto de 2005, los principales factores desmonetizantes fueron el incremento en el saldo de los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala por Q581.2 millones y la disminución en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q60.0 millones; mientras que los principales factores monetizantes fueron las disminuciones en los saldos del encaje bancario por Q265.2 millones, de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q110.4 millones; y, de los depósitos del resto del sector público en el Banco Central por Q46.2 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia indicó que con la proyección a julio, para diciembre de 2005 la inflación total esperada estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios es de 6.61% y con un modelo de suavizamiento exponencial de 8.12%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 7.37%, el cual se encuentra por encima del rango meta de política (4.0% a 6.0%), lo que sugiere una política monetaria restrictiva.

Con relación a la inflación subyacente esperada para 2005, con datos a julio de 2005, estimada con un modelo autoregresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 8.32%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 8.09%; el promedio simple de ambos modelos es de 8.21%, el cual se encuentra por encima del rango de meta de política (4.0% a 6.0%), lo que sugiere una política monetaria restrictiva.

Con respecto a la tasa parámetro, informó que al 18 de agosto de 2005, el límite inferior fue de 3.39%, en tanto que el límite superior se ubicó en 11.29%, mientras que el promedio simple resultante entre la tasa de reportos de 8 a 15 días (3.40%) y la tasa promedio ponderado de las operaciones de mercado abierto -OMAs- de hasta 91 días (3.40%) se situó en 3.40%, el cual se ubica dentro de los límites de la tasa parámetro, situación que sugiere la conveniencia de una política monetaria invariable. En lo que se refiere a la tasa pasiva de paridad, manifestó que, al 18 de agosto de 2005, el límite inferior fue de 6.70% y el límite superior de 8.28%, en tanto que la tasa promedio ponderado de

depósitos a plazo del sistema bancario fue de 6.91%, la cual se mantiene dentro del rango de la tasa pasiva de paridad, lo que aconseja una política monetaria invariable.

En cuanto a la emisión monetaria observada al 25 de agosto de 2005, indicó que presenta una desviación de Q304.8 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 18 de agosto de 2005, exhibieron un crecimiento interanual de 14.6%, el cual se encuentra dentro del rango estimado para dicha variable a esa misma fecha (13.9% a 15.9%), lo que aconseja que la política monetaria se mantenga invariable. Asimismo, a la fecha indicada, el crédito bancario al sector privado registró un crecimiento interanual de 19.8%, el cual se encuentra por encima del límite superior del rango estimado para el 18 de agosto de 2005 (17.2% a 19.2%), lo que sugiere una política monetaria restrictiva.

Con relación a las expectativas de inflación de analistas privados, indicó que, según la encuesta realizada en julio de 2005, para diciembre de 2005 se espera un ritmo inflacionario de 8.19%, 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 18 de agosto de 2005, fue de -2.66 puntos porcentuales el cual se encuentra dentro del rango estimado para dicha variable a esa fecha (-4.19 a -2.59 puntos porcentuales), lo que aconseja que la política monetaria se mantenga invariable.

Para concluir, informó que la orientación de las variables indicativas permanece igual con respecto a la semana anterior: cinco variables sugieren que la política monetaria sea restrictiva (la proyección de inflación total, la proyección de inflación subyacente, las expectativas de inflación de analistas privados, la emisión monetaria y el crédito bancario al sector privado); cuatro variables sugieren que la política monetaria se mantenga invariable (la tasa parámetro, la tasa pasiva de paridad, el Índice de Condiciones Monetarias y los medios de pago totales); y, ninguna sugiere relajarla.

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

i) Análisis de la situación monetaria

El Comité tomó nota que los factores monetizantes y desmonetizantes previstos para la semana del 26 de agosto al 1 de septiembre de 2005 indican un aumento de la creación de liquidez primaria por Q2,599.5 millones, debido fundamentalmente, a vencimientos de CDPs. Así también, se prevé un aumento en la demanda de emisión monetaria por Q211.0 millones y una posición acumulada de liquidez bancaria por Q196.4 millones. Asimismo, que la emisión monetaria se encuentra desviada en Q433.5 millones por encima del punto central programado para dicha variable, por lo que el excedente de liquidez agregada para el referido período se ubica en Q3,018.3 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 (Q2,559.5 millones, según registros al 25 de agosto de 2005) tengan que recolocarse; y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q458.8 millones.

Por otra parte, el Comité discutió acerca de la necesidad de comunicar efectivamente a los mercados la situación inflacionaria, así como la relación que existe entre la meta de inflación y las decisiones de política monetaria. Al respecto, el Comité convino en que la explicación proporcionada a los medios de comunicación durante la conferencia de prensa ofrecida por el Presidente del Banco de Guatemala el jueves 25 de agosto, contenía los elementos centrales para comunicar estos temas a los mercados. Dicha explicación se resume de la manera siguiente:

- A) LA META DE INFLACIÓN SE ESTABLECE CON BASE EN SUPUESTOS SOBRE EL COMPORTAMIENTO DE DIFERENTES VARIABLES ECONÓMICAS Y SE UTILIZA COMO PARÁMETRO PARA DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA.

La meta de inflación está en línea con las estimaciones sobre la evolución esperada de diferentes variables indicativas (emisión monetaria, crédito al sector privado, volumen de medios de pago, etc.), que el Banco Central utiliza para proponer y evaluar la política monetaria. El comportamiento de los precios y la proyección de su evolución futura, se contrasta con la meta de inflación, de manera que un crecimiento mayor de los precios da lugar a medidas de restricción monetaria a fin de procurar que la inflación real se oriente hacia la meta establecida, en donde los fenómenos no previstos, sean estos internos (fenómenos atmosféricos que afecten la producción) o externos (guerra o alza de precios

internacionales) deben considerarse de manera especial, a fin de procurar el alcance de la meta sin afectar otros parámetros tales como el empleo y el crecimiento de la economía. En estos casos, un desvío de la inflación real respecto de la meta establecida simplemente explica las razones del desvío, pero no debe dar lugar a un cambio de la meta, porque de esta manera ésta pierde su carácter orientador.

**B) EL EXCESO DE INFLACIÓN ES ATRIBUIBLE PRINCIPALMENTE AL FENÓMENO MUNDIAL DE AUMENTO EN LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO**

El aumento en el precio del petróleo se manifiesta, por una parte, en un aumento directo de los componentes de la canasta básica que son combustibles y lubricantes (inflación importada directa) y, por otra parte, a través del efecto que sobre el resto de precios de bienes y servicios que utilizan dichos combustibles en su proceso de producción o transporte (inflación importada indirecta).

A julio de 2005, alrededor del 36% del total de la inflación es atribuible a la inflación importada.

La inflación doméstica propiamente tal a julio (5.99%), está por debajo del límite superior establecido como meta para 2005.

**C) LO ANTERIOR NO IMPLICA QUE LA POLÍTICA MONETARIA DEBA QUEDARSE IMPASIBLE ANTE EL FENÓMENO INFLACIONARIO**

Existen al menos dos razones que justifican que la política monetaria actúe (“apretando” las condiciones monetarias) para moderar la inflación, incluso si el exceso de ésta respecto de la meta es atribuible a factores exógenos (fuera del control de dicha política).

La primera razón para actuar tiene que ver con el manejo de las expectativas. Una inflación creciente puede generar expectativas autocumplidas respecto de la inflación futura; para una economía como la de Guatemala reviste mucha importancia el mantener el ritmo inflacionario a niveles de un dígito, a fin de evitar que se generen decisiones inconvenientes en materia de consumo, ahorro e inversión por parte de los agentes económicos acostumbrados a la estabilidad de precios.

La segunda razón que justifica “apretar” la política monetaria se refiere al hecho de que siempre existe un nivel histórico (“normal”) de inflación importada. Para el caso

reciente de Guatemala, el nivel histórico de inflación importada se ubica en 0.52 puntos porcentuales. La inflación importada extraordinaria (por el alza del petróleo) se ubica, pues, en 2.79 puntos porcentuales.

Por lo tanto, si a la inflación doméstica (5.99%) le sumamos la importada histórica (0.52%), el ritmo inflacionario “normal” se ubicaría en 6.5%, esto es superior a la meta, lo cual implica que sí existe un espacio para que la política monetaria actúe (subiendo la tasa de interés), para moderar el alza en el nivel de precios y llevarla hacia la meta, al menos en su componente “normal”.

Por ello, la meta de política monetaria no se modifica, ya que sirve como parámetro para medir si la inflación “normal” (suma de la inflación doméstica más la importada histórica) está comportándose conforme a lo previsto. Las estimaciones del Banco de Guatemala apuntan a que la inflación total (suma de la inflación normal más la importada extraordinaria) terminará el año en 7.37%, lo que implicaría que la inflación normal podría ubicarse a fin de año dentro de la meta.

#### D) LOS AJUSTES A LA TASA DE INTERÉS (LÍDER) DE LA POLÍTICA MONETARIA DEBEN REALIZARSE DE MANERA MUY PRUDENTE

Un alza muy abrupta de la tasa de interés líder podría encarecer indebidamente el crédito y la inversión, afectando con ello el nivel de producción y el empleo, lo que complicaría las dificultades que al aparato productivo ocasiona la propia elevación de costos debida al precio de los combustibles.

Existen otros factores que dan un cierto alivio a la política monetaria y le permiten actuar con moderación:

- a) El comportamiento estable (y de ocasional tendencia a la baja) que ha manifestado el tipo de cambio ayuda a que los precios de los productos importados tengan un efecto menor sobre el nivel de precios.
- b) La inflación en Guatemala es aún menor que la de países centroamericanos que tienen moneda propia.
- c) El sustancial apoyo que la política fiscal ha brindado a la política monetaria a lo largo de 2004-2005. Al 23 de agosto los depósitos del gobierno en el banco central superaban en casi Q2 mil millones la cifra que se había programado



originalmente, lo que contribuye a crear condiciones de estabilidad que apoyan decididamente a la política monetaria.

Con relación a la determinación de cupos para las licitaciones de la semana siguiente, se tomó en cuenta la información que proporciona tanto el flujo diario estimado de monetización para la semana del 26 de agosto al 1 de septiembre, como la regla establecida para la determinación de cupos, con base en lo cual el Comité acordó que el cupo de captación para los plazos de 91 y 364 días a convocar el día lunes se estableciera en Q10.0 millones y Q30.0 millones, respectivamente, reiterando que la diferenciación en los montos obedece a la intención de promover una mayor competencia al plazo de 91 días. Para los plazos de 182 y 728 días a convocar el día miércoles el cupo de captación se estableció en Q30.0 millones para cada uno.

- ii) 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 29 de agosto al 2 de septiembre de 2005, 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 3.50%, 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 continúen realizando los días lunes, miércoles y viernes de cada semana; así; el lunes a plazos de 91 días y 364 días, con un cupo de captación de Q10.0 millones y Q30.0 millones, respectivamente; y, el miércoles a plazos de 182 días y 728 días, con un cupo de captación de Q30.0 millones para cada uno de los

plazos. Las tasas de interés serán determinadas de acuerdo con las condiciones del mercado, reflejadas en las posturas que se reciban, considerando la curva de rendimientos establecida por los departamentos técnicos; y, el viernes a plazos de 1456 días (4 años), 2184 días (6 años) y 2912 días (8 años), sin cupo pre-establecido de captación. Para la adjudicación correspondiente, el Comité decidirá el monto a adjudicar para cada plazo y para la determinación de la tasa de interés a aplicar, se tomará como referencia la que corresponda a cada uno de dichos plazos en una curva de rendimientos calculada mediante la interpolación de las tasas de interés a 364 días (1 año) y 10 años plazo. El pago de intereses para los plazos mayores de 364 días será en forma semestral, ello con el fin de mantener las mismas condiciones en las que operaba el Ministerio de Finanzas Públicas.

Por otra parte, 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, 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, será el promedio ponderado que resulte de la licitación de depósitos a plazo en quetzales. Para aquellos plazos que no resulten adjudicados o que no hayan sido incluidos en la convocatoria de licitación, durante la última semana, la tasa a aplicar se determinará mediante la interpolación de la tasa del plazo de 7 días y el promedio ponderado resultante para el plazo más corto 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.

Por otra parte, 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 días y 336 días, por un monto de hasta US\$30.0 millones. Las posturas que se reciban pueden ser adjudicadas a tasas de interés de hasta 3.05% para el plazo de 91 días y de hasta 3.75% para el plazo de 336 días. Sin embargo, si las tasas de interés demandadas por los inversionistas se ubicaran cerca de las tasas de interés prevalecientes en el mercado doméstico de los Estados Unidos de América para los mismos plazos, en virtud del último ajuste que realizó la Reserva Federal a su tasa de interés objetivo, se convocaría a sesión del Comité para decidir sobre su adjudicación.

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 336 días) y que la tasa de interés a aplicar será el promedio ponderado resultante de la última licitación adjudicada de depósitos a plazo expresados en dicha moneda.

En cuanto a la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, el Comité acordó que se continúe participando en el SINEDI mediante la regla de participación establecida en la sesión 15-2005.

**QUINTO:** Otros Asuntos.

No habiendo otro asunto que tratar, la sesión finalizó a las dieciséis horas con treinta y ocho minutos firmando de conformidad las personas que asistieron.