

# COMITÉ DE EJECUCIÓN

## ACTA NÚMERO 58-2005

Sesión 58-2005 celebrada en el edificio del Banco de Guatemala, el viernes once de noviembre 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 57-2005, correspondiente a la sesión celebrada el 4 de noviembre de 2005.  
(Circuló proyecto de acta)

**SEGUNDO:** Evaluación de las posturas de la licitación de Depósitos a Plazo en quetzales No. DP-136-2005.

**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 57-2005.

**SEGUNDO:** Evaluación de las posturas de la licitación de Depósitos a Plazo en quetzales No. DP-136-2005.

El Comité conoció las posturas recibidas en la licitación de depósitos a plazo -CDPs- (Q112.0 millones a 2912 días (8 años), a tasa de interés de 8.40%) y, tomando como referencia la curva de rendimientos calculada mediante la interpolación de tasas de interés vigentes para títulos públicos, acordó adjudicar a prorrata el cupo establecido de Q10.0 millones para las dos posturas recibidas a 8 años plazo.

**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 7 al 11 de noviembre de 2005, con cifras parciales a esta última fecha, se registraron captaciones de CDPs por Q1,299.3 millones y vencimientos por Q975.9 millones, lo que dio como resultado captaciones netas por Q323.4 millones, asociadas a las operaciones realizadas en licitaciones (captaciones netas por Q199.9 millones), en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores (captaciones netas por Q265.0 millones) y en ventanilla (vencimientos netos por Q141.5 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante el período del 7 al 11 de noviembre de 2005, para el caso de licitaciones, las tasas de interés de corte fueron de: 5.00% para 91 días, 5.50% para 182 días, 6.2498% 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 3.75%.

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 7 al 11 de noviembre de 2005, con datos parciales a esta última fecha, la mínima fue de 3.68%, observada el 11 de noviembre de 2005, y la máxima de 4.88%, registrada el 9 de noviembre 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 3.77% para los títulos públicos y de 4.50% para los títulos del sector financiero.

Por otra parte, informó que, durante el período del 7 al 11 de noviembre de 2005, en relación a las operaciones con bonos del tesoro se registraron vencimientos por Q25.3 millones.

Respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 4 al 10 de noviembre de 2005, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$61.2 millones y el de venta fue de US\$65.1 millones y que los tipos de cambio se mantuvieron estables. En efecto, el viernes 4 de noviembre fueron de Q7.59188 por US\$1.00 para la compra y de Q7.61783 por US\$1.00 para la venta, el lunes 7 de noviembre fueron de Q7.59964 y Q7.63005, el martes 8 de noviembre fueron de Q7.59814 y Q7.62597, el miércoles 9 de noviembre fueron de Q7.59355 y Q7.61732 y, finalmente, el jueves 10 de noviembre fueron de Q7.59518 y Q7.62055.

En lo que se refiere a las operaciones realizadas en los sistemas electrónicos de negociación de divisas que administra la Bolsa de Valores Nacional, S.A., correspondientes al período del 7 al 11 de noviembre del presente año, comentó que en el Sistema Privado Institucional de Divisas -SPID-, no se realizaron operaciones. 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 7 al 11 de noviembre de 2005, no se cerraron operaciones. En cuanto al precio de cierre, de referencia, al viernes 11 de noviembre, indicó que para los vencimientos a liquidarse en diciembre de 2005 fue de Q7.62500 y para los vencimientos a liquidarse en marzo de 2006 fue de Q7.63950.

b) El Subdirector del Departamento de Estudios Económicos informó que el 10 de noviembre de 2005, el excedente de encaje diario del sistema bancario se ubicó en una posición de Q398.6 millones, con una posición promedio de Q532.1 millones.

Destacó que en el período del 3 al 10 de noviembre de 2005, los principales factores desmonetizantes fueron el incremento en los saldos de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q67.6 millones, de los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala por Q48.9 millones y de los depósitos del resto del sector público en el Banco Central por Q46.1 millones; y, la disminución en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q60.0 millones; mientras que el principal factor monetizante fue la disminución en el saldo del encaje bancario por Q19.3 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia indicó que con la proyección a octubre, para diciembre de 2005 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 9.60% y con un modelo de suavizamiento exponencial de 9.81%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 9.71%, 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 octubre de 2005, estimada con un modelo autoregresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue

de 7.57%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 8.62%; el promedio simple de ambos modelos es de 8.10%, 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 3 de noviembre de 2005, el límite inferior fue de 4.22%, en tanto que el límite superior se ubicó en 12.12%, mientras que el promedio simple resultante entre la tasa de reportos de 8 a 15 días (4.25%) y la tasa promedio ponderado de las operaciones de mercado abierto -OMAs- de hasta 91 días (4.17%) se situó en 4.21%, el cual se ubica por debajo del rango estimado para la tasa parámetro, situación que sugiere restringir la política monetaria. En lo que se refiere a la tasa pasiva de paridad, manifestó que, al 3 de noviembre de 2005, el límite inferior fue de 6.05% y el límite superior de 7.63%, en tanto que la tasa promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 6.93%, 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 10 de noviembre de 2005, indicó que presenta una desviación de Q387.2 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 3 de noviembre de 2005, exhibieron un crecimiento interanual de 15.9%, el cual se encuentra dentro del rango estimado para dicha variable a esa misma fecha (14.6% a 16.6%), 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 20.5%, el cual se encuentra por encima del límite superior del rango estimado para el 3 de noviembre de 2005 (15.4% a 17.4%), lo que sugiere una política monetaria restrictiva.

Con relación a las expectativas de inflación de analistas privados, indicó que, según la encuesta realizada en octubre de 2005, para diciembre de 2005 se espera un ritmo inflacionario de 9.14%, 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 3 de noviembre de 2005, fue de -2.80 puntos porcentuales, el cual se encuentra dentro del rango estimado para

dicha variable (-4.19 a -2.59 puntos porcentuales), lo que aconseja que la política monetaria se mantenga invariable.

Para concluir, informó de la orientación de las variables indicativas, indicando que la variable “tasa parámetro” pasó de sugerir que la política monetaria permanezca invariable a sugerir que sea restrictiva, con lo que aumentó a seis el número de variables que sugieren restringir la política monetaria (la proyección de inflación total, la proyección de inflación subyacente, las expectativas de inflación de analistas privados, la emisión monetaria, el crédito bancario al sector privado y la tasa parámetro); disminuyó a tres el número de variables que sugieren que la política monetaria se mantenga invariable (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 octubre de 2005, reportado por el Instituto Nacional de Estadística -INE- (la inflación mensual fue de 1.76%, superior en 0.91 puntos porcentuales a la de septiembre de 2005; el ritmo inflacionario se ubicó en 10.29%, superior en 0.84 puntos porcentuales al de septiembre de 2005 y superior en 1.65 puntos porcentuales al observado en octubre de 2004; la inflación subyacente registró un ritmo de 8.52%, superior en 0.59 puntos porcentuales al de septiembre de 2005 (7.93%) y superior al de octubre de 2004 (8.17%)); las estimaciones de los componentes importado y doméstico de la inflación (del 10.29% del ritmo inflacionario a octubre de 2005, 3.18 puntos porcentuales son atribuibles a la inflación importada, de la cual, a su vez, 2.05 puntos porcentuales corresponden a la inflación importada indirecta (efecto de segunda vuelta); por lo tanto, del ritmo inflacionario, 7.11 puntos porcentuales corresponden a la inflación doméstica). Adicionalmente, indicó que según estimaciones de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala el efecto del huracán Stan en el ritmo inflacionario ascendió a 1.01 puntos porcentuales, por lo que si dicho efecto se le deduce al componente doméstico de la inflación, éste en términos netos se estaría ubicando en 6.10%.

**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 11 al 17 de noviembre de 2005 indican un aumento de la creación de liquidez primaria por Q1,293.4 millones, debido fundamentalmente a vencimientos de CDPs. Así también, se prevé un aumento en la demanda de emisión monetaria por Q6.0 millones y una posición diaria de liquidez bancaria para el 17 de noviembre de 2005 por Q577.4 millones. Asimismo, que la emisión monetaria se encuentra desviada en Q516.2 millones por encima del punto central programado para dicha variable, por lo que el excedente de liquidez agregada estimada para el referido período se ubica en Q2,381.0 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 (Q1,665.3 millones, según registros al 10 de noviembre de 2005) tengan que recolocarse; y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q715.7 millones.

Con base en la información recibida, el Comité inició la discusión sobre 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 primer término, los miembros del Comité recordaron que en la decisión del mes anterior de no modificar la tasa líder de interés, prevaleció la consideración de aguardar la evaluación que se estaba realizando sobre el impacto económico del huracán Stan. Al respecto, se conoció el análisis recién concluido por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe -CEPAL-, en el que presenta una estimación del impacto socio-económico del desastre de octubre de 2005 en Guatemala, la cual concluye que el huracán Stan fue un evento que se suma a condiciones preexistentes de pobreza y marginalidad, pero cuyos efectos negativos son de carácter social más que económico. En segundo término, el Comité analizó en detalle la información de la inflación del mes de octubre y sus componentes, y discutió sobre las implicaciones de la misma en términos de decisiones de política monetaria.

Al respecto, un miembro del Comité planteó, a manera de marco analítico, en primer lugar, que es conveniente tomar en cuenta que la estimación de la CEPAL sobre el impacto económico del huracán Stan, indicaba claramente que “el efecto macroeconómico del desastre no es significativo”, razón por la cual la “pausa compasiva” que el Comité de Ejecución adoptó en su decisión de política de octubre ya no tiene sustento, por lo que,

dadas las condiciones inflacionarias, la política monetaria debería reiniciar un ajuste en la tasa de interés líder para aplacar las expectativas inflacionarias y conducir gradualmente la tasa inflacionaria hacia la meta de mediano plazo. En segundo término, externó que considera oportuno explicitar las razones que justifican un aumento en la tasa de interés líder de la política monetaria, refiriéndose, entre otras, a las siguientes:

- a) Que si bien la mayor parte del exceso de inflación sobre la meta establecida por la Junta Monetaria (4% - 6%) es atribuible a factores exógenos, como el efecto del precio de los combustibles y el efecto del huracán Stan, existe una proporción de dicho exceso que sí es atribuible a factores monetarios, indicando al efecto que del 10.29% del ritmo inflacionario observado a octubre, 1.01% es atribuible al huracán Stan y 2.7% a inflación importada extraordinaria, por lo que el restante 6.6% de inflación podía ser atribuido a factores monetarios, lo que implicaría que, en ausencia de *shocks exógenos*, la inflación interanual estaría fuera de la meta. En este sentido, mencionó que un aumento en la tasa de interés líder de la política monetaria es necesario para que, a través del efecto de las tasas de interés sobre la demanda agregada y las expectativas inflacionarias, se propicie una moderación en la inflación;
- b) Que las proyecciones econométricas de la inflación para diciembre de 2006 (tanto la total como la subyacente) la ubican por encima de la meta, por lo que al tomar en cuenta que un aumento en la tasa de interés líder ejerce sus efectos con rezago, se hace necesario un ajuste inmediato en dicha tasa para poder moderar la inflación en 2006;
- c) Que el ritmo inflacionario a octubre ha rebasado la “frontera psicológica” del 10%, lo que entraña significativos riesgos de exacerbar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, las cuales, de conformidad con los resultados de las encuestas realizadas mensualmente al panel de expertos, ya venían siendo elevadas. En este sentido, mencionó que un aumento en la tasa de interés líder es aconsejable para fortalecer la credibilidad del Banco Central en su compromiso de someter la inflación a su control; y,
- d) Que ha aumentado el número de las variables indicativas de la política monetaria que aconsejan restringirla. Asimismo, que se mantiene la información de la desviación de las variables de oferta monetaria (emisión monetaria y crédito

bancario al sector privado) respecto de lo programado. Sobre el particular, también indicó que un aumento en la tasa de interés líder podía contribuir a reducir estos excesos de oferta monetaria.

En tercer término señaló que, así como conviene explicitar las razones que aconsejan un alza en la tasa líder, también es del caso explicitar el porqué dicho ajuste debe ser gradual y no abrupto, mencionando como ejemplo los argumentos siguientes:

- a) Que el efecto inflacionario del huracán Stan es un *shock* de una sola vez, el cual deberá revertirse automáticamente en los meses subsiguientes (tal como ocurrió en ocasión del huracán Mitch);
- b) Que los precios internacionales de los combustibles han registrado una leve disminución, que eventualmente se transmitirá al mercado doméstico;
- c) Que las proyecciones econométricas de la inflación para diciembre de 2006 deben de tomarse con cautela, ya que no “netean” el efecto de una sola vez del huracán Stan; y,
- d) Que no conviene enviar a los mercados un mensaje de pánico, ya que se considera que la inflación puede ser controlada mediante ajustes graduales de la tasa de interés líder.

Los miembros del Comité debatieron sobre las ideas planteadas y, en general, manifestaron su acuerdo con las mismas. Algunos miembros señalaron la conveniencia de incluir en el análisis el tema de la inflación subyacente, sus componentes y perspectivas, para ilustrar más la decisión que habrá de adoptarse el 18 de noviembre de 2005, conjuntamente con la información adicional que se produzca en la semana próxima. Otros miembros hicieron hincapié en la necesidad de que en los próximos días se explique a los mercados, de manera activa y adecuada, la situación inflacionaria y las posibles actuaciones de la política monetaria para coadyuvar a la efectividad de las mismas.

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 semana siguiente 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 estableciera en Q30.0 millones, para cada plazo, y para los plazos de 182 y 728 días a convocar el día miércoles también



fuera de Q30.0 millones para cada uno. Por otra parte, se estableció un cupo de captación de Q30.0 millones para el plazo de 2,912 días (8 años) a convocar el día viernes.

- 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 14 al 18 de noviembre 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 la semana próxima así: el lunes a plazos de 91 días y 364 días, con un cupo de captación de Q30.0 millones para cada plazo, y los miércoles a 182 días y 728 días, con un cupo de captación de Q30.0 millones para cada plazo. 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 Q30.0 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 3.89% para el plazo de 336 días, conforme lo acordado en la sesión 48-2005, 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 continúe participando en el SINEDI de conformidad con lo establecido en la sesión 55-2005 del 27 de octubre de 2005.

**QUINTO:** Otros Asuntos.

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