

**MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA ADOPTADAS POR LOS BANCOS  
CENTRALES PARA CONTRARRESTAR LA ACELERACIÓN EN LA INFLACIÓN  
OBSERVADA HASTA MAYO DE 2004**

**1. Costa Rica**

**Costa Rica:  
Variables macroeconómicas seleccionadas**

	<i>Mayo 03</i>	<i>Dic 03</i>	<i>Marzo 04</i>	<i>Mayo 04</i>
<i>Tasa de Inflación Acumulada</i>	3.7	9.9	3.5	5.1
<i>Tasa Variación acumulada del TCN</i>	4.2	10.56	2.2	3.6
<i>Precio barril petróleo (US \$)</i>	30.7	34.7	38.5	43.5
<i>Nivel Reservas Internacionales (Millones US \$)</i>	1,594.2	1,836.0	1,746.1	1,720.7
<i>Tasas de Interés Pasivas en MN</i>	16.75	13.75	13.50	13.50

Nota: Tasas de interés de 2003 y 2004 a abril.

Para contrarrestar las alzas en la tasa de inflación, se han discutido algunas opciones como aumentos en las tasas de referencia de las OMA's y el ajuste en la tasa de interés básica pasiva (TIBP) calculada por el BCCR para sus operaciones, las del gobierno e instituciones públicas financieras y no financieras. El 17 de junio se realizó el primer ajuste en la TIBP de 25 puntos base, habiendo quedado en 13.75%.

La tasa de inflación interanual a mayo fue de 11.4% y la acumulada alcanzó 5.1%, por lo que se prevé que la inflación para finales de 2004 supere las metas establecidas originalmente en el programa monetario. Por el momento se considera que las presiones inflacionarias se originan en los incrementos en el precio del petróleo de los últimos meses. Además, el núcleo inflacionario registró una tasa inferior al 9%, meta del BCCR para 2004. Las autoridades monetarias no han modificado la pauta de devaluación del colón. Por el contrario, la tasa de variación acumulada del tipo de cambio nominal a mayo de 2004 fue de 3.6% inferior a la de 4.2% en igual período del año previo.

Las colocaciones de Bonos de Estabilización Monetaria registraron una variación interanual a marzo de 2004 de 30.2% en términos nominales y de 16.9% en términos reales. Por su parte, las tasas de referencia para las OMA's se han mantenido en 14.5% desde noviembre de 2003. La señal de la política monetaria ha sido restrictiva según los montos negociados en el mercado de dinero y se perfilan modificaciones en las tasas de interés sujetas a disposiciones del BCCR.

En el mediano plazo está pendiente la aprobación de la Reforma Fiscal. Si no se aprueba o si se alarga su aprobación en el Congreso, es probable que el BCCR aplique incrementos en las tasas de interés y una política restrictiva en la utilización de las OMA's. Pero si se aprueba la reforma, se aliviarían las presiones en las tasas de interés y posiblemente implicaría un relajamiento en la política monetaria. Por otra parte, está pendiente el incremento esperado en las tasas de interés de la Reserva Federal, lo cual podría motivar incrementos en las tasas de referencia al alcance del BCCR.

**2. Guatemala**

**Guatemala:  
Variables macroeconómicas seleccionadas**

	<i>Mayo 03</i>	<i>Dic 03</i>	<i>Marzo 04</i>	<i>Mayo 04</i>
<i>Tasa de Inflación Acumulada</i>	3.1	5.9	3.0	4.4
<i>Tasa Variación acumulada del TCN</i>	3.5	5.1	0.9	-0.5
<i>Precio barril petróleo (US \$)</i>	29.6	33.9	38.7	42.5
<i>Nivel Reservas Internacionales (Millones US \$)</i>	2,436.7	2,919.3	2,950	2,919.3
<i>Tasas de Interés Pasivas en MN</i>	7.95	6.70	6.67	6.65

Notas: Tasas de Interés hasta abril

El Banco de Guatemala elevó en marzo, abril y junio de 2004 la tasa de interés de los Certificados de Depósito a 28 días-plazo en 0.25, 0.50 y 0.38 puntos porcentuales respectivamente, hasta ubicarla en 5.63%. Estas medidas de política responden a la aceleración en el ritmo inflacionario y en la inflación subyacente que hasta mayo se ubicaron en 7.3%, y 7.2%, respectivamente. Ambas se encuentran por arriba del techo de la meta fijada por la Junta Monetaria (4%-6%). La variación acumulada en los primeros cinco meses de 2004 fue de 3.5% superior al 3.2% de igual período del año previo. Los incrementos en las tasas de interés en 2004 son los últimos de una serie de alzas que ha venido realizando el Banco de Guatemala desde julio de 2003, fecha en la que la tasa de interés de dichos certificados se ubicaba en 2.75%. Dichos incrementos permitieron que el Banco de Guatemala alcanzara la tasa de inflación en el rango de 4% y 6% establecido en 2003.

En cuanto al monto de las OMA's la política monetaria ha sido igualmente restrictiva. La tasa de variación interanual del monto de las operaciones a mayo de 2004 fue de 10.9% en términos nominales y de 3.4% en términos reales. El Banco de Guatemala considera que aún persisten presiones inflacionarias atribuibles a factores monetarios que se fundamentan en el comportamiento de la inflación subyacente, superiores a la meta de política fijada por la Junta Monetaria. Las medidas adoptadas tienen también la intención de reafirmar a los agentes económicos el compromiso y la disposición del Banco de Guatemala para tomar las medidas pertinentes que permitan el logro de la meta de inflación.

### 3. Honduras

La economía hondureña registró una inflación acumulada de 4.3% hasta mayo de 2004, superior a la inflación de 3.2% en igual mes del año anterior. La variación interanual del IPC a mayo de 2004 fue de 7.9% superior a la meta de inflación establecida por el BCH (6.5% - 7%). Dicha tasa resultó menor a la variación de 8.1% en igual mes de 2003. Las operaciones de mercado abierto son el principal instrumento de control de la política monetaria. En este sentido, la absorción monetaria al 26 de mayo de 2004

fue de L1,404.8 millones que equivale a un incremento en la colocación de títulos públicos de aproximadamente 17% respecto de los montos observados a diciembre de 2003<sup>1</sup>.

#### Honduras: Variables macroeconómicas seleccionadas

	May 03	Dic 03	Mar 04	May 04
<i>Tasa de Inflación Acumulada</i>	3.2	6.8	2.5	4.3
<i>Tasa Variación acumulada del TCN</i>	2.12	5.05	1.17	2.07
<i>Precio Importación de Combustibles (US dólares)</i>	41.29	37.0	39.51	n.d.
<i>Nivel Reservas Internacionales (Millones US \$)</i>	1,119.4	1,159.8	1,208.4	1,250.4
<i>Tasas de Interés Pasivas en MN</i>	10.76	10.97	11.21	10.97

Nota: precios de importación de combustibles a marzo de 2003 y 2004.

Las tasas de interés efectiva ponderada a los distintos plazos (28, 91, 182 y 364 días) de los títulos en moneda nacional del BCH (CAM), se han incrementado con relación al cierre de 2003; el promedio ponderado mensual de colocación durante mayo fue 11.84%, 0.60 puntos porcentuales más alto que el registrado en diciembre de 2003. Por su parte la tasa de interés efectiva ponderada a los distintos plazos (91, 182 y 364 días) de los Certificados de Absorción Denominados en Dólares (CADD) al finalizar mayo de 2004 fue de 2.89%, levemente inferior en 0.07 puntos porcentuales a la del mes de diciembre del año 2003. En definitiva, la señal de la política monetaria a través de las OMA's ha sido restrictiva procurando esterilizar los excesos de liquidez que podrían estarse traduciendo en incrementos en la inflación a mayo.

<sup>1</sup> Esta variación se explica por el incremento en la colocación neta de certificados de absorción monetaria (CAM) en moneda nacional por L1,919.0 millones y contrarrestado parcialmente por la reducción en la colocación neta de certificados de absorción denominados en dólares (CADD) por L306.8 millones y de L207.4 millones en la colocación neta de bonos del gobierno.

#### 4. Nicaragua

El proceso inflacionario en Nicaragua se encuentra directamente vinculado con el deslizamiento cambiario preanunciado, el cual se redujo este año de 6% a 5% anual. Las diferencias entre inflación y deslizamiento se han debido más bien a shocks de oferta que a presiones de demanda, en donde la política monetaria tendría algún papel dadas las limitantes que le impone el tipo de cambio fijo. Hasta mayo 2004, la inflación acumulada fue de 5.1% contra 3.2% para igual período de 2003, en tanto la interanual hasta mayo de 2004 registró alzas que la ubicaron en 8.62% contra 4.52% en igual mes de 2003. En ese sentido, la aceleración del proceso inflacionario está influenciada principalmente por los altos precios del petróleo que ha empezado a afectar la cadena productiva. Ante esta situación, el gobierno de Nicaragua ha diseñado un plan de ahorro energético para contrarrestar los efectos adversos en la economía producto de los constantes aumentos de la factura petrolera. El Plan de Ahorro Energético que rige a partir del 15 de junio modifica los horarios de ingreso y salida de los centros de trabajo estatales y privados de manera escalonada.

**Nicaragua:**  
**Variables macroeconómicas seleccionadas**

	<i>Mayo 03</i>	<i>Dic 03</i>	<i>Marzo 04</i>	<i>Mayo 04</i>
<i>Tasa de Inflación Acumulada</i>	3.2	6.5	3.4	5.1
<i>Tasa Variación acumulada del TCN</i>	2.44	6.00	1.22	2.05
<i>Precio del Petróleo Crudo (US \$/barril)</i>	30.4	33.0	35.6	n.d.
<i>Nivel Reservas Internacionales (Millones US \$)</i>	315.3	308.3	358.4	571.9
<i>Tasas de Interés Pasivas en MN</i>	8.35	6.49	5.64	5.56

Notas: Las tasas de interés pasivas se refiere a las tasas a plazo de 180 días.

Las decisiones en torno a la política monetaria han seguido los lineamientos y metas del programa acordado con el FMI. En este sentido, el BCN ha reducido los niveles de deuda

interna (aumentando la liquidez de los bancos comerciales), la que a su vez, se ha compensado con traslados o pagos de deuda pública por parte del gobierno central con el objetivo de mantener los niveles de reservas internacionales y el grado de liquidez necesario de la economía<sup>2</sup>. A pesar del resultado neto contractivo, la liquidez inyectada a la banca comercial se ha reflejado de alguna manera en excesos de encaje en el BCN y no en crédito al sector privado. Así las tasas de interés de los títulos del BCN han disminuido a la par de las tasas pasivas del sistema financiero. Sin embargo, de abril a mayo se ha visto un aumento en las tasas de interés de las letras estandarizadas en dólares a 360 días que emite por subasta el BCN, por lo que en el corto plazo podría observarse un ajuste en la estructura de tasas de mercado.

La evaluación del gobierno a marzo ha sido satisfactoria en las metas de ahorro y déficit, lo que indica que el gobierno no ha expandido su gasto más allá del programa convenido con el FMI. No obstante, el ejecutivo se ha visto forzado a enviar al Parlamento un proyecto de reforma al presupuesto que contempla un aumento de C\$98 millones y autorización de emisiones de Letras de Tesorería, por un monto de US\$6.4 millones con el fin de cumplir con la ley del 6% para las Universidades y otras demandas sociales.

#### 5. República Dominicana

A partir del segundo trimestre de 2003, se ha aplicado una política monetaria restrictiva orientada a contrarrestar los efectos inflacionarios del aumento de los medios de pago tras la crisis financiera desatada por la quiebra de tres bancos comerciales. El costo del rescate financiero ejecutado por el BCRD ascendió al 20.3% del PIB aumentando la emisión monetaria en 101.6% con respecto a 2002. A finales de 2003 se verificó una inflación de 42.7% y una depreciación del peso de 41.9%. Las autoridades monetarias dominicanas han

<sup>2</sup> El BCN ha redimido en los primeros cuatro meses del año C\$1,090 millones y el gobierno ha trasladado al BCN C\$1,770 millones. Las reservas internacionales netas del Banco Central se han mantenido alrededor de US \$369.9 millones.

hecho esfuerzos por esterilizar el exceso de dinero mediante la colocación de certificados de inversión aumentando los valores en circulación a diciembre de 2003 en 675.2% con respecto a enero del mismo año.

Durante 2004, el BCRD ha continuado sus esfuerzos por esterilizar el exceso de oferta de dinero pagando una tasa de interés anual de hasta 55% por sus certificados induciendo a un aumento general de tasas en el mercado financiero. En enero, la Junta Monetaria creó La Ventanilla Lombarda y la Ventanilla de Depósitos Remunerados de Corto Plazo, con el objetivo de servir de referencia para las operaciones de préstamos interbancarios, es decir, de la tasa a la cual los bancos se prestan entre sí. Se espera que este mecanismo envíe señales de política monetaria que incidan sobre la estructura temporal de las tasas de interés. En otra acción congruente con la contracción de la oferta monetaria, el BCRD incrementó el encaje bancario en cinco puntos porcentual, al pasar de 20% a 25%.

**República Dominicana:  
Variables macroeconómicas seleccionadas**

	<i>Mayo 03</i>	<i>Dic 03</i>	<i>Marzo 04</i>	<i>Mayo 04</i>
<i>Tasa de Inflación Acumulada</i>	10.9	42.7	24.4	28.5
<i>Tasa Variación acumulada del TCN</i>	45.8	81.6	3.2	4.1
<i>Precio barril petróleo (US \$)</i>	26.94	30.28	34.30	40.28
<i>Nivel Reservas Internacionales (Millones US \$)</i>	384.9	123.6	224.9	198.8
<i>Tasas de Interés Pasivas en MN</i>	25.6	19.1	17.0	19.1

Nota: Información de las RIN y tasas pasivas hasta abril de 2003 y 2004.

Esta política contractiva persigue, además, estabilizar el tipo de cambio el cual se ha mantenido fluctuando entre los valores de RD \$45 y RD \$50 por dólar, luego de alcanzar niveles de hasta RD \$53 por dólar en febrero. A abril de 2004, la oferta monetaria se había contraído considerablemente como resultado de del aumento de las colocaciones de certificados a

partir de finales de febrero. Esto último podría explicar la desaceleración de la variación mensual del IPC la cual pasó de 11.3% en febrero a 2.3% y 0.7%, en marzo y abril, respectivamente. La inflación acumulada para el mes de mayo fue de 28.53%, debido en gran medida al aumento en los precios internacionales del petróleo y al traspaso a los precios internos de la depreciación del peso lo cual se reflejó en los precios del sector hoteles, bares y restaurantes. La inflación medida por la variación interanual del IPC en mayo se conservaba en torno a 65%, en tanto la inflación acumulada al mismo mes fue de 28.5%. La política monetaria restrictiva es congruente con el acuerdo stand-by retomado con el FMI en febrero de 2004, el cual ha presentado inconvenientes en vista de problemas de cumplimiento en algunas metas fiscales revelados en las revisiones al programa pactado. De mantenerse la tendencia en el nivel de precios, se espera que la inflación a final de diciembre pudiera ubicarse entre 32% y 35%. El comportamiento de los precios internacionales del petróleo ha puesto una presión adicional sobre el comportamiento de los precios perjudicando los esfuerzos que realizan las autoridades económicas en estabilizar la economía en tiempo oportuno