

COMITÉ DE EJECUCIÓN

ACTA NÚMERO 47-2005

Sesión 47-2005 celebrada en el edificio del Banco de Guatemala, el viernes veintitrés 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 46-2005, correspondiente a la sesión celebrada el 16 de septiembre de 2005.
(Circuló proyecto de acta)

SEGUNDO: Evaluación de las posturas de la licitación de Depósitos a Plazo en quetzales No. DP-116-2005.

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 46-2005.

SEGUNDO: Evaluación de las posturas de la licitación de Depósitos a Plazo en quetzales No. DP-116-2005.

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% y Q20.0 millones a 2913 días (8 años), a tasa de interés de 8.50%) y, tomando como referencia la curva de rendimientos calculada mediante la interpolación de tasas de interés vigentes para títulos públicos, acordó rechazar la postura recibida a 8 años plazo y únicamente adjudicar la postura recibida a 4 años plazo por Q20.0 millones.

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 19 al 23 de septiembre de 2005, con cifras parciales a esta última fecha, se registraron captaciones de CDPs por Q2,341.4 millones y vencimientos por Q1,846.3 millones, lo que dio como resultado captaciones netas por Q495.1 millones, asociadas a las operaciones realizadas en licitaciones (captaciones netas por Q30.0 millones), en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores (captaciones netas por Q451.0 millones) y en ventanilla (captaciones netas por Q14.1 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante el período del 19 al 22 de septiembre de 2005, para el caso de licitaciones, las tasas de interés de corte fueron de: 5.00% para 91 días, 5.5999% para 182 días, 6.2499% para 364 días y 6.9397% 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 3.75%.

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 19 al 23 de septiembre de 2005, con datos parciales a esta última fecha, la mínima fue de 2.26%, observada el 21 de septiembre de 2005, y la máxima de 3.93%, registrada el 23 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 2.85% para los títulos públicos y de 3.88% para los títulos del sector financiero.

Por otra parte, informó que, durante el período del 19 al 23 de septiembre de 2005, en relación a las operaciones con bonos del tesoro se registraron vencimientos por Q0.3 millones.

En cuanto a las licitación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América, convocada el 20 septiembre de 2005, mencionó que se presentaron posturas de demanda por Q100.0 miles a 91 días plazo, a tasa de interés de 6.0% y por Q13.0 miles a 336 días a tasa de interés de 4.0%, las cuales no fueron adjudicadas.

Respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 16 al 22 de septiembre de 2005, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$58.8

millones y el de venta fue de US\$63.0 millones y que los tipos de cambio mostraron una tendencia al alza. En efecto, el viernes 16 de septiembre fueron de Q7.59904 por US\$1.00 para la compra y de Q7.62507 por US\$1.00 para la venta, el lunes 19 de septiembre fueron de Q7.60247 y Q7.62470, el martes 20 de septiembre fueron de Q7.61035 y Q7.62594, el miércoles 21 de septiembre fueron de Q7.60730 y Q7.62585 y, finalmente, el jueves 22 de septiembre fueron de Q7.61131 y Q7.62780.

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 19 al 23 de septiembre del presente año, comentó que en el Sistema Privado Institucional de Divisas -SPID-, se realizaron las siguientes operaciones: el lunes 19 de septiembre por US\$1.5 millones, a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.62500; el martes 20 de septiembre US\$2.0 millones, a Q7.62500; el jueves 22 de septiembre US\$500.0 miles, a Q7.63900; y el viernes 23 de septiembre US\$200.0 miles, a Q7.65400. En lo que respecta al Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI-, expuso que durante el período no se cerraron operaciones y únicamente el Banco de Guatemala ingresó, diariamente, una postura de compra por US\$10.0 millones, con un precio de Q7.58900, conforme los lineamientos del Comité de Ejecución.

Por otra parte, informó que en el Mercado de Futuros de Divisas que opera la Bolsa de Valores Nacional, S.A., en el período del 19 al 23 de septiembre de 2005, no se cerraron operaciones. En cuanto al precio de cierre, de referencia, al viernes 23 de septiembre, indicó que 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 22 de septiembre de 2005, el excedente de encaje diario del sistema bancario se ubicó en una posición de Q75.0 millones, con una posición promedio de Q190.2 millones.

Destacó que en el período del 15 al 22 de septiembre de 2005, los principales factores desmonetizantes fueron el incremento en los saldos de los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala por Q395.2 millones y de los depósitos del resto del sector público en el Banco Central por Q248.1 millones; mientras que los principales factores monetizantes fueron las disminuciones en los saldos del encaje bancario por Q313.5 millones y de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por

Q56.8 millones; y, el incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q0.8 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 15 de septiembre de 2005, el límite inferior fue de 3.02%, en tanto que el límite superior se ubicó en 10.92%, mientras que el promedio simple resultante entre la tasa de reportos de 8 a 15 días (3.63%) y la tasa promedio ponderado de las operaciones de mercado abierto -OMAs- de hasta 91 días (3.70%) se situó en 3.67%, 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 15 de septiembre de 2005, el límite inferior fue de 6.30% y el límite superior de 7.88%, 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 22 de septiembre de 2005, indicó que presenta una desviación de Q412.1 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 15 de septiembre de 2005, exhibieron un crecimiento interanual de 14.9%, el cual se encuentra dentro del rango estimado para dicha variable a esa misma fecha (14.0% a 16.0%), 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 21.2%, el cual se encuentra por encima del límite superior del rango estimado para el 15 de septiembre de 2005 (18.3% a 20.3%), 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 15 de septiembre de 2005, fue de -2.83 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.

a) Análisis de la situación monetaria

El Comité tomó nota que los factores monetizantes y desmonetizantes previstos para la semana del 23 al 29 de septiembre de 2005 indican un aumento de la creación de liquidez primaria por Q2,807.8 millones, debido fundamentalmente, a vencimientos de CDPs. Así también, se prevé un aumento en la demanda de emisión monetaria por Q177.0 millones y una posición acumulada de liquidez bancaria por Q163.8 millones. Asimismo, que la emisión monetaria se encuentra desviada en Q540.7 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 Q3,335.4 millones; de darse estos factores, el Comité consideró que es necesario, para hacer compatible la oferta de emisión con la demanda

programada, que los CDPs que vencen durante el período (Q2,607.2 millones, según registros al 22 de septiembre de 2005) tengan que recolocarse; y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q728.2 millones.

El Comité discutió la solicitud planteada por un miembro de Junta Monetaria en la última sesión de ésta, relativa a eliminar la recepción de depósitos a plazos largos en virtud del costo que dichas captaciones representa para la ejecución de la política monetaria. Para el efecto, el Comité recibió el análisis realizado por los cuerpos técnicos acerca del origen y justificación de dichas operaciones, así como de los pros y contras de continuar operando a dichos plazos.

- i) Las captaciones de CDPs a plazos largos (como las de 6 y 8 años) tienen el propósito de que el Banco Central gradualmente cambie su posición deudora con respecto al mercado de dinero hacia una menos deudora o neutral, aspecto que es conveniente para la adopción completa de un esquema de metas explícitas de inflación (tal como lo han sugerido las misiones de asistencia técnica del Fondo Monetario Internacional -FMI-), al tiempo que fortalece la credibilidad de la política monetaria al anclar con firmeza el objetivo fundamental.
- ii) De conformidad con las recomendaciones del informe elaborado por Sebastián Edwards y Rodrigo Vergara (noviembre de 2004), el Banco de Guatemala debe separar la política monetaria de la política que ellos denominan “de deuda interna” (CDPs a largo plazo). Dado que el Banco de Guatemala tiene un saldo significativo de Operaciones de Mercado Abierto -OMAs-, es necesario renovarla continuamente (*roll over*). Al respecto recomendaron: a) licitar por cupos de manera que el mercado determine la tasa de interés; b) ir paulatinamente aumentando los plazos de las captaciones para evitar el riesgo que significa la acumulación de una gran cantidad de vencimientos en un período corto de tiempo; y, c) concentrar la deuda (CDPs a largo plazo) en dos o tres plazos, de manera que el mercado por dichos títulos se vaya profundizando.
- iii) Por su parte, las recomendaciones del informe de *Inflation Targeting* de la última misión del FMI (junio de 2005), también indican que el Banco de Guatemala debe configurar una curva de rendimientos que incluya la captación de CDPs a plazos largos; sin embargo, enfatizan en que el número de dichos plazos no debería ser mayor de tres. Ello permitiría, por una parte, generar puntos importantes de liquidez congruentes con el manejo de las expectativas de inflación en el mediano plazo y, por la otra, que no

compita innecesariamente con las colocaciones de Bonos del Tesoro del Ministerio de Finanzas Públicas, cuya finalidad es financiar la ejecución presupuestaria y no el manejo de la liquidez primaria de la economía. Por lo anterior, la eliminación de los plazos citados podría ser congruente con la recomendación del FMI (que también realizara anteriormente el Profesor Sebastián Edwards), en el sentido de que sean pocos los plazos de captación ofrecidos por el Banco Central.

- iv) La evidencia presentada por los departamentos técnicos indica que, a pesar de los incrementos en la tasa de interés líder de la política monetaria (CDPs a 7 días), las tasas de interés del resto de los plazos vigentes no se han incrementado de manera relevante, lo cual puede asociarse a que los agentes económicos podrían estar descontando una prima menor de inflación (efecto Fischer) en las tasas de interés que requieren en sus inversiones de largo plazo, elemento que, a su vez, se asocia a una mayor credibilidad por parte de los inversionistas en las medidas de restricción monetaria.
- v) A manera de ilustración sobre los costos de las referidas operaciones, los departamentos técnicos presentaron un cálculo que indica que el costo en el que incurre la política monetaria por las captaciones de CDPs a 6 y 8 años ascendería, en promedio, a Q6.0 millones anuales por encima de lo que lo incurriría si lo captado a tales plazos se trasladara a los plazos inmediatos inferiores, por lo que la eliminación de dichos plazos podría generar un ahorro financiero de ese monto.
- vi) Se indicó que dicho análisis del costo financiero adicional para las operaciones de mayor plazo en comparación con las captaciones a corto plazo también es válido cualquier plazo superior a 7 días, por lo que si la consideración relevante para definir los plazos de las OMAS fuese únicamente el costo financiero, deberían eliminarse todos los plazos de CDPs diferentes de 7 días. Ello, sin embargo, no sería aconsejable, pues al generar concentración de vencimientos en el muy corto plazo, colocaría al Banco en una situación de vulnerabilidad y podría imprimir volatilidad en las tasas de interés del mercado.
- vii) Finalmente, se consideró que el mercado financiero guatemalteco no cuenta con un mercado secundario desarrollado y que, en virtud de que el Ministerio de Finanzas Públicas concluyó desde hace dos meses sus colocaciones de Bonos del Tesoro para 2005, los CDPs a plazos largos proveen un canal para la liquidez excedente que, de otra manera, podría traducirse en una expansión aún mayor en el crédito bancario al sector

privado, aspecto que podría inducir a que se relajen las políticas de otorgamiento del mismo en detrimento del riesgo crediticio, lo que podría, por un lado, ocasionar un deterioro en la calidad de la cartera crediticia con los consiguientes efectos nocivos en la estabilidad actual del sistema financiero y, por el otro, generar un aumento inusual en las importaciones y, en consecuencia, en el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos.

El Comité debatió ampliamente sobre los elementos presentados. Algunos miembros se inclinaron porque las operaciones a plazos largos se mantengan, en razón de la naturaleza eminentemente temporal de las operaciones de largo plazo, de que sus costos (aunque superiores) pueden considerarse moderados dada la coyuntura favorable para su realización, de que llenan un vacío en el mercado financiero que coadyuva a un manejo razonable de la liquidez bancaria, y de que contribuyen al objetivo de que el Banco Central pueda gradualmente dejar de tener una posición permanentemente deudora respecto del sistema bancario, lo cual contribuiría a aplicar con mayor eficiencia el esquema de metas explícitas de inflación. Otros miembros del Comité señalaron que es prudente buscar un equilibrio entre el logro de los objetivos operativos que demanda el esquema de metas de inflación y el logro del objetivo de conveniencia de reducir el costo de las OMA, destacando incluso que entre los objetivos operativos está el de reducir el número de plazos a los cuales se licitan depósitos a plazo, el cual podría hacerse coincidir con el objetivo de reducción de costos si se eliminara alguno de los plazos que resultan financieramente más caros. Luego de deliberar sobre el tema, el Comité concluyó en que cualquier decisión de reducir el número de plazos actualmente disponible debería tomarse en congruencia con las demás medidas operativas que se están implementando en la adopción del esquema de metas de inflación, en base de cuyo programa se solicitó a los asesores una propuesta para la próxima semana. En tanto se toma la decisión correspondiente, un miembro del Comité sugirió que, dada la limitada competencia observada en las últimas semanas en las posturas de CDPs a 8 años, una medida que se podría adoptar por ahora es el establecimiento de un cupo restringido de captación para dicho plazo, que propicie una mayor competencia a ese plazo y limite los costos financieros asociados. Tomando en cuenta tal sugerencia, el Comité acordó que se fije un cupo restringido (no superior al de los plazos intermedios) para la captación de Depósitos a Plazo a 8 años.

Con relación a la determinación de cupos para las licitaciones de la semana siguiente, se tomó en cuenta la información que proporcionan el flujo diario de monetización estimado para la siguiente semana y 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 establezca en Q20.0 millones para cada uno y para los plazos de 182 y 728 días a convocar el día miércoles sea de Q20.0 millones para cada plazo. Por otra parte, como se indicó, se establece un cupo de captación de Q20.0 millones para el plazo de 2,912 días (8 años).

- 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 26 al 30 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 3.75%, 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; y, el miércoles a plazos de 182 días y 728 días, con un cupo de captación de Q20.0 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), para los plazos de 4 años y 6 años sin cupo pre-

anunciado de captación y para 8 años con un cupo de captación de Q20.0 millones. 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, la tasa de interés será el promedio móvil, para cada plazo, de la tasa de interés promedio ponderado resultante de los anteriores cuatro eventos de licitación. En cuanto a las captaciones con el público se refiere, la tasa de interés, para cada plazo, no podrá ser mayor de la promedio ponderado de la licitación correspondiente menos un punto porcentual.

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 realicen los martes 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 excluir la posibilidad de que si las posturas que se reciban a tasas superiores lo ameritan, se convocaría a sesión del Comité para decidir 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.

Respecto 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 para el efecto.

QUINTO: Otros Asuntos.

No habiendo otro asunto que tratar, la sesión finalizó a las diecisiete horas con catorce minutos firmando de conformidad las personas que asistieron.