

COMITÉ DE EJECUCIÓN

ACTA NÚMERO 63-2005

Sesión 63-2005 celebrada en el edificio del Banco de Guatemala, el viernes nueve de diciembre 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 62-2005, correspondiente a la sesión celebrada el 2 de diciembre de 2005.
(Circuló proyecto de acta)

SEGUNDO: Evaluación de las posturas de la licitación de Depósitos a Plazo en quetzales No. DP-148-2005.

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: Pronósticos de inflación de mediano plazo (Estimación Piloto).

SEXTO: 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 62-2005.

SEGUNDO: Evaluación de las posturas de la licitación de Depósitos a Plazo en quetzales No. DP-148-2005.

El Comité conoció las posturas recibidas en la licitación de depósitos a plazo -CDPs- (Q50.0 millones a 2184 días (6 años), a tasa de interés de 7.75% y Q40.0 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 las dos posturas recibidas a 6 años plazo por Q50.0 millones y la postura recibida a 8 años plazo por Q40.0 millones.

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 diciembre de 2005, con cifras parciales a esta última fecha, se registraron captaciones de CDPs por Q1,127.7 millones y vencimientos por Q1,918.6 millones, lo que dio como resultado vencimientos netos por Q790.9 millones, asociados a las operaciones realizadas en licitaciones (vencimientos netos por Q13.2 millones), en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores (vencimientos netos por Q450.0 millones) y en ventanilla (vencimientos netos por Q327.7 millones).

Respecto a las tasas de interés aplicadas en las captaciones de CDPs, indicó que durante el período del 5 al 9 de diciembre 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 4%.

En cuanto a las tasas de interés promedio ponderado del total de operaciones de reporte realizadas en las bolsas de valores del país, indicó que durante el período del 5 al 9 de diciembre de 2005, con datos parciales a esta última fecha, la mínima fue de 3.65%, observada el 6 de diciembre de 2005, y la máxima de 4.32%, registrada el 7 de diciembre 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 3.89% para los títulos públicos y de 5.25% para los títulos del sector financiero.

Por otra parte, informó que durante el período del 5 al 9 de diciembre de 2005, en relación a las operaciones con bonos del tesoro, se registraron vencimientos por Q36.4 millones y US\$0.1 millones.

En cuanto a la licitación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América convocada el 6 de diciembre de 2005, mencionó que no se presentaron posturas de demanda.

Respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 2 al 8 de diciembre de 2005, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$59.3 millones y el de venta fue de US\$57.9 millones y que los tipos de cambio se mantuvieron estables. En efecto, el viernes 2 de diciembre fueron de Q7.61741 por US\$1.00 para la compra y de Q7.64375 por US\$1.00 para la venta, el lunes 5 de diciembre fueron de Q7.61888 y de Q7.64576, el martes 6 de diciembre fueron de Q7.62135 y de Q7.64634, el miércoles 7 de diciembre fueron de Q7.62649 y de Q7.64511 y, finalmente, el jueves 8 de diciembre fueron de Q7.61895 y de Q7.64281.

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 5 al 9 de diciembre 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 los precios siguientes: del 5 al 7 de diciembre Q7.58900, el 8 de diciembre Q7.59069 y el 9 de diciembre Q7.59332, 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., durante el período del 5 al 9 de diciembre de 2005, únicamente el viernes 9 se cerró una operación por US\$1.0 millones, a un precio de Q7.65600, a liquidarse en junio de 2006. En cuanto al precio de cierre, de referencia, al viernes 9 de diciembre, indicó que para los vencimientos a liquidarse en diciembre de 2005 fue de Q7.64000, para los vencimientos a liquidarse en marzo de 2006 fue de Q7.65000 y para los vencimientos a liquidarse en junio de 2006 fue de Q7.65600.

b) El Subdirector del Departamento de Estudios Económicos informó que el 8 de diciembre de 2005, el excedente de encaje diario del sistema bancario se ubicó en una posición de Q470.1 millones, con una posición promedio de Q252.3 millones.

Destacó que en el período del 1 al 8 de diciembre de 2005, los principales factores monetizantes fueron la disminución en los saldos de los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala por Q1,197.8 millones y el incremento en el saldo de las Reservas Internacionales Netas -RIN- por el equivalente a Q12.0 millones; mientras que los principales factores desmonetizantes fueron el incremento en los saldos del encaje bancario

por Q603.4 millones, de los depósitos Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q196.6 millones y de los depósitos del resto del sector público en el Banco Central por Q191.4 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia indicó que con la proyección a noviembre, para diciembre de 2005 la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 9.15% y con un modelo de suavizamiento exponencial de 9.22%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 9.19%, 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 noviembre de 2005, estimada con un modelo autoregresivo integrado de promedios móviles ARIMA, fue de 7.87%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial fue de 8.01%; el promedio simple de ambos modelos es de 7.94%, 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 diciembre de 2005, el límite inferior fue de 3.79%, en tanto que el límite superior se ubicó en 11.69%, 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 (4.35%) se situó en 4.30%, el cual se ubica dentro del rango 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 1 de diciembre de 2005, el límite inferior fue de 5.82% y el límite superior de 7.40%, en tanto que la tasa promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 6.94%, 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 diciembre de 2005, indicó que presenta una desviación de Q505.6 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 diciembre de 2005, exhibieron un crecimiento interanual de 15.9%, el cual se encuentra por encima del rango estimado para

dicha variable a esa misma fecha (12.9% a 14.9%), lo que aconseja restringir la política monetaria. Asimismo, a la fecha indicada, el crédito bancario al sector privado registró un crecimiento interanual de 21.5%, el cual se encuentra por encima del límite superior del rango estimado para el 1 de diciembre de 2005 (13.7% a 15.7%), lo que sugiere una política monetaria restrictiva.

Con relación a las expectativas de inflación de analistas privados, indicó que, según la encuesta realizada en noviembre de 2005, para diciembre de 2005 se espera un ritmo inflacionario de 10.17%, 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 diciembre de 2005, fue de -3.01 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, respecto de la orientación de las variables indicativas, informó que respecto a la semana anterior, la variable “tasa parámetro” pasó de sugerir que la política monetaria se restrinja a sugerir que se mantenga invariable, con lo que disminuyó 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 los medios de pago totales); aumentó a tres el número de variables que sugieren que la política monetaria se mantenga invariable (la tasa pasiva de paridad, la tasa parámetro y el Índice de Condiciones Monetarias); y, ninguna sugiere relajarla.

Por otra parte, presentó la información del Índice de Precios al Consumidor a noviembre de 2005, reportado por el Instituto Nacional de Estadística -INE- (la inflación mensual fue de 0.04%, inferior en 1.72 puntos porcentuales a la de octubre de 2005; el ritmo inflacionario se ubicó en 9.25%, inferior en 1.04 puntos porcentuales al de octubre de 2005 y superior en 0.03 puntos porcentuales al observado en noviembre de 2004; la inflación subyacente registró un ritmo de 8.03%, inferior en 0.49 puntos porcentuales al de octubre de 2005 (8.52%) e inferior al de noviembre de 2004 (8.39%)); así como las estimaciones de los componentes importado y doméstico de la inflación (del 9.25% del ritmo inflacionario a noviembre de 2005, 2.52 puntos porcentuales eran atribuibles a la inflación importada, de la cual, a su vez, 1.61 puntos porcentuales correspondían a la

inflación importada indirecta (efecto de segunda vuelta); por lo tanto, del ritmo inflacionario, 6.73 puntos porcentuales correspondían 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 15 de diciembre de 2005 indican un aumento de la creación de liquidez primaria por Q1,175.4 millones, debido fundamentalmente a vencimientos de CDPs. Así también, se prevé un aumento en la demanda de emisión monetaria por Q392.0 millones y una posición diaria de liquidez bancaria para el 15 de diciembre de 2005 por Q683.3 millones. Asimismo, que la emisión monetaria se encuentra desviada en Q633.9 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 Q2,100.6 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 (Q1,334.1 millones, según registros al 8 de diciembre de 2005) tengan que recolocarse; y, además, realizar captaciones adicionales por alrededor de Q766.5 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. Al respecto, en el seno del Comité se señaló que uno de los aspectos a tomarse en consideración es el hecho de que la inflación doméstica en noviembre aumentó (de 6.10% en octubre a 6.73% en noviembre), lo que pone en perspectiva la conveniencia de considerar un nuevo ajuste en la política monetaria. En ese mismo sentido, un miembro del Comité hizo hincapié en que, al analizar la composición del ritmo inflacionario en noviembre de 2005 con respecto a noviembre de 2004, se observa que aunque los niveles son muy parecidos (9.22% en 2004 y 9.25% en 2005) hay un cambio relevante en dicha composición debido a que en 2004 el ritmo inflacionario estaba más influenciado por la inflación importada que en 2005 (2.81 puntos porcentuales en 2004 comparado con 2.52 puntos porcentuales en 2005), lo cual indica la pertinencia de restringir las condiciones monetarias.

Otro miembro del Comité indicó que es necesario prestar especial atención al comportamiento del crédito al sector privado que, en las últimas semanas, no se ha comportado con la tendencia que se tenía prevista y cuya tasa de crecimiento interanual ha seguido aumentando en niveles superiores al 20%, por lo que manifestó que considera pertinente que el Comité tome en consideración los aspectos siguientes:

- i) Que un comportamiento adecuado del crédito al sector privado es fundamental para asegurar la sostenibilidad de la estabilidad porque, aunque en la práctica un crecimiento muy acelerado del crédito puede coexistir con una tasa moderada de inflación (especialmente en el corto plazo), un aumento desmedido del crédito puede ocasionar desequilibrios e insostenibilidad en el sector real de la economía.
- ii) Que diversos análisis teóricos y la evidencia empírica indican que muchos episodios contraccionistas se originan en situaciones de inestabilidad del sector real generadas por crecimientos desmedidos del crédito, incluso en entornos inflacionarios benignos, tales los casos de la “Gran Depresión” de los años 1930 en Estados Unidos y el “reventón de la burbuja económica” de Japón en los años 1990.
- iii) Que en el caso de Guatemala, conviene recordar los “*booms crediticios*” de 1992, 1995 y 1998, cuando la disponibilidad de recursos líquidos propició que el crédito bancario creciera en alrededor de 30%, apoyado en tasas de interés (insosteniblemente) bajas. Señaló que si bien tales tasas pueden coadyuvar a aumentar la inversión al convertir en rentables ciertos proyectos que, de otra manera, no lo serían (por ejemplo, en vivienda), también pueden, al mismo tiempo, propiciar un crecimiento muy acelerado del crédito bancario.
- iv) Que los *booms* de crédito suelen ser efímeros, tal como lo muestra la experiencia en Latinoamérica en la década de 1990. Señaló que las tasas de interés son un camino de doble vía: al bajar éstas, se desincentiva el ahorro y, al reducirse éste, se termina el *boom*. Lo anterior no solo afecta el crecimiento económico sino que deteriora la calidad de las carteras bancarias: el sector privado compró activos con el dinero que le prestó el sistema bancario, y al darse un alza en las tasas de interés (producto de la reducción del ahorro u oferta de crédito) y un estancamiento en el precio de los activos, se genera un problema patrimonial para las empresas y ese problema eventualmente se traslada a los bancos en forma de un aumento en su cartera vencida.

- v) Hizo hincapié en las repercusiones de este tema en la estabilidad financiera sistémica ya que, en un contexto de fuerte expansión del crédito, se relajan los parámetros para la asignación del mismo, lo cual, eventualmente, repercute sobre la calidad de las carteras. Con *el boom* crediticio se genera un problema de deuda del sector privado para con el sistema bancario, generándose a su vez un problema patrimonial para las empresas que, eventualmente, se traslada a los bancos en forma de un aumento en su cartera vencida, lo que se agrava cuando el marco regulatorio no es el más apropiado. Es por esta razón que los *booms* de crédito no sólo son efímeros, sino que debilitan al propio sistema financiero.
- vi) Señaló que, además de su dimensión de sanidad financiera sistémica, el seguimiento del crédito al sector privado también es una importante variable indicativa que está altamente relacionada con la creación secundaria de dinero, por lo que el desempeño de esta variable tiene que ser consistente con el financiamiento necesario para el crecimiento de la actividad económica y con la meta de inflación. Adicionalmente, señaló que el crédito bancario debe ser consistente con el resultado del sector externo, de manera que no se generen *booms* crediticios que, como los ocurridos en 1992, 1995 y 1998, amenacen la sostenibilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Por otra parte, el Comité conoció la presentación de los departamentos técnicos que atiende el requerimiento de su sesión anterior relativo a analizar el efecto de la tasa de interés líder de la política monetaria sobre las tasas de interés de largo plazo del sistema bancario. Al respecto, el Comité fue informado de que un estudio econométrico efectuado recientemente mediante un modelo de Vectores Autorregresivos -VAR- estableció que, en lo que va de 2005, el impacto que han tenido los diferentes incrementos en la referida tasa líder no se reflejan en incrementos relevantes en las tasas de interés activas del sistema bancario (tasa de interés para préstamos nuevos, tasa de interés para la cartera de créditos, tasa de interés para documentos descontados y tasa de interés activa total).

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 días y 364 días a convocar el día lunes se estableciera en Q50.0 millones para cada uno, y para los plazos de 182 días y 728 días a convocar el día miércoles fuera de Q60.0 millones y Q50.0 millones, respectivamente. Por otra parte, se estableció un cupo de captación de Q50.0 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 12 al 16 de diciembre 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 4.00%, 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 Q50.0 millones para cada plazo y el miércoles a 182 días y 728 días, con un cupo de captación de Q60.0 millones y Q50.0 millones, respectivamente. 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 el plazo de 8 años con un cupo de captación de Q50.0 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.

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.

Adicionalmente, 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 de conformidad con lo establecido en la sesión 55-2005 del 27 de octubre de 2005.

QUINTO: Pronósticos de inflación de mediano plazo (Estimación Piloto).

El Comité conoció una presentación del Equipo de Pronóstico del Banco de Guatemala referente a resultados preliminares obtenidos del modelo semi-estructural de pronósticos de inflación, corrido en el contexto del plan piloto del Sistema de Pronósticos y Análisis de Política Monetaria -SPAPM-. Sobre el particular, algunos miembros del Comité hicieron sugerencias al Equipo de Pronóstico orientadas a afinar la calibración del modelo, sobre todo en lo relativo a la regla de política monetaria. En ese sentido, se acordó que dichos ajustes y otros afinamientos al modelo se tomarán en cuenta para cuando éste vuelva a ser corrido en enero de 2006.

SEXTO: Otros Asuntos.

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