

COMITÉ DE EJECUCIÓN

ACTA NÚMERO 11-2006

Sesión 11-2006 celebrada en el edificio del Banco de Guatemala ubicado en la séptima avenida número veintidós guión cero uno, zona uno de esta ciudad, el viernes diez de marzo de dos mil seis, 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 10-2006, correspondiente a la sesión celebrada el 3 de marzo de 2006.
(Circuló proyecto de acta)

SEGUNDO: Información de los mercados y variables monetarias.

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

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

CUARTO: 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 10-2006.

SEGUNDO: Información de los mercados y variables monetarias.

El Coordinador solicitó que se proporcionara la información correspondiente.

a) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, con relación al Mercado de Dinero, informó que durante el período del 6 al 10 de marzo de 2006, con cifras parciales a esta última fecha, se registraron captaciones de depósitos a plazo -CDPs- por Q3,336.8 millones y vencimientos por Q2,128.3 millones, lo que dio como resultado captaciones netas por Q1,208.5 millones, asociadas a las operaciones realizadas en licitaciones (vencimientos netos por Q58.5 millones), en la Mesa Electrónica

Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores (captaciones netas por Q1,334.0 millones) y en ventanilla (vencimientos netos por Q67.0 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante el período del 6 al 10 de marzo de 2006, para el caso de licitaciones, las tasas de interés de corte fueron de: 5.00% para 91 días y de 6.25% para 364 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 4.25%.

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 6 al 10 de marzo de 2006, con datos parciales a esta última fecha, la mínima fue de 4.02%, observada el 9 de marzo de 2006, y la máxima de 4.81%, registrada el 7 de marzo de 2006. Asimismo, señaló que los montos negociados fueron mayores con garantía de títulos públicos y que las tasas de interés promedio ponderado durante dicho período fueron de 4.32% para los títulos públicos y de 5.76% para los títulos del sector financiero.

Por otra parte, informó que durante el período del 3 al 9 de marzo de 2006, en relación a las operaciones con bonos del tesoro, se registraron colocaciones por Q140.0 millones y vencimientos por Q60.2 millones y US\$5.1 millones.

Respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 3 al 9 de marzo de 2006, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$66.5 millones y el de venta fue de US\$64.8 millones y que los tipos de cambio en el referido período se mantuvieron estables. En efecto, el viernes 3 de marzo fueron de Q7.61507 por US\$1.00 para la compra y de Q7.63737 por US\$1.00 para la venta, el lunes 6 de marzo fueron de Q7.61659 y Q7.63989, el martes 7 de marzo fueron de Q7.62071 y Q7.63747, el miércoles 8 de marzo fueron de Q7.62155 y Q7.63993 y, finalmente, el jueves 9 de marzo fueron de Q7.62219 y Q7.64046.

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 6 al 10 de marzo de 2006, comentó que en el Sistema Privado Institucional de Divisas -SPID-, se realizaron las operaciones siguientes: el lunes 6 de marzo por US\$1.5 millones, a un tipo de cambio promedio ponderado de Q7.63717; el martes 7 de marzo US\$1.0 millones, a Q7.63750; y, el viernes 10 de marzo, US\$1.4 millones, a Q7.64000. 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 6 al 9 de marzo de 2006, no se cerraron operaciones. En cuanto al precio de cierre, de referencia, al jueves 9 de marzo, indicó que para los vencimientos a liquidarse en marzo de 2006 fue de Q7.63750 y para los vencimientos a liquidarse en junio de 2006 fue de Q7.65000.

b) El Director del Departamento de Estudios Económicos informó que el 9 de marzo de 2006, el excedente de encaje diario del sistema bancario se ubicó en una posición de Q140.7 millones, con una posición promedio de Q300.5 millones.

Destacó que en el período del 2 al 9 de marzo de 2006, los principales factores monetizantes fueron la disminución en los saldos de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q172.8 millones y de los depósitos del resto del sector público en el Banco Central por Q41.2 millones; y, el incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q7.2 millones; mientras que los principales factores desmonetizantes fueron el incremento en los saldos del encaje bancario por Q176.4 millones y de los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala por Q53.2 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia indicó que con la proyección a febrero de 2006, para diciembre de 2006 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 6.83% y con un modelo de suavizamiento exponencial de 6.03%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 6.43%, el cual se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta de política (6.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere que la política monetaria permanezca invariable.

Con relación a la inflación subyacente esperada para 2006, con datos a febrero de 2006, estimada con un modelo autoregresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 6.11%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 5.53%; el promedio simple de ambos modelos es de 5.82%, el cual se ubica dentro del

margen de tolerancia de la meta de política (6.0% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere que la política monetaria permanezca invariable.

Con respecto a la tasa parámetro, informó que al 2 de marzo de 2006, el límite inferior fue de 1.02%, en tanto que el límite superior se ubicó en 8.92%, mientras que el promedio simple resultante entre la tasa de reportos de 8 a 15 días (4.45%) y la tasa promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria de hasta 91 días (4.58%) se situó en 4.52%, el cual se ubica dentro del margen de tolerancia estimado para la tasa parámetro, situación que sugiere que la política monetaria permanezca invariable. En lo que se refiere a la tasa pasiva de paridad, manifestó que, al 2 de marzo de 2006, el límite inferior fue de 5.95% y el límite superior de 7.53%, en tanto que la tasa promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 6.98%, la cual se ubica dentro del margen de fluctuación de la tasa pasiva de paridad, lo que aconseja una política monetaria invariable.

En cuanto a la emisión monetaria observada al 9 de marzo de 2006, indicó que presenta una desviación de Q523.2 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 2 de marzo de 2006, exhibieron un crecimiento interanual de 16.5%, el cual se ubica dentro del margen de tolerancia estimado para dicha variable a esa misma fecha (16.5% a 18.5%), lo que aconseja que la política monetaria permanezca invariable. Asimismo, a la fecha indicada, el crédito al sector privado registró un crecimiento interanual de 23.6%, el cual se encuentra dentro del rango estimado para el 2 de marzo de 2006 (22.6% a 24.6%), lo que sugiere una política monetaria invariable.

Con relación a las expectativas de inflación de analistas privados, indicó que, según la encuesta realizada en febrero de 2006, para diciembre de 2006 se espera un ritmo inflacionario de 8.05%, el cual se encuentra por encima de la meta de política monetaria (6.0% +/- 1 punto porcentual), aspecto que sugiere restringir la política monetaria. Asimismo, indicó que la variable expectativas implícitas de inflación, para febrero de 2006, muestra un ritmo inflacionario de 6.08%, el cual se encuentra dentro del margen de tolerancia de la meta de política monetaria para 2006 (6.0% +/- 1 punto porcentual); lo que sugiere una política monetaria invariable.

Mencionó que el Índice de Condiciones Monetarias -ICM-, al 2 de marzo de 2006, fue de -2.97 puntos porcentuales, el cual se encuentra dentro del rango de fluctuación estimado para dicha variable (-3.71 a -2.11 puntos porcentuales), lo que aconseja que la política monetaria se mantenga invariable.

Para concluir, respecto de la orientación de las variables indicativas, informó que con relación a la semana anterior, la variable “medios de pago” pasó de sugerir que la política monetaria se relaje a aconsejar que la misma permanezca invariable, con lo que aumentó a ocho el número de variables que sugieren que la política monetaria se mantenga invariable (la proyección de inflación total, la proyección de inflación subyacente, la tasa parámetro, la tasa pasiva de paridad, los medios de pago totales, el crédito bancario al sector privado, las expectativas implícitas de inflación y el Índice de Condiciones Monetarias); permanecen en dos las variables que aconsejan que la política monetaria sea restrictiva (la emisión monetaria y las expectativas de inflación del panel de analistas privados) y ninguna sugiere relajarla.

Por otra parte, presentó la información del Índice de Precios al Consumidor a febrero de 2006 reportado por el Instituto Nacional de Estadística -INE- (la inflación mensual fue negativa en 0.03%, inferior en 0.94 puntos porcentuales a la de enero de 2006 e inferior en 0.77 puntos porcentuales a la observada en febrero de 2005; el ritmo inflacionario se ubicó en 7.26%, inferior en 0.82 puntos porcentuales al de enero de 2006 e inferior en 1.78 puntos porcentuales al observado en febrero de 2005; la inflación subyacente registró un ritmo de 7.03%, inferior en 0.59 puntos porcentuales al de enero de 2006 (7.62%) e inferior al de febrero de 2005 (8.10%)); así como las estimaciones de los componentes importado y doméstico de la inflación (del 7.26% del ritmo inflacionario a febrero de 2006, 1.97 puntos porcentuales son atribuibles a la inflación importada, de la cual, a su vez, 1.30 puntos porcentuales correspondían a la inflación importada indirecta (efecto de segunda vuelta); por lo tanto, del ritmo inflacionario, 5.29 puntos porcentuales corresponden a la inflación doméstica).

TERCERO: 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 10 al 16 de marzo de 2006 indican un aumento en la creación de liquidez primaria por Q3,161.8 millones, debido fundamentalmente a vencimientos de CDPs. Así también, se prevé una disminución en la demanda de emisión monetaria por Q4.0 millones y una posición diaria de liquidez bancaria negativa de Q61.3 millones. Asimismo, que la emisión monetaria se encuentra desviada en Q705.8 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 Q3,810.3 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 (Q3,443.6 millones, según registros al 9 de marzo de 2006) tengan que recolocarse; y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q366.7 millones.

Con base en la información recibida, el Comité inició la discusión sobre el análisis que debe presentarse a la Junta Monetaria en su sesión del miércoles 22 de marzo de 2006 cuando, conforme al calendario aprobado, la Junta habrá de tomar una determinación respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria. Para el efecto, se convino en la importancia de analizar tanto los factores que aconsejan elevar la referida tasa de interés, como aquéllos que aconsejan mantenerla invariable, a efecto de que se incorpore dicho análisis en el balance de riesgos de inflación que los departamentos técnicos presentarán en la próxima reunión del Comité.

En cuanto a los factores que aconsejan elevar la tasa de interés líder se mencionaron los siguientes:

- i. El precio internacional del petróleo, que para 2006 se espera que permanezca alto, pero con una menor volatilidad que la observada en 2005, factor que continúa siendo el principal riesgo inflacionario en el país, aunque en menor magnitud que en 2005.
- ii. En relación a las variables sujetas de seguimiento en el programa monetario, en primer término, el nivel de las operaciones de estabilización monetaria en lo que va del año se ha situado por debajo de lo programado y, en segundo término, la emisión monetaria sigue observando un desvío por encima del límite superior del corredor programado para dicha variable.

Por su parte, en lo relativo a los factores que aconsejan mantener invariable la tasa de interés líder de la política monetaria, se destacaron los siguientes:

- i. El ritmo inflacionario (tanto total como subyacente) observado en febrero se redujo respecto del mes anterior; asimismo, la inflación observada en febrero es la más baja registrada en el referido mes desde 2001, cuando se implementó la estructura actual del Índice de Precios al Consumidor.
- ii. La proyección econométrica tanto del ritmo inflacionario total como del subyacente en febrero disminuyó respecto de enero. Un miembro del Comité destacó el hecho de que al considerar la meta puntual de 6% más el margen de +/- un punto porcentual, la proyección del ritmo inflacionario total para diciembre de 2006 (6.43%) se ubica dentro de dicho margen, lo que brinda una señal de tranquilidad. Sin embargo, se mencionó que un análisis más estricto, considerando la meta puntual, indicaría que la proyección del ritmo inflacionario para finales de año aún se encuentra por encima de la meta.
- iii. El número de variables indicativas que aconsejan restringir la política monetaria se mantuvo en dos con respecto de las observadas en febrero de 2006, en tanto que el número de variables que sugieren mantener invariable la política monetaria aumentó de seis a ocho.

Tomando en cuenta lo anterior, el Comité convino en seguir analizando los factores mencionados y en solicitar a los departamentos técnicos continuar profundizando sobre los mismos, considerando además otros que surjan del balance de riesgos de inflación.

En particular, un miembro del Comité se refirió a que el resultado de la encuesta de expectativas de inflación del panel de analistas privados realizada en febrero reflejaba un incremento de 0.52 puntos porcentuales en la proyección del ritmo inflacionario para diciembre de 2006, al pasar de 7.53% en enero a 8.05% en febrero. Al respecto, indicó que, no obstante que en la fecha en que se levantó la encuesta todavía no estaba disponible el dato de la inflación a febrero, sí se había producido una reducción de la inflación de enero respecto de la de diciembre de 2005, por lo que llama la atención que el referido panel de analistas no haya revisado sus pronósticos hacia la baja, por lo que es conveniente preguntarse si dicho aumento en las expectativas podía estar reflejando que, al no haberse ajustado la tasa de interés líder, algunos de los analistas consultados hayan interpretado que en ausencia de tales ajustes la inflación podría ser más alta a fin de año. Sobre el particular, se indicó que, al ser consultados, ninguno de los analistas indicó explícitamente que sus expectativas se hayan visto influidas por las decisiones de no modificar la tasa de interés

líder. El Comité encomendó a los departamentos técnicos analizaran los aspectos relativos al tratamiento de los pronósticos proporcionados por el panel de analistas.

Un miembro del Comité hizo referencia al Modelo Macroeconómico Semiestructural, consultando que si para la sesión de Junta Monetaria del 22 de marzo de 2006 estará disponible el segundo corrimiento del citado modelo, dado que ya se cuenta con el dato de inflación a febrero de 2006. Al respecto, los cuerpos técnicos indicaron que conforme a las recomendaciones de los expertos del Fondo Monetario Internacional que han brindado asistencia técnica al Banco de Guatemala en la elaboración del Sistema de Pronósticos y Análisis de la Política Monetaria -SPAPM-, la implementación del esquema de metas explícitas de inflación en economías pequeñas y abiertas sugiere que un modelo macroeconómico de tal naturaleza debe utilizarse con frecuencia trimestral, no mensual, sobre todo si se consideran los aspectos siguientes:

- i. El referido sistema de pronósticos en su conjunto es complejo, dado que requiere de un análisis de la coyuntura económico-financiera del país, el que a su vez, constituye las condiciones iniciales del modelo.
- ii. El hecho de incluir únicamente información mensual en el modelo puede generar volatilidad en los resultados y demandar acciones de política monetaria que no necesariamente serían consistentes con la tendencia futura de todas las variables que conforman el citado modelo.
- iii. Por último, el modelo semiestructural requiere de ajustes tanto de la calibración de las diferentes ecuaciones que lo componen como de los distintos coeficientes que lo integran.

En el marco de la revisión de las variables indicativas que los cuerpos técnicos están realizando, un miembro del Comité sugirió que, dada la importancia que tiene el monitoreo de la liquidez en un esquema de metas explícitas de inflación, se evaluara la conveniencia de que además del monitoreo de la emisión monetaria, se le dé seguimiento a la base monetaria (que representa el dinero de alto poder), utilizando para el efecto un corredor estimado.

Otro miembro sugirió que sería conveniente informar periódicamente acerca de la evolución del tipo de cambio nominal con relación a su comportamiento estacional esperado, a efecto de evaluar posibles presiones inflacionarias o deflacionarias que por esa vía pudieran suscitarse.

Con relación a la determinación de cupos para las licitaciones de la semana siguiente, se tomó en cuenta la información que proporciona el flujo diario de monetización estimado para la semana siguiente y con base en la regla establecida para el efecto, el Comité acordó que para la semana próxima el cupo de captación para los plazos de 91 días y 364 días a convocar el día lunes se estableciera en Q50.0 millones y Q40.0 millones, respectivamente, y para el plazo de 182 días a convocar el día viernes fuera de Q45.0 millones.

En lo que corresponde a la convocatoria a licitación de CDPs en dólares de los Estados Unidos de América, el Comité tomó en cuenta los vencimientos previstos de bonos del tesoro, expresados en dólares de los Estados Unidos de América y consideró que para la semana del 13 al 17 de marzo de 2006, no se hace necesario convocar a licitación de CDPs en la moneda citada.

- 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 13 al 17 de marzo de 2006, 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 4.25%, 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 realicen los días lunes y viernes, así: el lunes a plazos de 91 días y 364 días, con un cupo de captación de Q50.0 millones y Q40.0 millones, respectivamente, y el viernes a 182 días, con un cupo de captación de Q45.0 millones. Las tasas de interés serán determinadas de acuerdo con las condiciones del mercado, reflejadas en las posturas que se reciban.

Por otra parte, el Comité acordó que se continúen realizando captaciones en forma directa en ventanilla, con las entidades públicas y con el público. En el caso de las entidades públicas, 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.

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 364 días) y para la tasa de interés a aplicar se tomará como referencia las tasas de interés para las Letras del Tesoro de los Estados Unidos de América a plazos similares.

Respecto a la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, el Comité acordó que mientras se sigue discutiendo y analizando el afinamiento de la regla de participación en el mercado cambiario que habrá de someterse a la aprobación de la Junta Monetaria en las próximas semanas, se continúe participando por medio del sistema electrónico de negociación de divisas, de conformidad con lo establecido en la sesión 55-2005 del 27 de octubre de 2005.

CUARTO: Otros Asuntos.

No habiendo otro asunto que tratar, la sesión finalizó a las diecisiete horas, en el mismo lugar y fecha al inicio indicados, firmando de conformidad las personas que asistieron.