

COMITÉ DE EJECUCIÓN

ACTA NÚMERO 45-2005

Sesión 45-2005 celebrada en el edificio del Banco de Guatemala, el viernes nueve de septiembre 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 del proyecto de Acta Número 44-2005, correspondiente a la sesión celebrada el 2 de septiembre de 2005.
(Circuló proyecto de acta)

SEGUNDO: Evaluación de las posturas de la licitación de Depósitos a Plazo en quetzales No. DP-110-2005.

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 el proyecto de acta correspondiente.

No habiendo observaciones, el Comité aprobó el Acta Número 44-2005.

SEGUNDO: Evaluación de las posturas de la licitación de Depósitos a Plazo en quetzales No. DP-110-2005.

El Comité conoció las posturas recibidas en la licitación de depósitos a plazo -CDPs- a plazos largos (Q20.0 millones a 1456 días (4 años), a tasa de interés de 7.2397%; Q20.0 millones a 2184 días (6 años), a tasa de interés de 7.75%; y, Q37.0 millones a 2912 días (8 años), a tasas de interés entre 8.25% y 8.50%), apreciando que al tomar como referencia la curva de rendimientos calculada mediante la interpolación de tasas de interés vigentes para títulos públicos, la postura recibida al plazo de 4 años, las dos posturas recibidas a 6 años y tres de las cuatro posturas recibidas al plazo de 8 años son sujetas de adjudicación, por lo que acordó adjudicar dichas posturas que en conjunto suman Q67.0

millones; así: Q20.0 millones a 4 años, a tasa de interés de 7.2397%, Q20.0 millones a 6 años a tasa de interés de 7.75% y Q27.0 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 Subdirector del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, con relación al Mercado de Dinero, informó que durante el período del 5 al 9 de septiembre de 2005, con cifras parciales a esta última fecha, se registraron captaciones de CDPs por Q2,274.2 millones y vencimientos por Q2,649.8 millones, lo que dio como resultado vencimientos netos por Q375.6 millones, asociados a las operaciones realizadas en licitaciones (vencimientos netos por Q75.3 millones), en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores (vencimientos netos por Q147.0 millones) y en ventanilla (vencimientos netos por Q153.3 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante el período del 5 al 9 de septiembre de 2005, para el caso de licitaciones, las tasas de interés de corte fueron de: 5.00% para 91 días, 5.75% para 182 días, 6.3997% para 364 días y 7.00% 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 líder de política monetaria 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 5 al 9 de septiembre de 2005, con datos parciales a esta última fecha, la mínima fue de 2.06%, observada el 8 de septiembre de 2005, y la máxima de 3.05%, registrada el 7 de septiembre 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 2.50% para los títulos públicos y de 3.27% para los títulos del sector financiero.

Por otra parte, informó que, durante el período del 5 al 9 de septiembre 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 5 al 9 de septiembre de 2005, mencionó que en las 2 licitaciones convocadas no se presentaron posturas de demanda.

Respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 2 al 8 de septiembre de 2005, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$53.7 millones y el de venta fue de US\$53.8 millones y que los tipos de cambio se mantuvieron estables. En efecto, el viernes 2 de septiembre fueron de Q7.58478 por US\$1.00 para la compra y de Q7.60392 por US\$1.00 para la venta, el lunes 5 de septiembre fueron de Q7.57775 y Q7.60087, el martes 6 de septiembre fueron de Q7.58211 y Q7.60015, el miércoles 7 de septiembre fueron de Q7.58854 y Q7.60640 y, finalmente, el jueves 8 de septiembre fueron de Q7.58817 y Q7.60451.

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 5 al 9 de septiembre del presente año, comentó que en el Sistema Privado Institucional de Divisas -SPID-, únicamente se realizaron operaciones el jueves 8 de septiembre por US\$1.0 millones, a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.60400. 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 5 al 9 de septiembre de 2005, no se cerraron operaciones. En cuanto al precio de cierre, de referencia, al viernes 9 de septiembre, indicó que para los vencimientos a liquidarse en septiembre de 2005 fue de Q7.65000, 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 8 de septiembre de 2005, el excedente de encaje diario del sistema bancario se ubicó en una posición de Q591.4 millones, con una posición promedio negativa de Q10.0 millones.

Destacó que en el período del 1 al 8 de septiembre de 2005, el principal factor desmonetizante fue el incremento en el saldo del encaje bancario por Q1,132.0 millones; mientras que los principales factores monetizantes fueron las disminuciones en los saldos de los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala por Q756.2 millones, de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q233.8 millones y de los depósitos del resto del sector público en el Banco Central por Q9.3 millones; y, el

incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q66.4 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia indicó que con la proyección a agosto, para diciembre de 2005 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 6.69% y con un modelo de suavizamiento exponencial de 8.37%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 7.53%, 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 agosto de 2005, estimada con un modelo autoregresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 7.43%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 7.89%; el promedio simple de ambos modelos es de 7.66%, 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 1 de septiembre de 2005, el límite inferior fue de 3.03%, en tanto que el límite superior se ubicó en 10.93%, mientras que el promedio simple resultante entre la tasa de reportos de 8 a 15 días (3.60%) y la tasa promedio ponderado de las operaciones de mercado abierto -OMAs- de hasta 91 días (3.64%) se situó en 3.62%, 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 1 de septiembre de 2005, el límite inferior fue de 6.82% y el límite superior de 8.40%, en tanto que la tasa promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 6.90%, 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 8 de septiembre de 2005, indicó que presenta una desviación de Q393.0 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 1 de septiembre de 2005, exhibieron un crecimiento interanual de 14.4%, el cual se encuentra dentro del rango estimado para dicha variable a esa misma fecha (13.5% a 15.5%), 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 21.3%, el cual se encuentra por encima del límite superior del rango estimado para el 1 de septiembre de 2005 (18.6% a 20.6%), lo que sugiere una política monetaria restrictiva.

Con relación a las expectativas de inflación de analistas privados, indicó que, según la encuesta realizada en agosto de 2005, para diciembre de 2005 se espera un ritmo inflacionario de 8.39%, 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 1 de septiembre de 2005, fue de -2.69 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.

Por otra parte, presentó la información del Índice de Precios al Consumidor a agosto de 2005 reportado por el Instituto Nacional de Estadística -INE- (la inflación mensual fue de 0.36%, inferior en 0.58 puntos porcentuales a la de julio de 2005; el ritmo inflacionario se ubicó en 9.37%, superior en 0.07 puntos porcentuales al de julio de 2005 y superior en 1.71 puntos porcentuales al observado en agosto de 2004; la inflación subyacente registró un ritmo de 8.07%, inferior en 0.31 puntos porcentuales al de julio de 2005 (8.38%), pero superior al de agosto de 2004 (7.68%)); así como las estimaciones de los componentes importado y doméstico de la inflación (del 9.37% del ritmo inflacionario a agosto de 2005, 3.52 puntos porcentuales son atribuibles a la inflación importada, de la cual, a su vez, 2.56 puntos porcentuales corresponden a la inflación importada indirecta (efecto de segunda vuelta); por lo tanto, del ritmo inflacionario, 5.85 puntos porcentuales corresponden a la inflación doméstica).

CUARTO: 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 9 al 14 de septiembre de 2005 indican un aumento de la creación de liquidez primaria por Q1,690.6 millones, debido fundamentalmente, a vencimientos de CDPs. Así también, se prevé un incremento en la demanda de emisión monetaria por Q109.3 millones y una posición acumulada de liquidez bancaria negativa por Q24.0 millones. Asimismo, que la emisión monetaria se encuentra desviada en Q521.6 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 Q2,078.9 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 (Q1,859.2 millones, según registros al 8 de septiembre de 2005) tengan que recolocarse; y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q219.7 millones.

Al evaluar la información recibida, el Comité inició la discusión respecto a la decisión que habrá de adoptar en su próxima sesión en cuanto a modificar o mantener el nivel de la tasa líder de la política monetaria. En ese sentido, en el seno del Comité se consideró que para fundamentar adecuadamente cualquier decisión en cuanto a mantener o modificar la tasa líder de interés, es conveniente tener claros tanto los factores que sugieren continuar restringiendo las condiciones monetarias, como aquellos que aconsejan mantener invariables dichas condiciones o relajarlas.

Para tal propósito, en el seno del Comité se plantearon, por una parte, los elementos que aconsejan no modificar el nivel de la tasa líder de la política monetaria, entre los que se mencionaron los siguientes:

- i) Aunque el ritmo (interanual) de la inflación total en agosto fue mayor que el de julio, el ritmo de la inflación doméstica se redujo, situación que estaría brindando cierto grado de respiro a la política monetaria;
- ii) El ritmo de la inflación subyacente observado en agosto disminuyó con respecto al de julio; y,

- iii) La proyección econométrica de la referida variable para diciembre de 2005 y de 2006 también se redujo, lo que podría sugerir que no es necesario modificar las condiciones monetarias.

Por otra parte, también se discutieron algunos factores que aconsejan restringir las condiciones monetarias, entre los que destacan:

- i) La proyección econométrica de la inflación total para diciembre de 2005 aumentó con respecto de la calculada con datos a julio, situación que podría estar relacionada con el hecho de que aunque la inflación de agosto fue más baja que la de julio, no fue tan baja como debió haberlo sido para cumplir las estimaciones efectuadas el mes anterior;
- ii) En ese mismo sentido, un miembro del Comité enfatizó en dos elementos que aconsejarían restringir las condiciones monetarias indicando, por un lado, que el ritmo inflacionario registrado en agosto (9.37%) es el más alto en los últimos cuatro años y, por otro, que esta es la primera vez que la proyección de la inflación total para diciembre de 2006 excede el límite superior del rango meta (6%), por lo que este último elemento debe tenerse muy presente debido a que en el horizonte temporal de un esquema de metas explícitas de inflación no solamente hay que centrarse en la situación actual de la inflación, sino también en la de mediano plazo.
- iii) Hasta la fecha la política fiscal ha brindado un apoyo importante a la monetaria, el cual se refleja en el mayor mantenimiento de depósitos en el banco central con respecto de lo programado. Sin embargo, la programación de caja del Gobierno señala un aumento importante en el uso de recursos, que en las últimas tres semanas se ha manifestado en una reducción de los referidos depósitos (aproximadamente Q865.0 millones entre el 22 de agosto y el 9 de septiembre de 2005). El aceleramiento programado en el ritmo de ejecución presupuestaria implicará la necesidad de aumentar el nivel de operaciones de mercado abierto a fin de evitar riesgos inflacionarios por esta vía. Al respecto, un miembro del Comité señaló que desde inicios del segundo semestre el nivel de operaciones de mercado abierto se ha situado por debajo de lo programado, y que si el nivel de la tasa de interés no resulta atractivo a los inversionistas, el flujo de recursos asociado a la ejecución presupuestaria programada podría no canalizarse hacia operaciones de mercado abierto, induciendo a mayores presiones inflacionarias.

- iv) Otro miembro del Comité señaló que se prevé que la actividad económica siga con el dinamismo que ha venido observando hasta la fecha, aspecto del que se puede inferir que aún existe espacio para restringir las condiciones monetarias.

En el contexto descrito, el Comité convino en continuar profundizando en el análisis de los factores mencionados a efecto de contar con los fundamentos adecuados para su próxima sesión, con el apoyo de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, quienes deberán considerar la evolución actual y futura del precio internacional del petróleo, así como los efectos que la misma tiene en el nivel de precios y en el crecimiento económico del país y revisar las proyecciones más recientes sobre el comportamiento del precio internacional del petróleo.

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 9 al 14 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 sea de Q13.0 millones para cada uno y para los plazos de 182 y 728 días a convocar el día miércoles de Q16.0 millones para cada plazo.

- 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 12 al 16 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 Q13.0 millones para cada plazo; y, el miércoles a plazos de 182 días y 728 días, con un cupo de captación de Q16.0 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-anunciado 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 la convocatoria para las licitaciones de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América -DPs en US\$- se realice el día martes de la presente 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 plazos similares y si las posturas lo ameritan, 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, un asesor del Comité manifestó que, derivado de conversaciones recientes sostenidas con técnicos del Banco de la República (Colombia), le surge la preocupación porque la acumulación de reservas internacionales, resultado de la aplicación del tercer umbral de la regla cambiaria vigente, en un ambiente en que el nivel de inflación se encuentra por encima de la meta, podría interpretarse como una inconsistencia de la política monetaria, por lo que sugiere que se evalúe la conveniencia de modificar el segundo y el tercer umbrales de las reglas de participación cambiaria, ya que los mismos podían generar la referida inconsistencia. Al respecto, un miembro del Comité indicó que comparte el criterio de que existe un riesgo de inconsistencia debido a la relativa rigidez del tercer umbral, pero que cualquier modificación de la regla cambiaria debe analizarse con cautela porque podría tener efectos contraproducentes en las expectativas de los agentes económicos, por lo que antes de tomar una decisión de la naturaleza descrita, es fundamental conocer con precisión la forma en que actúa el mecanismo de transmisión monetaria, lo que forma parte del modelo estructural en el que están trabajando los cuerpos técnicos del banco central, lo que evidencia la urgencia de contar con dicho modelo. En ese mismo sentido, otro miembro del Comité coincidió indicando que para la adopción de una medida como la mencionada, mientras más elementos de juicio se tengan, mejor será la decisión.

El Comité acordó que se continúe participando en el SINEDI mediante las reglas de participación establecidas para el efecto.

QUINTO: Otros Asuntos.

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