

***Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario
Centroamericano***



Informe Económico Regional 2010

San José, Costa Rica

CONSEJO MONETARIO CENTROAMERICANO

MIEMBROS TITULARES

Dr. Rodrigo Bolaños Zamora

Presidente

Banco Central de Costa Rica

Dr. Carlos Gerardo Acevedo Flores

Presidente

Banco Central de Reserva de El Salvador

Lic. Edgar Baltazar Barquín Durán

Presidente

Banco de Guatemala

Licda. María Elena Mondragón de Villar

Presidenta

Banco Central de Honduras

Dr. Antenor Rosales

Presidente

Banco Central de Nicaragua

Lic. Héctor Manuel Valdez Albizu

Gobernador

Banco Central de la República Dominicana

PRESENTACIÓN

La Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano se complace en presentar el vigésimo quinto número de su Informe Económico Regional, correspondiente a 2010, sobre las economías de Centroamérica y República Dominicana.

Este documento contiene estadísticas para el período 2004-2010, teniendo calidad de preliminares las correspondientes a 2010, por lo que, como es natural, están sujetas a modificaciones. No obstante, tales revisiones no se invalidan las tendencias generales que se destacan en el texto. El análisis macroeconómico fue elaborado con información disponible y proporcionada por los bancos centrales hasta finales de marzo de 2011.

Por medio de este Informe se espera enriquecer el conocimiento de la región, incluyendo lo relacionado con la orientación de las medidas de política monetaria, financiera y cambiaria adoptadas y los principales resultados de la gestión en cada país, así como las perspectivas de las principales variables macroeconómicas para 2011.

Asimismo, nos complace informar a nuestros lectores que este Informe Económico Regional y sus correspondientes estadísticas está disponible en nuestro sitio de Internet: www.secmca.org.

La Secretaría Ejecutiva desea consignar su agradecimiento a las autoridades económicas de los países de Centroamérica y República Dominicana, en particular, el apoyo brindado por las autoridades monetarias, así como el tiempo y asistencia del personal técnico de los bancos centrales en el suministro de la información cuantitativa y cualitativa, dado que sin su aporte no hubiese sido posible la elaboración del presente Informe Económico Regional.

William Calvo Villegas

Secretario Ejecutivo

NOTAS GENERALES:

1. Este documento fue elaborado utilizando la información estadística disponible en esta Secretaría Ejecutiva a marzo de 2011 capturada a través de los diferentes sistemas de compilación de información macroeconómica a saber, Reporte Ejecutivo Mensual (REM), el Sistema de Información Macroeconómica y Financiera Regional (SIMAFIR) y las Estadísticas Monetarias y Financieras Armonizadas (EMFA).
2. El Anexo de las Estadísticas Económicas Regionales de este informe fue elaborado con la información oficial suministrada por los Bancos Centrales de Centroamérica y República Dominicana.
3. Para posibilitar la comparación de las variables económicas presentadas en sus niveles, éstas se expresan en dólares de los Estados Unidos de América. Las variaciones relativas y relaciones con el PIB pueden tener alguna diferencia con los cálculos realizados en moneda nacional, que en todo caso resultan irrelevantes para el análisis macroeconómico.
4. Simbología utilizada en el Anexo Estadístico:
 - n.a. No Aplica.
 - n.d. Información no disponible al momento de publicación.
5. Este informe fue elaborado por el personal técnico de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano, bajo la coordinación de José Manuel Iraheta. Se agradece el apoyo brindado en la compilación del Anexo Estadístico de Sandra Hernández, Pablo Lizano, Eduardo Espinoza y Evelyn Hernández; los comentarios de los economistas de la Secretaría Ejecutiva; y en particular, los valiosos aportes y observaciones del Secretario Ejecutivo, William Calvo; y del Subsecretario Ejecutivo, Ángel Alberto Arita.

ÍNDICE

Resumen Ejecutivo	7
I. Entorno Internacional.....	8
1.1 Crecimiento Económico Mundial en 2010.	8
1.2 Perspectivas económicas mundiales.	9
1.3 Precondiciones para una recuperación sostenida.	9
1.4 Indicador Líder de Actividad Económica.	11
1.5 Relajamiento Cuantitativo y Efectos en las Economías en Desarrollo.	11
1.6 Consolidación Fiscal.....	13
1.7 Amenazas inflacionarias y precios de los alimentos.	14
II. Inflación Regional y Política Monetaria	15
2.1 Proceso Inflacionario y Choque de Precios Internacionales.	15
2.2 Política Monetaria y Apreciación Cambiaria en CADR.	19
2.3 Expectativas de Inflación e Indicador de Inflación Subyacente Regional.....	19
2.4 Cambios en la Señal de Política Monetaria.	20
III. Crecimiento Económico Regional.....	21
3.1 Lento crecimiento en 2010.....	21
3.2 Los indicadores de alta frecuencia amarran su dinámica a la demanda externa.	22
3.3 Con la recuperación económica se incrementó la correlación entre los ciclos económicos.	24
3.4 Continuidad de los estímulos fiscales y participación del sector privado	26
IV. Sector Externo	28
4.1 Evolución de las Exportaciones e Importaciones.	28
4.2 Factura Petrolera, precios y volúmenes importados de hidrocarburos.....	29
4.3 Comercio Internacional y Tipos de Cambio Real.....	30
4.4 Saldos negativos en el Balance de Bienes.	31
4.5 Las remesas familiares continúan compensando el desbalance en los bienes.....	31
4.6 Financiación por el lado de la cuenta capital y financiera.....	33
4.7 Sustitución de moneda extranjera por moneda nacional	33
4.8 Políticas cambiarias de los Bancos Centrales con “libre flotación”	34
4.9 Apreciación nominal de las monedas.....	34
V. Sector Fiscal.....	35

5.1 Ingresos Fiscales y las Reformas Tributarias.	35
5.2 Gastos Fiscales y Rigideces	36
5.3 Leve Reducción del Déficit Fiscal como porcentaje del PIB.	36
5.4 Una “Consolidación Fiscal” de Consenso.	37
5.5 Deuda Pública: Interna y Externa.	37
5.6 Perfil de la Deuda del Gobierno Central.....	38
5.7 Sostenibilidad y Financiamiento de la Deuda Pública.	40
5.8 Financiamiento Público por parte de las Otras Sociedades de Depósito.....	40
5.9 Calificaciones de Deuda.....	41
VI. Sector Monetario	42
6.1 Evolución de la Base Monetaria y de los Requerimientos de Encaje.	42
6.2 ¿Señales Restrictivas de las Operaciones Monetarias o Acomodamiento a los Excedentes de Liquidez?	45
6.3 Evolución Favorable de los Agregados Monetarios.	45
6.4 Evolución del Crédito.....	46
6.5 Crédito al Sector Privado por Destino Económico.	47
6.6 Reducción de la Dolarización de los Activos y Pasivos de las Sociedades de Depósito.	49
6.7 Las Tasas de Interés se han reducido, aunque permanecen relativamente elevadas.	50
VII. Retos de la Política Monetaria, Cambiaria y Financiera para 2011.....	52
VIII. Perspectivas Macroeconómicas Regionales de la SECMCA para 2011.	53
8.1 Inflación	53
8.2 Crecimiento Económico.....	56
IX. ANEXOS.....	59
9.1 Matriz de Principales Políticas Macroeconómicas en Centroamérica y República Dominicana vigentes a diciembre de 2010.....	60
9.2 Estadísticas Económicas Regionales 2004 – 2010.	61

Resumen Ejecutivo

La inflación regional se mantuvo con relativa estabilidad, al grado de no constituir una importante preocupación para las autoridades monetarias en la mayor parte de 2010. El aumento de los ritmos inflacionarios nacionales a lo largo de dicho año, fue atribuido al alza de los precios internacionales de las materias primas energéticas y agrícolas. Centroamérica y República Dominicana, en forma semejante que otras economías en desarrollo, mostraron una recuperación en su ritmo de crecimiento económico en 2010. La recuperación que mostraron las economías de Centroamérica y República Dominicana, se originó, en buena medida, por el incremento en la demanda externa, sujeta en gran parte a la evolución macroeconómica de los Estados Unidos, y su capacidad para la creación de nuevas fuentes de trabajo, por lo que las economías de la región quedan dependientes y vulnerables al devenir económico de este país. La demanda del sector privado fue uno de los factores que contribuyó al crecimiento económico regional, favorecido en buena medida, por la trayectoria del crédito que le otorgó el sector bancario. Las exportaciones estuvieron sujetas a los vaivenes de la demanda externa, a su vez, vinculada con las amenazas de la recuperación económica mundial, en particular, de las economías desarrolladas. Las importaciones, por su parte, respondieron más a la dinámica de la actividad productiva doméstica, denotando especial importancia las de petróleo. Los déficits en cuenta corriente fueron financiados, en buena medida, por inversión extranjera directa y endeudamiento público externo. Sin embargo, llamó la atención el importante influjo de capitales que ingresaron, entre otros, por concepto de inversión extranjera directa e inversiones de corto plazo, así como los categorizados como errores y omisiones. Esta situación condujo, por un lado, al incremento en el nivel de reservas internacionales netas de los bancos centrales, y por otro, a una apreciación de las monedas nacionales. Asimismo, la sustitución de moneda extranjera por moneda nacional que se experimenta en el ámbito de las otras sociedades de depósito, constituyó un factor de importancia para explicar la apreciación de las monedas nacionales. El déficit del gobierno central medido en términos anuales y como proporción del PIB, mejoró en 2010 como resultado de las mayores recaudaciones tributarias, e incrementos en el PIB nominal. En general, los gobiernos centrales han iniciado la “consolidación fiscal” requerida por los organismos internacionales y calificadoras de riesgo. La base monetaria ha evolucionado siguiendo la tendencia del ritmo de actividad económica regional. Los niveles de profundización financiera reflejan no sólo la solidez y sanidad de los sistemas financieros de la región, sino la confianza del público en mantener y conservar su riqueza en instrumentos pasivos de mediano y largo plazo. Ha retornado la dinámica del crédito al sector privado y se ha moderado el ritmo de crecimiento del crédito al sector público. La reducción paulatina de las tasas de interés activas y pasivas en moneda nacional y extranjera, sigue el comportamiento de las tasas de interés internacionales de referencia, aunque se mantienen relativamente elevadas, así como se conservan elevados los márgenes de intermediación financiera. Los principales retos de la política monetaria, cambiaria y financiera de los Bancos Centrales para 2011 se resumen de la siguiente forma:

- i. El momento oportuno para modificar la postura de la política monetaria, en tanto no se concretizan los efectos de segunda ronda de incrementos en precios internacionales, como el petróleo y alimentos, así como de amenazas inflacionarias provenientes de los principales socios comerciales extrarregionales;
- ii. Medidas de ajuste derivadas de la expansión del gasto público que generen excesos de demanda no deseados y que incidan sobre las expectativas inflacionarias;
- iii. El afinamiento de la operatividad de los instrumentos de política monetaria y financiera -encaje legal, operaciones de mercado abierto, manejo de la liquidez en los mercados de dinero y cambiario-, que sean eficientes y oportunas en el alcance del objetivo inflacionario.

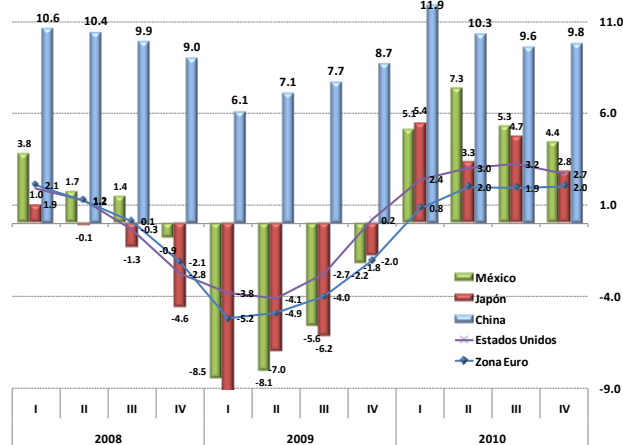
I. Entorno Internacional.

1.1 Crecimiento Económico Mundial en 2010.

El producto mundial se recuperó en 2010 de la forma como se había predicho (Gráfico 1.1), aunque permanecen algunos riesgos importantes, principalmente en economías avanzadas. Según el *World Economic Outlook Update* del FMI, el crecimiento económico en las economías avanzadas permaneció tenue, el desempleo alto, en tanto que las amenazas en la periferia de la zona euro reafirmaron los riesgos de desaceleración. Adicionalmente, la resolución en torno a la incertidumbre en los sistemas financieros de las economías desarrolladas, constituyó la piedra angular en la recuperación económica global, sin haberse alcanzado todavía, una estabilidad efectiva.

Gráfico 1.1

Principales Economías Avanzadas y China:
Tasa de variación anual del PIB real
trimestral (desestacionalizado)

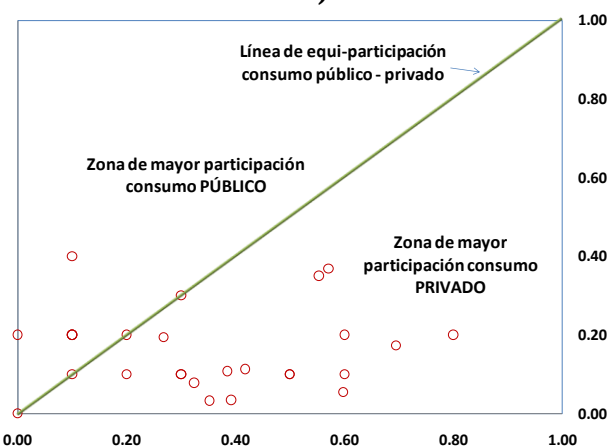


Fuente: OECD.StatExtracts: <http://stats.oecd.org/Index.aspx>

Así, en la mayor parte de 2010 la dinámica de las economías desarrolladas se ubicó en una etapa que dejó de estar respaldada, fundamentalmente, por las políticas de estímulo fiscal y monetario, transitando a otra en la que el crecimiento se sustenta en la productividad del

sector privado. En las economías avanzadas, la participación del consumo privado en el crecimiento económico fue superior a la participación del consumo público (Gráfico 1.2). No obstante, la Reserva Federal en un intento por incidir sobre la curva de rendimiento, aplicó la llamada flexibilización cuantitativa a finales de 2010¹.

Gráfico 1.2
Principales Economías Avanzadas^{a/}:
Contribución del Consumo Privado y Público
a la Variación del PIB real (2009: I – 2010:
IV)



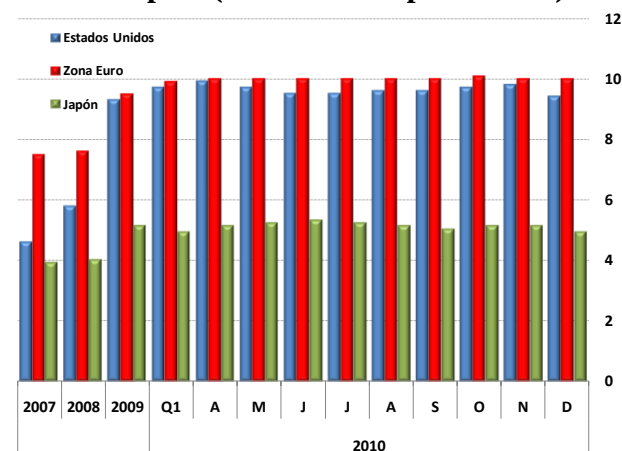
a/ Estados Unidos, Canadá, Alemania, Francia y Japón

Fuente: OECD.StatExtracts: <http://stats.oecd.org/Index.aspx>

Algunos retos que enfrentaron las economías avanzadas y emergentes en términos de crecimiento económico, estuvieron relacionados con la reducción de las elevadas tasas de desempleo (Véase Gráfico 1.3), la disminución de los precios de los bienes raíces en los Estados Unidos y el Reino Unido, la reducción de la rentabilidad de los bonos gubernamentales y el riesgo de no pago en algunos países de economías emergentes de Europa perimetral.

¹ En este Informe se utilizará indistinta y alternativamente los términos “flexibilización cuantitativa” y “relajamiento cuantitativo”.

Gráfico 1.3
Principales Economías Avanzadas: Tasas de desempleo (armonizadas por OECD)



Fuente: OECD.StatExtracts: <http://stats.oecd.org/Index.aspx>

En contraste, el crecimiento económico en países de economías emergentes fue fuerte (Véase Cuadro 1.1) debido, principalmente, a que éstas no padecieron del relajamiento financiero previo a la gran recesión que fue característico de las economías avanzadas. De acuerdo con el *BIS Annual Report 2009/10*, algunas economías emergentes de Asia se encuentran en peligro de sobrecalentamiento, lo que a su vez implica riesgos de presiones inflacionarias. No obstante, algunas economías en desarrollo todavía no han alcanzado los niveles de producción de pre-crisis y están por debajo de sus umbrales de producto potencial.

1.2 Perspectivas económicas mundiales.

Las perspectivas de crecimiento económico mundial para 2011 son de 4.2%, incluyendo un 2.2% para las economías avanzadas y de 6.4% para las emergentes, lideradas por los países de Asia en desarrollo (Véase Cuadro 1.1). Estas perspectivas se fundamentan en las nuevas iniciativas de políticas en los Estados Unidos (flexibilización cuantitativa), los mejores precios de las materias primas y el incremento

de los vínculos comerciales con China. En opinión del *Informe de la Economía Latinoamericana* del Banco de España, el desempeño de las economías de América Latina no se vio afectado por la crisis de deuda soberana de algunos países de la zona euro ni por las amenazas del llamado *double deep* en la economía estadounidense.

1.3 Precondiciones para una recuperación sostenida.

De acuerdo con el *World Economic Outlook Update* del FMI, existen riesgos latentes de una ralentización del ritmo de expansión económica. Una recuperación robusta requiere: i) acciones comprehensivas y rápidas para sobreponerse a los problemas soberanos y financieros en la zona euro; ii) políticas complementarias para contener las presiones derivadas de un sobrecalentamiento de las economías en desarrollo de Asia; iii) políticas para redireccionar los desbalances fiscales y de balanza de pagos; y iv) reformar los sistemas financieros en las economías avanzadas.

En la edición de octubre de 2010 del *World Economic Outlook*, el FMI argumentó que se requerirían dos balances para que la recuperación económica global fuese sostenida: un balance interno y otro externo. El balance interno se requiere sea ejecutado por las economías avanzadas y consiste en la recuperación de la demanda interna privada, lo que permitiría la consolidación fiscal. El balance externo se lograría incrementando las exportaciones netas en países deficitarios –como los Estados Unidos– y una disminución de las exportaciones netas en países superavitarios –principalmente de Asia en desarrollo–.

Recuperar el balance interno requeriría la adopción de las reformas financieras que permitan una dinamización saludable del crédito, principalmente hacia las corporaciones privadas. En opinión del *BIS Annual Report 2009/10*, el principal reto para los hacedores de la políticas financieras en los países desarrollados, es incluir dentro de la normativa de regulación los fuertes estándares de sanidad impuestos por el mercado. Por su parte, el *Global Financial Stability Report* del FMI,

aconsejó la adopción de tres medidas fundamentales para devolver la fortaleza y estabilidad de los sistemas financieros globales y garantizar la recuperación económica: i) resolver los problemas legales en el sector bancario, incluyendo, donde fuese necesario, la recapitalización; ii) fortalecer los fundamentales de las hojas de balance de los gobiernos; iii) clarificar y especificar la reforma regulatoria con base en las propuestas del Comité de Basilea de Supervisión Bancaria.

Cuadro 1.1

**Principales Variables del Entorno Económico Internacional
(2009-2010 y Perspectivas 2011)
Tasas de variación interanual**

Regiones y países	FMI			Banco Mundial		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
PIB real						
<i>Mundial</i>	-0.6	5.0	4.4	-0.8	4.8	4.1
<i>Economías Avanzadas</i>	-3.4	3.0	2.5	-3.4	2.8	2.4
Estados Unidos	-2.6	2.8	3.0	-2.6	2.8	2.8
Japón	-6.3	4.3	1.6	-6.3	4.4	1.8
Zona Euro	-4.1	1.8	1.5	-4.1	1.7	1.4
<i>Economías Emergentes y en Desarrollo</i>	2.6	7.1	6.5	2.0	7.0	6.0
África Subsahariana	2.8	5.0	5.5	1.7	4.7	5.3
Rusia	-7.9	3.7	4.5	-7.9	3.8	4.2
China	9.2	10.3	9.6	9.1	10.0	8.7
India	5.7	9.7	8.4	n.d.	n.d.	n.d.
<i>Hemisferio Occidental</i>	-1.8	5.9	4.3	-2.2	5.7	4.0
Brasil	-0.6	7.5	4.5	-0.2	7.6	4.4
México	-6.1	5.2	4.2	-6.5	5.2	3.6
Precios al Consumidor						
<i>Economías Avanzadas</i> ^{1/}	0.1	1.5	1.6	-0.2	1.3	1.1
<i>Economías Emergentes y en Desarrollo</i>	5.2	6.3	6.0	n.d.	n.d.	n.d.
Volumen de Comercio (bienes y servicios)						
<i>Mundial</i>	-10.7	12.0	7.1	-11.0	15.7	8.3
Precios commodities no energéticos (Var %)	-18.7	23.0	11.0	-21.6	26.6	-0.1
Precios de petróleo (Var %)	-36.3	27.8	13.4	-36.3	28.0	7.6
Tasas interbancaria ofrecida en Londres (%)						
Sobre depósitos en dólares de los EE.UU.	1.1	0.6	0.7	1.2	0.5	0.5

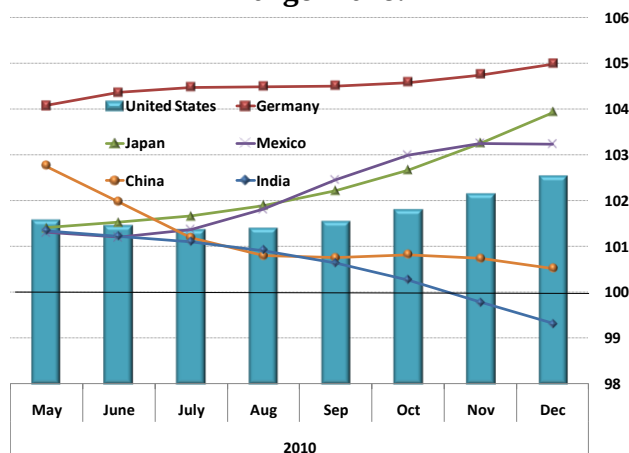
Fuentes: Perspectivas Económicas Mundiales. FMI, actualizado a enero de 2011; Perspectivas Económicas Globales. Banco Mundial, 2011.

Notas: 1/ Para el BM se refiere al G-7.

1.4 Indicador Líder de Actividad Económica.

El indicador líder compuesto de actividad económica de la *Organización para la cooperación y el Desarrollo Económico* (OECD), como indicador cualitativo del ciclo económico, presenta una gama interesante de comportamientos entre las principales economías avanzadas y en desarrollo. De acuerdo con la OECD (véase Gráfico 1.4), hacia finales de 2010 las economías de Japón, Alemania y los Estados Unidos se encontraban en expansión²; mientras que la economía de China en desaceleración, en tanto que la India en depresión; la economía de México, por su parte, presentaba un quiebre de expansión a desaceleración.

Gráfico 1.4
Economías Avanzadas y Emergentes:
Indicador Líder Compuesto. Tendencia de
Largo Plazo.



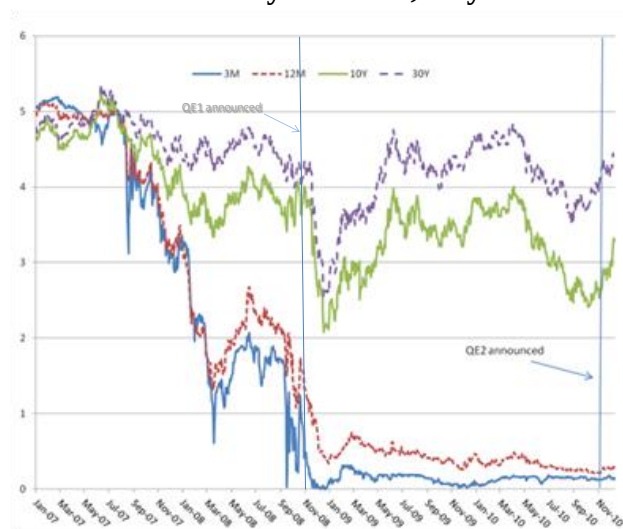
Fuente: OECD.StatExtracts: <http://stats.oecd.org/Index.aspx>

² Se identifican cuatro fases cíclicas a partir del indicador: expansión si el índice está incrementándose por arriba de 100; desaceleración si el índice está decreciendo pero por arriba de 100; depresión si el índice está decreciendo y debajo de 100; y recuperación si está aumentando pero debajo de 100.

1.5 Relajamiento Cuantitativo y Efectos en las Economías en Desarrollo.

La segunda edición del relajamiento cuantitativo de los Estados Unidos, llevada a cabo a finales de 2010, versó sobre la adquisición de activos por parte de la Reserva Federal con el objetivo de incidir sobre la curva de rendimiento de largo plazo. Esta segunda edición consistió en la adquisición de valores del gobierno, o garantizados por el gobierno; y flexibilización del crédito para el caso de otros activos, o bien el otorgamiento de créditos por parte del banco central al sector privado no bancario. El discurso de la Reserva Federal indicaba que había algunos indicios de que la flexibilización cuantitativa y crediticia reducía la curva de rendimiento y con ello los márgenes de intermediación. Algunos críticos advirtieron que una expansión excesiva del balance general del banco central podría dar lugar a una inflación futura. Así, la flexibilización cuantitativa, en su segunda edición, consistió en la inyección al mercado de aproximadamente, US \$600 mil millones (Véase Recuadro 1.1).

Gráfico 1.5
Estados Unidos: Tasas de Interés de
Instrumentos a 3 y 12 meses, 10 y 30 años.



Fuente: Gray, Simon (2011).

Recuadro 1.1

Breve Descripción de la Política de Flexibilización Cuantitativa del Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos

La política de flexibilización cuantitativa ha sido ejecutada por algunos Bancos Centrales de economías avanzadas, especialmente por los Estados Unidos, el Reino Unido y la Eurozona. En el caso particular de los Estados Unidos, durante el punto más álgido de la crisis financiera en 2008, la Reserva Federal expandió dramáticamente su hoja de balance, adquiriendo pasivos sin la correspondiente esterilización en los mercados financieros. Esta primera expansión de liquidez conocida como QE1 (por sus siglas en inglés), consistió en la utilización de la herramienta tradicional de operaciones de mercado abierto para fortalecer el funcionamiento de los mercados de crédito a través de la adquisición de títulos de largo plazo. En noviembre de 2008 la Reserva Federal anunció la compra de US \$100 mil millones de títulos de deuda respaldados por empresas públicas, y de valores respaldados por hipotecas por US \$500 mil millones. En marzo de 2009, la Reserva Federal anunció los planes para la compra de otros US \$300 mil millones en valores de largo plazo del Tesoro, los que se agregarían a compras de deuda y valores respaldados por hipotecas por US \$200 mil millones y US \$1.25 billones, respectivamente. La adquisición neta para junio de 2010 en deuda bancaria, valores respaldados por hipotecas y bonos del Tesoro ascendía a US \$2.1 billones. En noviembre de 2010, la Reserva Federal anunció el incremento de la flexibilización cuantitativa –conocida como QE2– comprando US \$600 mil millones de bonos del Tesoro para finales del segundo trimestre de 2011.

Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Contrario a los indicios que señalaba la Reserva Federal, algunos analistas indicaron que las tasas de interés de hipotecas a 30 años que antes de la flexibilización estuvieron en 4.2%, llegaron a ubicarse en 4.7% (Gráfico 1.5) (MacDonald, Lawrance, citado por Gray, Simon, 2011)³.

Adicionalmente, esta política le valió a la Reserva Federal de críticas de los países emergentes, quienes argumentaron que la flexibilización cuantitativa representó una intervención disfrazada en el tipo de cambio. El canal se dio en la medida que los inversionistas no bancarios que poseían los títulos adquiridos por la Reserva Federal, tomaron sus fondos y los trasladaron hacia otras plazas atraídos por tasas de rendimiento mucho mayores que las

ofrecidas por los instrumentos en el mercado estadounidense. A estos afluentes de capital se agregaron los provenientes de la inversión extranjera directa.

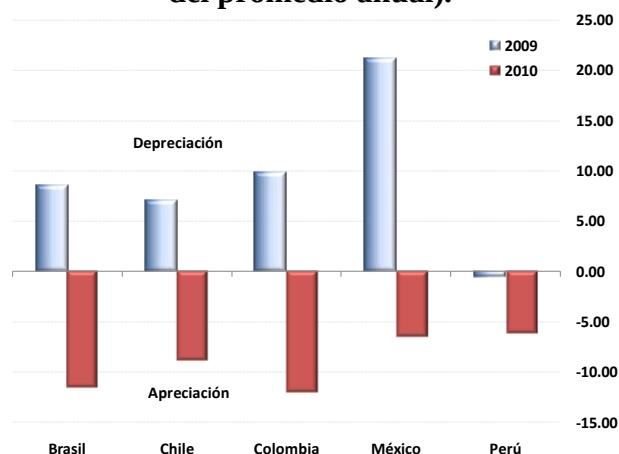
Los flujos de capitales de corto y largo plazo continuarán siendo la mejor forma de financiar los déficits en cuenta corriente. El *Emerging Markets Outlook* de JPMorgan estima que los influjos de capital de renta fija hacia los mercados emergentes continuarán siendo la principal orientación en 2011. En dicho informe se pronostica que los influjos hacia los mercados emergentes rondarán entre los US \$ 70 y 75 mil millones para 2011. Por su parte, el *Global Economic Prospects* del Banco Mundial, afirma que las economías en desarrollo recibieron flujos de capitales privados en 2010 equivalentes al 4% de su PIB, y se espera que en 2011 ingresen flujos de capital equivalentes a otros 4 puntos porcentuales. Para el caso

³ Gray, Simon (2011). *Flexibilización Cuantitativa*. Seminario Regional sobre Operaciones Monetarias. CAPTAC-DR, Nicaragua, enero 2011.

particular de América Latina y El Caribe, dichos flujos de capital representaron aproximadamente, el 4.5% de su PIB en 2010; y se estima que la continuidad de los afluentes de capital representarán 4.4% del PIB de estas economías en 2011.

En este contexto, los inversionistas de corto plazo estuvieron atraídos por los márgenes de tasas de interés, como se indicó arriba, y los inversionistas de largo plazo por las perspectivas de una mayor bonanza económica. Los países de economías emergentes y en desarrollo vieron mermada la rentabilidad de sus exportaciones dado que los influjos de capitales apreciaron sus monedas nacionales (Véase Gráfico 1.6).

Gráfico 1.6
Países Seleccionados de América Latina:
Tipo de Cambio Nominal (tasas de variación del promedio anual).



Fuente: Elaboración propia con base en información oficial de los Bancos Centrales.

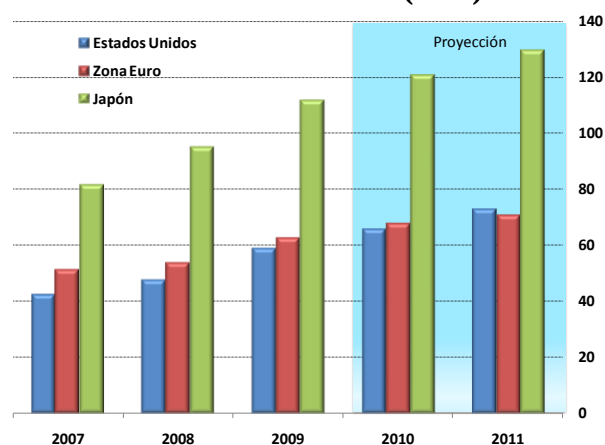
Algunos ejecutaron medidas para protegerse de la apreciación como la adquisición de reservas internacionales por parte de los bancos centrales, adquisición de divisas por parte de entidades gubernamentales, o la adopción de medidas unilaterales como impuestos a la

inversión de cartera. Estas medidas desataron lo que se conoció como “*guerra de divisas*”, principalmente entre aquellas economías emergentes y en desarrollo que sustentan su crecimiento económico en la demanda externa.

1.6 Consolidación Fiscal.

El ajuste fiscal avanzó a diferentes velocidades entre economías avanzadas, y países de economías emergentes y de bajos ingresos. En estos últimos la consolidación fiscal inició en 2010 debido a las mejores condiciones de crecimiento económico. En las economías avanzadas, los ratios de deuda pública a PIB han continuado aumentando y todo indica que lo seguirán haciendo en 2011 (Véase Gráfico 1.7).

Gráfico 1.7
Principales Economías Avanzadas:
Deuda Pública a PIB (neto)



Fuente: FMI (2010). WEO, octubre.

De acuerdo con el *BIS Annual Report 2009/10*, la deuda pública en algunas economías desarrolladas está en una trayectoria de insostenibilidad. Al respecto, el *Fiscal Monitor* del FMI (2010) señaló que la deuda pública en economías avanzadas aumentará en 29 puntos del PIB para finales de 2011 respecto de los niveles previo a la crisis, mientras que en las

economías emergentes comenzará a declinar. La profundización de la crisis de la deuda en las economías avanzadas en 2010 dio origen a varios episodios de relajamiento cuantitativo, mediante los cuales, algunos bancos centrales de dichas economías adquirieron/sustituyeron títulos de sus gobiernos de bajos rendimientos, por efectivo o por títulos de banco central. Desde la perspectiva de los inversionistas, la adopción de dichas medidas de carácter proteccionista así como el riesgo de no pago, constituyen los principales retos y amenazas de sus inversiones en economías emergentes.

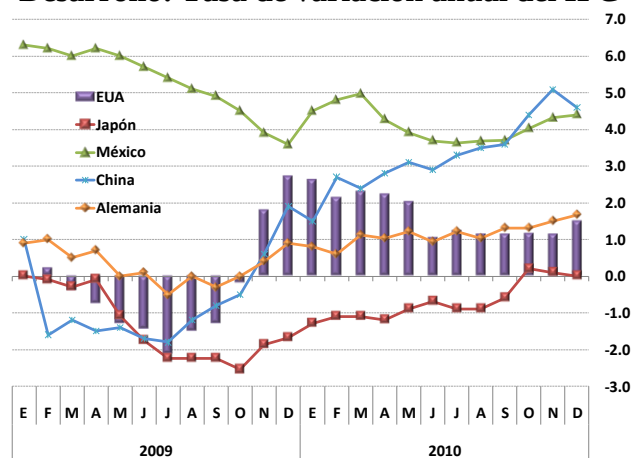
1.7 Amenazas inflacionarias y precios de los alimentos.

Hacia finales de 2010 se comenzaron a percibir algunas amenazas inflacionarias en el ámbito global. De acuerdo con el Gráfico 1.8 algunas economías avanzadas como Estados Unidos y Japón, mostraban ligeras tendencias de aceleración en el ritmo inflacionario; las economías emergentes como la de México, y en especial la de China, mostraron persistencias inflacionarias crecientes.

Los precios de los *commodities* se vieron influenciados por la creciente utilización de derivados financieros basados en índices compuestos vinculados con dichos precios (en particular, los energéticos y agrícolas) para realizar inversiones en las principales plazas de valores en el ámbito mundial; estos instrumentos derivados incrementaron los precios subyacentes cuando se dieron incrementos en su demanda, como por ejemplo, la que se dio luego de la flexibilización cuantitativa en los Estados Unidos y otras economías avanzadas en períodos previos; y por otra parte, se han asociado crecientemente, con

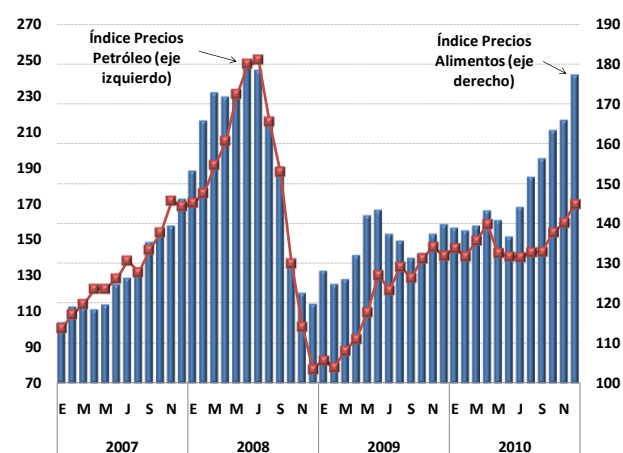
las condiciones climatológicas adversas derivadas de la elevada emisión de gases de efecto invernadero que promueven el “cambio climático” y que inciden sobre el precio de los alimentos.

Gráfico 1.8
Principales Economías Avanzadas y en Desarrollo: Tasa de variación anual del IPC



Fuente: OECD, StatExtracts: <http://stats.oecd.org/Index.aspx>

Gráfico 1.9
Índice de Precios de Commodities: Alimentos y Petróleo



Fuente: FMI, FAO.

El incremento en los precios de los alimentos comenzó previo a la crisis, mostrándose una elevada volatilidad durante la crisis y en épocas de postcrisis. La Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación

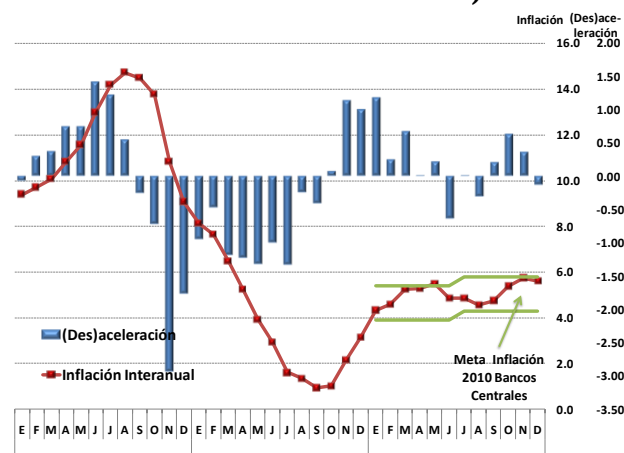
(FAO), produce y divulga un índice para los precios de los alimentos que muestra la variación mensual de los precios internacionales de los productos alimenticios (Véase Gráfico 1.9). Sobre el incremento en los precios de los hidrocarburos ha incidido el incremento en la demanda, en particular de economías desarrolladas y de China, así como los crecientes conflictos geopolíticos en países productores del crudo.

II. Inflación Regional y Política Monetaria

2.1 Proceso Inflacionario y Choque de Precios Internacionales.

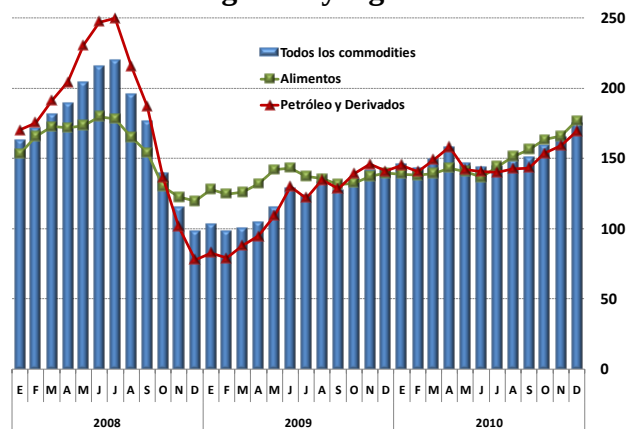
La inflación regional se mantuvo con relativa estabilidad, al grado de no constituir una importante preocupación para las autoridades monetarias en la mayor parte de 2010. Como se observa en el Gráfico 2.1 la inflación regional interanual se mantuvo, en términos generales, dentro de las bandas construidas a partir de las metas de los bancos centrales; únicamente en mayo, el ritmo inflacionario regional se ubicó fuera de dichas bandas. La aceleración del ritmo inflacionario regional fue notable en los primeros meses de 2010. A finales de ese año, el ritmo inflacionario regional fue de 5.6% (3.2% en 2009), manifestándose en términos interanuales un pequeño incremento en el ritmo inflacionario, por lo que valdría la pena plantear, cuáles han sido los factores que han incidido en dicha aceleración, y si formarían parte de los riesgos de inflación para 2011.

Gráfico 2.1
Región CADR: Ritmo Inflacionario (tasa de variación anual del IPC)



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

Gráfico 2.2
Indicadores de Precios de Materias Primas Energéticas y Agrícolas



Fuente: FMI.

La literatura económica ha atribuido a la escalada de los precios internacionales de las materias primas energéticas y agrícolas, la aceleración de los ritmos inflacionarios nacionales. Según ese argumento, el proceso inflacionario en 2010 estuvo influenciado por el incremento en los precios de las materias primas de origen energético y agrícola. Efectivamente, tal como se puede apreciar en el Gráfico 2.2, los índices de precios de los *commodities* en general, y los del petróleo y alimentos, en

particular, reportaron una escalada importante a lo largo de 2010.

Para intentar comprobar la asociación e impacto que han tenido estos choques externos sobre la variabilidad de la inflación regional, se realizaron ejercicios econométricos entre la inflación regional y sus principales determinantes internos y externos (Véase Recuadro 2.1).

A partir de la evidencia empírica se concluye que un choque de una desviación estándar en el precio del petróleo, impacta la inflación regional desde el primero hasta el octavo mes, con una desviación máxima, respecto de su tendencia de largo plazo, de 0.6 puntos en el sexto mes. Por su parte, un choque de una desviación estándar en el precio de los alimentos impacta la inflación regional desde el primero hasta el

octavo mes, con una desviación máxima de su equilibrio de largo plazo de 0.7 puntos en el séptimo mes.

Adicionalmente, al descomponer la variabilidad de la inflación regional por sus principales determinantes, entre ellos los precios internacionales, la distribución queda de la siguiente forma: componente inercial (persistencia), 46%; variabilidad del indicador de paridad regional, 16%; brecha de liquidez, 4%; variabilidad de los precios del petróleo, 16%; y variabilidad de los precios de los alimentos, 18%. Estos resultados resaltan, además, el importante componente inercial o persistente del proceso inflacionario en la región, y la necesidad de indagar más sobre los mecanismos de formación de precios en las economías de la región.

Recuadro 2.1

Estimación del Impacto de la Variación de los Precios Internacionales del Petróleo y Alimentos en la Inflación Regional

Las primeras investigaciones realizadas en la SECMCA⁴ para evaluar el impacto de los precios internacionales del petróleo (y combustibles) en la inflación regional, coincidían en sus conclusiones en que, en presencia de variables determinantes de la inflación, la estática comparativa que medía la variabilidad de la inflación regional debido a los precios de los hidrocarburos era baja (entre 0.13 y 0.17 para la dinámica de corto plazo en muestras reducidas con presencia de choques). La principal conclusión a este respecto, era que uno de los determinantes fundamentales de la inflación regional —en particular, la inflación de los socios comerciales— transmitía parte de la variabilidad de los precios del petróleo hacia la inflación regional, lo que dificultaba hacer una medición del impacto neto.

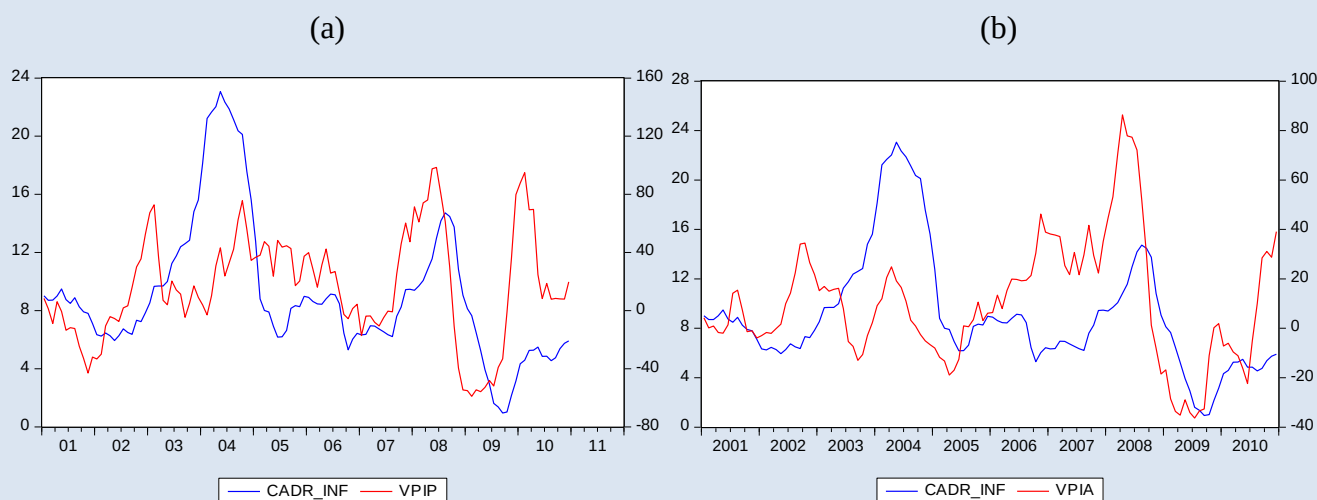
En materia de impactos sobre las economías, se ha concluido que cuando se produce un choque hacia el alza en los precios internacionales del petróleo, se generan al menos tres efectos: el primero es un efecto directo que es transmitido, usualmente, hacia los precios de los combustibles; el segundo, un efecto indirecto que se explica por el incremento en el resto de precios al consumidor dado que, los precios de los combustibles son parte fundamental en la estructura de costos de una buena gama de productos

⁴ Véanse los documentos de Iraheta, Blanco y Medina (2008), *Un Modelo Macroeconómico Regional para Centroamérica y República Dominicana*, en Modelos Macroeconómicos de la banca central, de Galindo y Moreno-Brid, CEPAL y SECMCA; e Iraheta, Blanco y Medina (2008), *Impacto del Incremento en los Precios del Petróleo y los Combustibles en la Inflación de Centroamérica y República Dominicana*, Documentos de Investigación de la SECMCA.

generados domésticamente; y el tercero, es el efecto de reducción de demanda que se produce por el incremento en los precios de los combustibles y del resto de precios al consumidor, lo que provoca una contracción en la demanda agregada. Por lo anterior, resulta importante, estimar un efecto neto, lo cual ayudaría a explicar por qué el incremento en los precios internacionales del petróleo no genera, en todos los tiempos y en todos los casos, un aumento uno a uno en los precios de los combustibles y en general, en los precios al consumidor.

Gráfico 2.3

Región CADR: Inflación regional y variación de los precios internacionales (a) del petróleo; y (b) de los alimentos



Fuente: Elaboración propia con base en información de la SECMCA.

Intentando resolver esta disyuntiva, y considerando que, actualmente, al choque de los precios del petróleo se suma el proveniente de los precios internacionales de las materias primas agrícolas, y dada la amenaza de que estos choques impacten directamente la inflación de los países de la región en el corto y mediano plazos, se estimaron funciones impulso respuesta a partir de un vector autorregresivo estructural (conocido como VAR-S), en el que se incorporaron algunas variables fundamentales – omitiendo la inflación de los socios comerciales–, con el objetivo de evaluar el impacto neto que transmitirían dichos precios en la inflación regional. Con los VAR-S es posible obtener funciones impulso respuesta (FIR) para: i. medir las desviaciones respecto de la tendencia de largo plazo –en este caso de la inflación regional–; ii. calcular el número de rezagos máximo de respuesta; y iii. identificar la distribución de la variabilidad debido a los fundamentales, entre ellas los precios internacionales del petróleo y los alimentos.

Las variables incluidas en el vector fueron:

- i. la inflación regional (estimada a partir del índice de precios al consumidor regional);
- ii. la variación interanual del indicador promedio regional de la paridad de las monedas nacionales respecto del dólar estadounidense (calculado a partir del promedio ponderado de

- los tipos de cambio nominales);
- iii. la brecha de la liquidez agregada regional (respecto de su tendencia de largo plazo);
- iv. la variación de los precios internacionales del petróleo; y
- v. la variación de los precios internacionales de las materias primas agrícolas relevantes para la región (maíz, trigo y arroz).

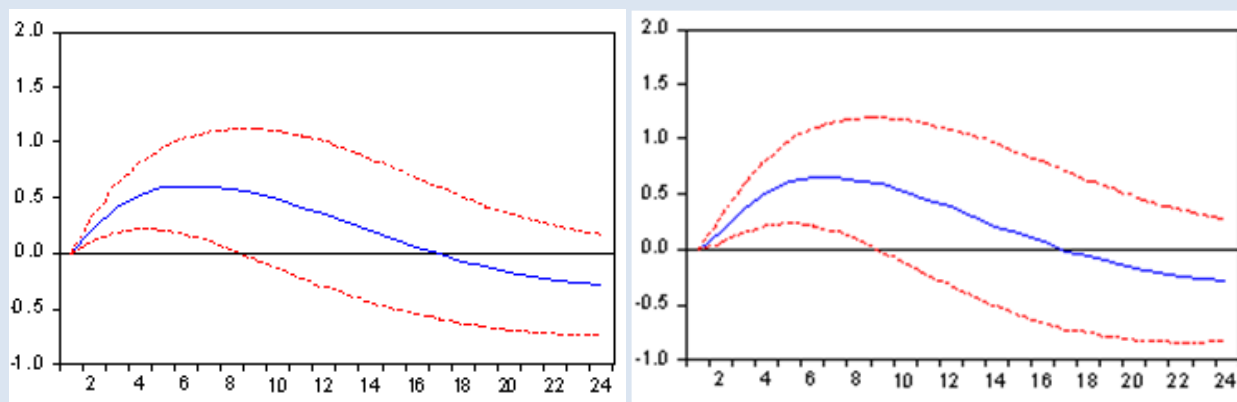
Los resultados de las FIR son contundentes en mostrar la dinámica en términos de rezagos de un choque en los precios del petróleo y alimentos en la inflación regional. Un choque en la variación del precio del petróleo impacta la inflación regional desde el 1° hasta el 8° mes con una desviación máxima de 0.6 puntos en el 6° mes. Por su parte, un choque en la variación del precio de los alimentos impacta la inflación regional desde el 1° hasta el 8° mes con una desviación máxima de 0.7 puntos en el 7° mes.

Gráfico 2.4

Región CADR: Función de Respuesta de la Inflación Regional ante Impulsos en Precios Internacionales

(a) Petróleo

(b) Alimentos

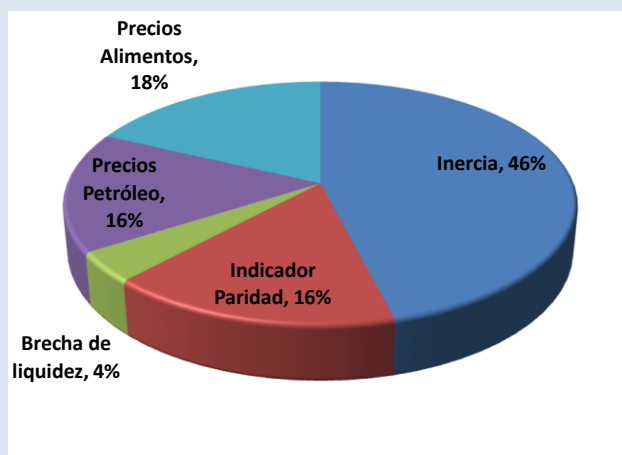


Fuente: Elaboración propia con base en información de la SECMCA.

La descomposición de la varianza de la inflación regional en sus principales determinantes indica, que la variación de los precios del petróleo y alimentos no tienen una mayor participación en los primeros meses después de ocurrido un choque; es a partir del 4° mes cuando comienzan a cobrar relevancia (aproximadamente con una participación del 10% para cada precio). Al 8° mes, último mes de efectos de los precios internacionales en la inflación regional, la distribución de la variabilidad de la inflación regional queda de la siguiente forma: componente inercial (persistencia): 46%; variabilidad del indicador de paridad regional: 16%; brecha de liquidez: 4%; variabilidad de los precios del petróleo: 16%; y variabilidad de los precios de los alimentos: 18%. Estos resultados resaltan, además, el importante componente inercial o persistente del proceso inflacionario en la región, y la necesidad de continuar con las investigaciones en torno a los mecanismos de mercado para la formación de los precios domésticos en las economías de la región.

Gráfico 2.5

Región CADR: Participación de los Determinantes de la Inflación Regional en su Variabilidad (Descomposición de la Varianza)



Fuente: Elaboración propia con base en información de la SECMCA.

2.2 Política Monetaria y Apreciación Cambiaria en CADR.

Los bancos centrales con objetivos de inflación estuvieron, en cierta medida, preocupados por la apreciación de sus monedas nacionales, sin desatender el proceso inflacionario que se mantuvo estable y dentro de las bandas definidas por cada país, como metas de inflación.

Si bien los bancos centrales mantuvieron como principal objetivo de su gestión el control de la inflación, una de las principales preocupaciones giró en torno a los efectos no deseados de la apreciación de las monedas nacionales. Los márgenes de maniobra fueron limitados considerando que, el origen de la apreciación, está fuera del control de las autoridades monetarias y responde más bien, a las políticas de flexibilización cuantitativa de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Esta última política se exacerbó en el último trimestre de 2010, como un intento de apuntalar la

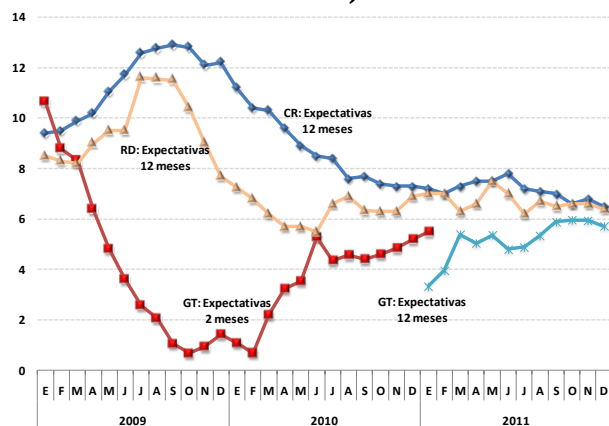
aceleración de la actividad económica en dicho país, pero trajo como resultado, la apreciación no sólo nominal sino también real de las monedas de países en desarrollo como los centroamericanos. Las medidas de política empleadas por los países de la región serán analizadas con detalle en la sección del sector externo.

2.3 Expectativas de Inflación e Indicador de Inflación Subyacente Regional.

En materia de expectativas, los agentes económicos reportaron tasas de inflación esperadas a doce meses entre 5% y 7% (Gráfico 2.6), denotando que la incidencia sobre las expectativas inflacionarias constituyó uno de los principales retos de la política monetaria entre los países que adoptaron la decisión de avanzar hacia la estrategia de metas de inflación. Los agentes consultados mantuvieron, en la mayor parte del año, cierta incertidumbre ante la posibilidad de que, al revertirse la apreciación de las monedas, se registrase un efecto traslado

de la depreciación de los tipos de cambio a la variación de los precios al consumidor, generándose presiones inflacionarias al alza.

Gráfico 2.6
Región CADR: Expectativas de Inflación
(tasa de variación anual del IPC a doce
meses)



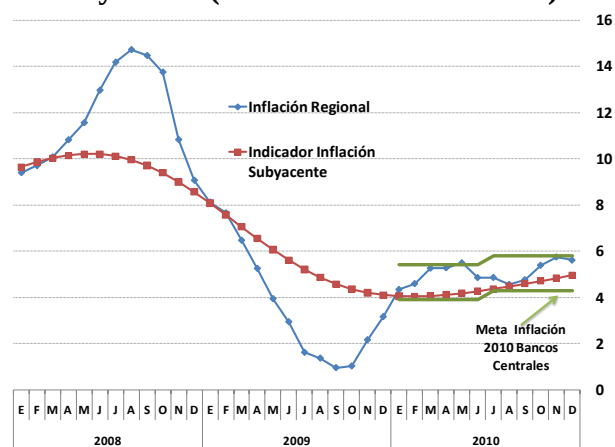
Fuente: Bancos Centrales.

Por otra parte, el escenario internacional fue muy volátil y existieron amenazas creíbles de que la recuperación económica vigorosa en economías emergentes, conduciría al alza los precios de las materias primas energéticas y agrícolas, incidiendo en los precios al consumidor y elevando la inflación. Estos argumentos, aunque salen del control de la autoridad monetaria, son parte del balance de riesgos de inflación por los efectos indirectos que se generan en el resto de precios al consumidor. Únicamente hacia finales de 2010 se comenzó a observar una ligera tendencia hacia la desaceleración del ritmo de expectativas de inflación en los países seleccionados.

El indicador de inflación subyacente elaborado a partir de la inflación regional, evidenció una suave tendencia hacia la aceleración durante la mayor parte de 2010 (Gráfico 2.7), lo que podría ser una señal de posibles presiones inflacionarias que los bancos centrales deben tomar muy en consideración en 2011 para hacer

los ajustes correspondientes en los instrumentos de política monetaria.

Gráfico 2.7
Región CADR: Indicador de Inflación
Subyacente (tasas de variación anual)



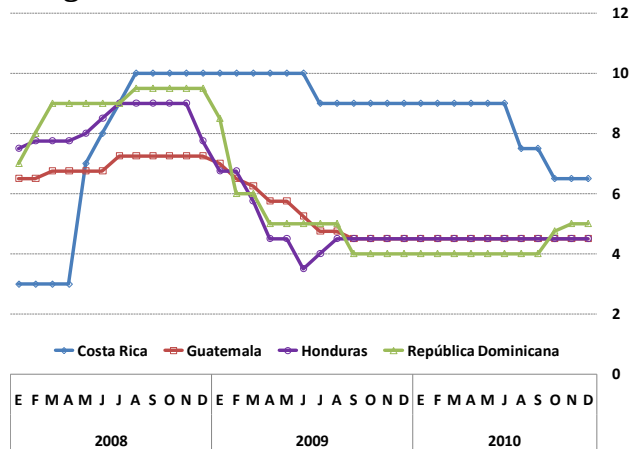
Fuente: Elaboración propia con base en SIMAFIR.

2.4 Cambios en la Señal de Política Monetaria.

Como se desprende del Gráfico 2.8, la mayoría de los bancos centrales que poseen algún grado de maniobra en su política monetaria mantuvieron constante y relajada su tasa de política. Costa Rica redujo la TPM en agosto y octubre de 2010, hasta ubicarla en 6.5%, en un intento por colocarla en un corredor de tasas de interés activas y pasivas, y mejorar los canales de transmisión de la política monetaria.

Guatemala y Honduras mantuvieron sin modificaciones las tasas de política. El primero de ellos justificó, dejar sin cambios la tasa, a la evidencia de que los pronósticos de inflación, se ubicaron a lo largo del año, en el rango que se deriva de la meta de inflación. Ambos bancos centrales mantuvieron una constante evaluación en su balance de riesgos ante posibles eventualidades que ameritaran hacer ajustes a los instrumentos a su alcance para obtener los objetivos inflacionarios de mediano plazo.

Gráfico 2.8
Región CADR: Tasa de Política Monetaria



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

La República Dominicana fue el único país de la región que elevó la tasa de política monetaria en dos oportunidades hasta colocarla en 5% a finales de 2010. El Banco Central de la República Dominicana argumentó que las modificaciones fueron de carácter preventivo y que buscaban conciliar el dinamismo de la demanda interna a la capacidad de producción doméstica. Como se verá en las subsiguientes secciones, la República Dominicana, es el único país de los miembros del CMCA que está experimentando un fuerte dinamismo en su ritmo de actividad productiva, llevándolo a tomar medidas de política para evitar un sobrecalentamiento de la misma.

A manera de síntesis, la inflación regional se mantuvo con relativa estabilidad, al grado de no constituir una importante preocupación para las autoridades monetarias en la mayor parte de 2010. El ritmo inflacionario regional fue de 5.6% a diciembre de 2010 (3.2% en 2009). El aumento de los ritmos inflacionarios nacionales a lo largo de dicho año, fue atribuida al alza de los precios internacionales de las materias primas energéticas y agrícolas. El análisis cuantitativo del proceso inflacionario regional revela un importante componente inercial o de

persistencia inflacionaria, y pone de manifiesto la necesidad de indagar más sobre los mecanismos de formación de precios en las economías de la región. Los bancos centrales con objetivos de inflación estuvieron, en cierta medida, preocupados por la apreciación de sus monedas nacionales, sin desatender el proceso inflacionario que se mantuvo estable y dentro de las bandas definidas por cada país como metas de inflación. En materia de expectativas, los agentes económicos reportaron tasas de inflación a doce meses entre 5% y 7%. La incidencia sobre las expectativas inflacionarias constituyó uno de los principales retos de la política monetaria entre los países que adoptaron la decisión de avanzar hacia la estrategia de metas de inflación. La mayoría de bancos centrales que poseen algún grado de maniobra en su política monetaria mantuvieron constante y relajada su tasa de política.

III. Crecimiento Económico Regional.

3.1 Lento crecimiento en 2010.

Centroamérica y República Dominicana, en forma semejante que otras economías en desarrollo, mostraron una recuperación en su ritmo de crecimiento económico en 2010. Como se observa en el Cuadro 3.1, el crecimiento económico estimado para 2010 por los Bancos Centrales fue de 4.2% (0.1% 2009). Sin embargo, la mayoría de países de la región, exceptuando la República Dominicana, no percibió los mismos efectos positivos de la recuperación económica mundial, ni en calidad ni en magnitud, que otras economías emergentes, en particular las del resto de América Latina.

Después de analizar el impacto de los recientes choques en los precios de *commodities*, se puede

concluir que los países de la región, no se beneficiaron en igual forma que la mayoría de países de América del Sur cuando los precios de las materias primas van al alza, debido a que son importadores netos de la mayor parte de dichas materias primas.

Cuadro 3.1
Región CADR: Crecimiento Económico
Anual (2009 – 2010)

PIB	2009	2010
variación anual	Preliminar	Estimado
Costa Rica	-1.3	4.2
El Salvador	-3.1	1.4
Guatemala	0.5	2.6
Honduras	-1.9	2.8
Nicaragua	-1.5	4.5
Rep Dominicana	3.5	7.8
Promedio CA	-1.2	2.9
Promedio Región	0.1	4.2

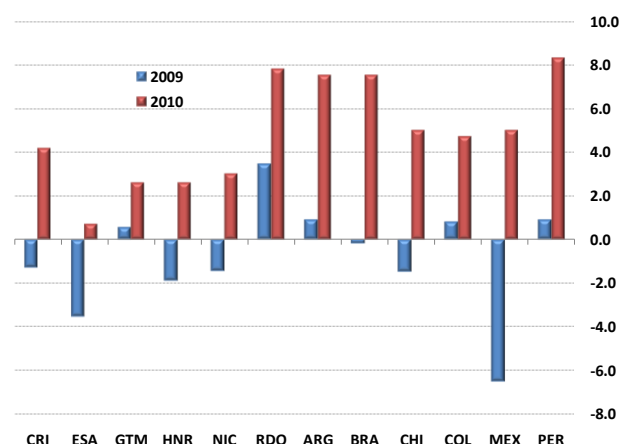
Fuente: SECMCA, REM, No. 141 y actualizaciones con información de los Bancos Centrales.

La especialización en Centroamérica en materia de *commodities* se da, básicamente, en ciertas materias primas agrícolas (café, banano y azúcar), pero la fuerte dependencia de materias primas energéticas, termina neutralizando cualquier choque positivo que pudiera derivarse del incremento de precios en dichas materias primas. Asimismo, la región no comercializa en grandes magnitudes ni proporciones con China, India, ni los países más dinámicos de Suramérica, por lo que la transmisión del dinamismo de estas economías emergentes en el crecimiento económico mundial, no se percibe en la región.

El Gráfico 3.1 muestra que las principales economías latinoamericanas –conocidas como LAC-7– tuvieron un crecimiento en torno a 6% en 2010. La economía con el mayor ímpetu fue Perú con una tasa superior al 8%; en tanto que Colombia fue la que menos lo hizo, pero con

una tasa superior al 4%⁵. Evidentemente, la región de Centroamérica, no aprovechó el impulso de la recuperación económica mundial, ni del resto de economías latinoamericanas.

Gráfico 3.1
Centroamérica, República Dominicana y
LAC-7: Crecimiento Económico (2009 –
2010)



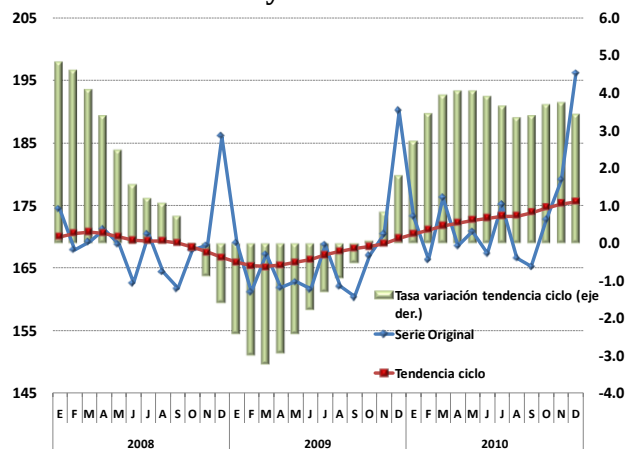
Fuente: SECMCA, REM No. 140 y WEO, 2010.

3.2 Los indicadores de alta frecuencia amarran su dinámica a la demanda externa.

La recuperación que mostraron las economías de Centroamérica y República Dominicana en 2010, se originó, en buena medida, por el incremento en la demanda externa. El indicador de actividad productiva de alta frecuencia, el IMAER, muestra la dinámica de corto plazo de la recuperación económica en la región durante 2010. Como se observa en el Gráfico 3.2, en lo peor de la crisis, el decrecimiento del IMAER llegó a rondar los tres puntos porcentuales, habiéndose recuperado hasta alcanzar, como promedio, tasas en torno a los 3.5% en 2010.

⁵ México es un caso especial para el grupo conocido como LAC7 ya que cayó fuertemente en 2009 dada su fuerte dependencia de la economía estadounidense.

Gráfico 3.2
Región CA: IMAE Regional. Serie original, tendencia y variación anual



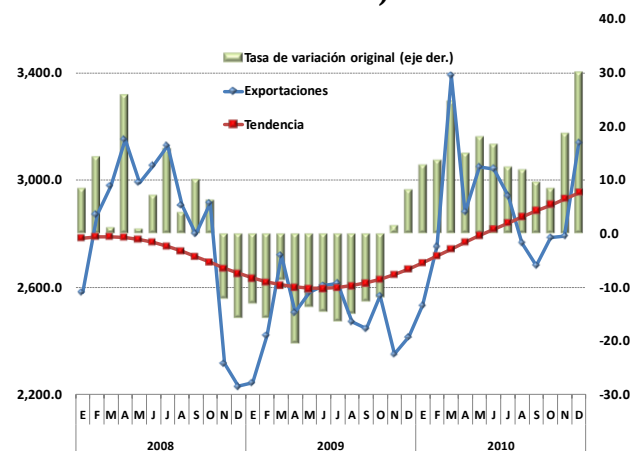
Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

A pesar de la recuperación, se observó un estancamiento en el ritmo de actividad productiva durante el segundo semestre de 2010, lo que estuvo directamente vinculado con un menor crecimiento de la demanda de exportaciones. En efecto, el ritmo de variación de las exportaciones totales de la región alcanzó su máximo en el primer trimestre de 2010 al alcanzar más de 20% de crecimiento; como se aprecia en el Gráfico 3.3 este ritmo se redujo a casi la mitad durante la mayor parte del segundo semestre de 2010. Una de las mayores preocupaciones fue que el nivel de dichas exportaciones descendió notablemente hasta colocarse por debajo de su tendencia de largo plazo durante algunos meses de la segunda mitad de ese año. Únicamente, al final del período se apreció un salto importante tanto en el nivel como en la tasa de crecimiento de dichas exportaciones.

Como resultado del fuerte impacto de la crisis financiera en el empleo, principalmente, en los Estados Unidos, la tendencia de largo plazo de las remesas disminuyó considerablemente sin que se hubiese percibido, al cierre de 2010, claras señales de una recuperación sostenida

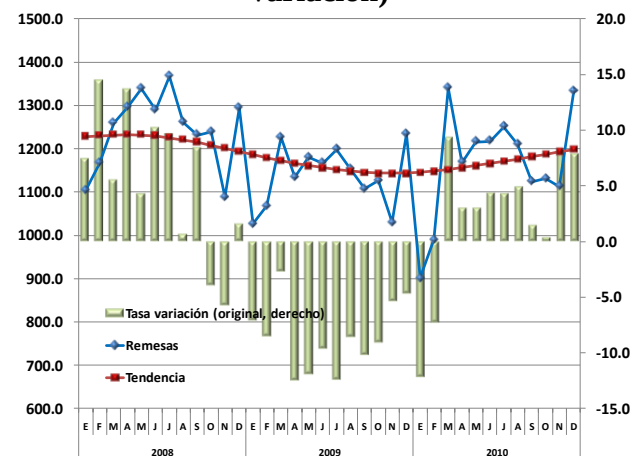
(Gráfico 3.4). Al depender su desempeño (el de las exportaciones y las remesas), en general, de la evolución macroeconómica de los Estados Unidos, y en particular, de la creación de nuevas fuentes de trabajo, las economías de la región quedan dependientes y vulnerables al devenir económico de este país.

Gráfico 3.3
Región CADR: Exportaciones totales mensuales (Millones de US \$ y tasas de variación)



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

Gráfico 3.4
Región CADR: Remesas Familiares mensuales (Millones de US \$ y tasas de variación)



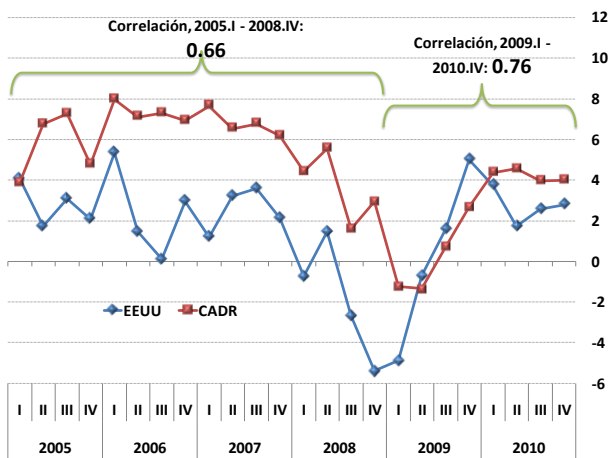
Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

3.3 Con la recuperación económica se incrementó la correlación entre los ciclos económicos.

Si bien las economías de la región habían mostrado cierto rezago respecto de la dinámica de la economía estadounidense –estimado en aproximadamente dos trimestres⁶ en la actual época de recuperación económica, dicho rezago se ha reducido, y la transmisión del ciclo económico de los Estados Unidos se hace casi de inmediato hacia la región. Asimismo, el grado de asociación entre los ciclos económicos de la región CADR con los Estados Unidos aumentó en la medida fue avanzando la recuperación económica. Tal como se refleja en el Gráfico 3.5 la correlación entre los ciclos económicos de la región con los Estados Unidos fue de 0.66 entre 2005 y 2008, y de 0.76 para el período 2009 – 2010.

Gráfico 3.5

Región CADR y los EEUU: PIB trimestral. Tasa de Variación Interanual (2005 – 2010)



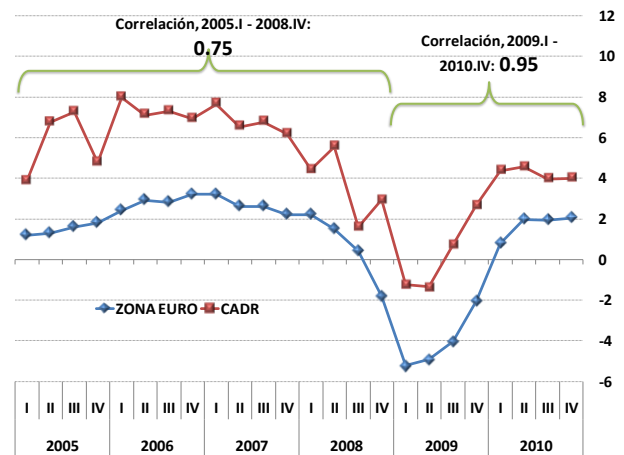
Fuente: SECMCA, REM, No. 140, SIMAFIR y cálculos propios.

⁶ Véase el trabajo de Iraheta (2008) para la SECMCA sobre “Transmisión de los Ciclos Económicos de los Estados Unidos a Centroamérica y República Dominicana”.

Cuando el ejercicio se hace con la Zona Euro, el cambio estructural es también evidente. (Gráfico 3.6). La correlación previo y en la crisis fue de 0.75, en tanto que en la fase de recuperación, la misma aumentó a 0.95. Nótese además, que, como resultado de una comparación meramente descriptiva de los gráficos anteriores, las correlaciones resultaron mayores con la Zona Euro que con los Estados Unidos, tanto antes como después del cambio estructural.

Gráfico 3.6

Región CADR y Zona Euro: PIB trimestral. Tasa de Variación Interanual (2005 – 2010)



Fuente: SECMCA, REM, No. 140, SIMAFIR y cálculos propios.

Asimismo, el análisis estadístico utilizando causalidad de *Granger*, indica que la variación del PIB real trimestral de los Estados Unidos tiene efectos significativos en el PIB real trimestral de la región desde el primero hasta el cuarto trimestre; mientras que las valoraciones estadísticas de causalidad en el sentido de *Granger* entre el PIB real trimestral de la Zona Euro y la región, indican que se transmite un efecto desde el primero hasta el sexto trimestre (Véase Recuadro 3.1). Estos elementos muestran, que si bien las economías de Centroamérica y República Dominicana siguen siendo movidas por la variabilidad económica

de los Estados Unidos, con el transcurrir del tiempo, la Zona Euro ha incidido cada vez más en el comportamiento de la economía regional. En esto, tendrán un papel fundamental, las

relaciones comerciales favorecidas por los acuerdos de asociación, actualmente en etapa final de discusión.

Recuadro 3.1

Breve Evaluación de las Correlaciones Parciales y Causalidad en el Sentido de *Granger* de los Ciclos Económicos de los Estados Unidos y la Zona Euro con Centroamérica y la República Dominicana

En un documento elaborado en la SECMCA en 2008 para medir la transmisión de los ciclos económicos de los Estados Unidos hacia Centroamérica y República Dominicana, se obtuvo la correlación promedio entre dichos ciclos que fue de 0.45. Adicionalmente, utilizando la metodología de correlogramas cruzados se logró detectar que la economía estadounidense se adelantaba, significativamente, en al menos dos trimestres. A tres años de haberse realizado estas pruebas, y luego que los países de la región realizaran importantes avances en la compilación y divulgación de cifras del producto interno bruto real trimestral, así como de haber padecido una fuerte contracción económica e iniciado la recuperación, se recalcularon los coeficientes de correlación para evaluar qué tan distintos son dichos valores antes y después de la crisis, y se corrieron pruebas de causalidad en el sentido de *Granger* para evaluar el número de períodos de asociación significativa entre las series. Asimismo, se incluyó una nueva serie que corresponde a la del PIB real trimestral de la Zona Euro.

Las nuevas mediciones de correlación entre el crecimiento económico medido trimestralmente entre CADR y los EEUU indican que dicho valor aumentó a 0.53. Adicionalmente, cuando se hacen estimaciones pre y post crisis, los valores aumentan respecto de todo el período, pero lo hacen significativamente más en el período de recuperación, confirmando la hipótesis de que el grado de reacción que ha tenido la región a las señales positivas de recuperación en los EEUU ha demorado menos que en el pasado.

Cuadro 3.2

Correlaciones de la tasa de variación interanual del PIB real trimestral de Centroamérica y República Dominicana con la de los Estados Unidos y Zona Euro (2005Q1 – 2010Q4).

	<i>Estados Unidos</i>	<i>Zona Euro</i>
2005Q1 – 2010Q4	0.53	0.89
2005Q1 – 2008Q4	0.66	0.75
2009Q1 – 2010Q4	0.76	0.96

Fuente: Elaboración propia con base en información de la SECMCA.

La interpretación de las pruebas de causalidad en el sentido de *Granger* asume que, teóricamente, los Estados Unidos y la Zona Euro transmiten su dinámica hacia economías pequeñas y abiertas como Centroamérica y República Dominicana y no al revés. De ahí que la interpretación de los resultados, se

hace en el sentido de causalidad estadística desde las dos potencias hacia la región en desarrollo. Los resultados del Cuadro 3.3 muestran que el crecimiento económico de los Estados Unidos tiene efectos estadísticos desde el primero hasta el cuarto trimestre en el crecimiento económico de Centroamérica y República Dominicana; mientras que el crecimiento económico de la Zona Euro dura desde el primero hasta el sexto trimestre incidiendo estadísticamente en el crecimiento económico de la región. De ahí que resulta importante considerar, la inclusión del crecimiento económico tanto de los Estados Unidos como de la Zona Euro en la determinación del crecimiento económico de Centroamérica y la República Dominicana.

Cuadro 3.3

Pruebas de Causalidad en el Sentido de Granger entre el PIB real trimestral de Centroamérica y República Dominicana con el PIB real trimestral de los Estados Unidos y la Zona Euro.

# de rezagos	El PIBt de EEUU causa en el sentido de Granger al PIBt de CADR (probabilidades de rechazo de H_0^a)	El PIBt de ZE causa en el sentido de Granger al PIBt de CADR (probabilidades de rechazo de la H_0^a)
2	Sí (0.009)	Sí (0.004)
3	Sí (0.008)	Sí (0.000)
4	Sí (0.036)	Sí (0.001)
5	No (0.236)	Sí (0.007)
6		Sí (0.032)
7		No (0.074)

a/ La H_0 se define como que el PIBt de los EEUU (ZE) no causa en el sentido de Granger al PIBt de CADR

Fuente: Elaboración propia con base en información de la SECMCA.

Es importante resaltar además, que si bien las tasas de variación del PIB real trimestral de Centroamérica y la República Dominicana se habían mantenido siempre por arriba del crecimiento económico de los Estados Unidos, en la recuperación post-crisis, la aceleración no fue suficiente y las tasas de crecimiento económico de la región han tendido, indeseablemente, a converger con las estadounidenses.

3.4 Continuidad de los estímulos fiscales y participación del sector privado

Desde la perspectiva interna, una de las variables que saltó a la palestra durante el período de mayor afectación de la recesión

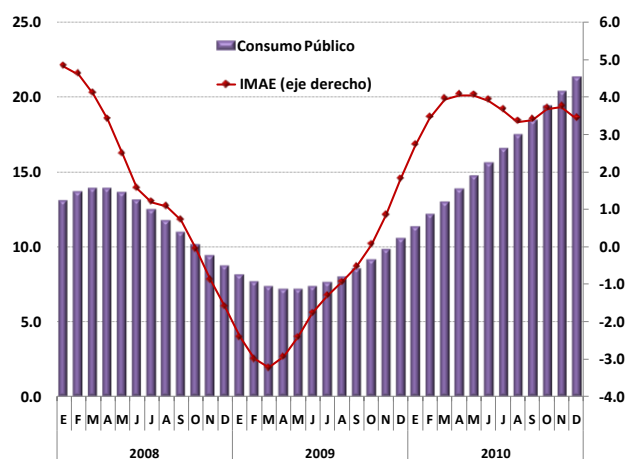
económica, fue el consumo del sector público. Al respecto, han existido algunas percepciones a favor de la función contracíclica que, en principio, tuvieron los gobiernos de los países durante el período de recesión. Sin embargo, el consumo público podría haber tenido más bien, una orientación procíclica (ver Gráfico 3.7).

Desde la perspectiva de la demanda del sector privado, uno de los factores que contribuyó al crecimiento económico en 2010 fue la trayectoria del crédito al sector privado. Si bien la postura de las entidades bancarias, durante el período de contracción económica, había sido de enorme cautela hacia los prestatarios que no aseguraban el reembolso de sus créditos, en el segundo semestre de 2010, la percepción de confianza de los intermediarios financieros

hacia el sector privado mejoró al grado de que el crédito comenzó a repuntar, hasta alcanzar a finales de año, tasas que rondaron los 10 puntos porcentuales (Gráfico 3.8).

Gráfico 3.7

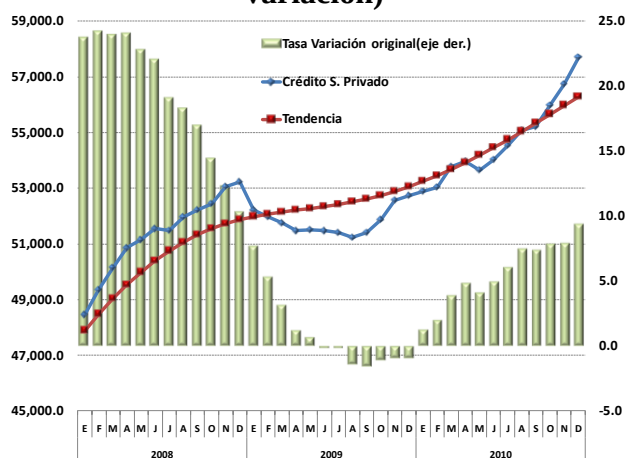
Región CADR: Consumo Público e IMAE
(tasas de variación interanual de las
tendencia ciclo) (2008 – 2010)



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

Gráfico 3.8

Región CADR: Crédito de las OSD al Sector Privado
(Millones de US \$ y tasas de
variación)



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

Dichas tasas no alcanzaron los niveles de las mostradas previo a la recesión económica. Existe la percepción de que los niveles de tasas de 2010 podrían considerarse más saludables,

que expansiones crediticias que pudieran estar alimentando algún tipo de burbuja especulativa en sectores económicos sensibles. En particular, hay preocupación de burbujas especulativas en los bienes raíces, así como riesgos en el crédito al menudeo por concepto de tarjetas de crédito. La recuperación del crédito al sector privado es además, saludable desde la perspectiva de la demanda, pues paulatinamente los países dependen menos del impulso económico del sector público y de su endeudamiento para salir definitivamente de la recesión económica.

A manera de síntesis, Centroamérica y República Dominicana, en forma semejante que otras economías en desarrollo, mostraron una recuperación en su ritmo de crecimiento económico en 2010. Después de analizar el impacto de los recientes choques en los precios de *commodities*, se puede concluir que la región, no se ha beneficiado como lo hicieron la mayoría de países de Suramérica. Las razones se encuentran en el incremento de los precios de las materias primas, debido a que son importadores netos de la mayor parte de estas. La recuperación que mostraron las economías de Centroamérica y República Dominicana en 2010, se originó, en buena medida, por el incremento en la demanda externa. Al depender su desempeño (el de las exportaciones y las remesas), en general, de la evolución macroeconómica de los Estados Unidos, y en particular, de la creación de nuevas fuentes de trabajo, las economías de la región quedaron dependientes y vulnerables al devenir económico de este país. Si bien las economías de la región habían mostrado cierto rezago respecto de la dinámica de la economía estadounidense –estimado en aproximadamente dos trimestres– en la actual época de recuperación económica, dicho rezago se ha

reducido, y la transmisión del ciclo económico de los Estados Unidos se hace casi de inmediato hacia la región. Desde la perspectiva interna, una de las variables que saltó a la palestra durante el período de mayor afectación de la recesión económica, fue el consumo del sector público. La demanda del sector privado fue uno de los factores que contribuyó al crecimiento económico en 2010, favorecido en buena medida por la trayectoria del crédito que le otorgó el sector bancario.

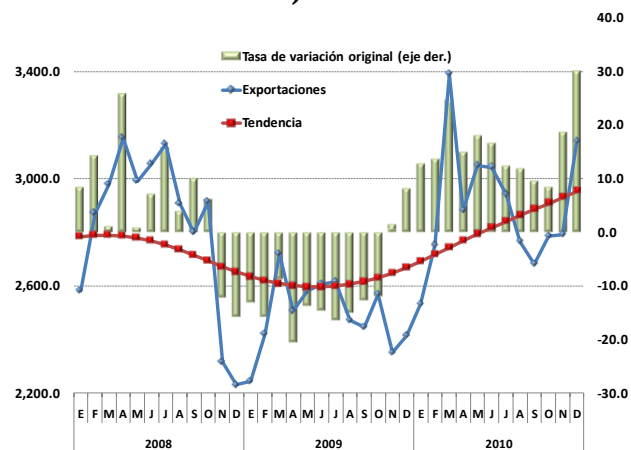
IV. Sector Externo

4.1 Evolución de las Exportaciones e Importaciones.

Como se indicó, las exportaciones totales redujeron su tasa de expansión durante 2010, y solamente hacia finales de dicho año, mostraron un repunte de importancia, hasta superar su tendencia de largo plazo (Gráfico 4.1). El menor ritmo de crecimiento durante una buena parte de 2010 se atribuyó a la desaceleración en la actividad económica y el consumo en los Estados Unidos y la Zona Euro, azotadas por la incertidumbre en torno a las debilidades de sus sistemas financieros, el alto desempleo y la sostenibilidad de sus deudas públicas.

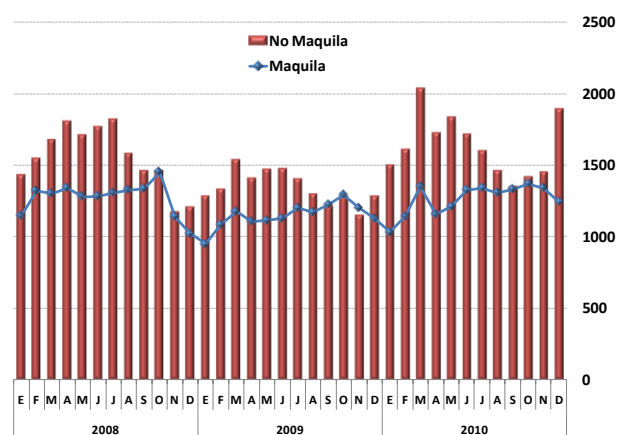
El flujo de las exportaciones de maquila, previo a la recesión mundial, fue cercano a los US \$1,500 millones como promedio mensual, habiendo llegado a estar cercano a los US \$1,000 durante la recesión económica. En el período de recuperación, no se percibe un incremento que llegue a posicionarlas, en forma sostenida, en los niveles previos a la crisis (Gráfico 4.2).

Gráfico 4.1
Región CADR: Exportaciones Totales
(Millones US \$ y tasas de variación
interanual). 2008 – 2010.



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

Gráfico 4.2
Región CADR: Exportaciones de Maquila y
No Maquila (Millones de US \$) (2008 – 2010).



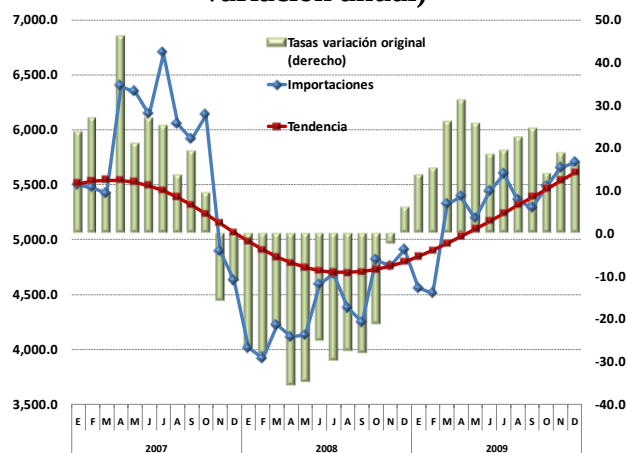
Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

El resto de las exportaciones (de no maquila), también experimentó similar comportamiento. Previo a la recesión, dichas exportaciones superaban los US \$1,500 millones; durante la crisis, su nivel encontró valores entre los US \$1,000 y US \$1,500 millones; pero la recuperación estuvo caracterizada por los vaivenes relacionados con la mayor volatilidad e incertidumbre que ensombreció la recuperación

en las economías desarrolladas, algunas de las cuales son los principales socios comerciales de la región.

Las importaciones, por su parte, se expandieron fuertemente durante el primer cuatrimestre de 2010 (véase Gráfico 4.3), esto, como resultado de la mayor demanda interna, el incremento de los precios internacionales de los *commodities* y la apreciación de los tipos de cambio real observados. Posteriormente, la tasa de crecimiento se desaceleró posicionándose durante el resto del año en torno al 20%. El comportamiento de las importaciones constituye uno de los elementos de análisis más importantes de la dinámica de la actividad doméstica, ya que con éstas se apuntala el consumo, además de formar parte de los bienes intermedios y de capital para la formación bruta de capital doméstica y extranjera.

Gráfico 4.3
Región CADR: Importaciones totales mensuales (Millones de US \$ y tasas de variación anual)

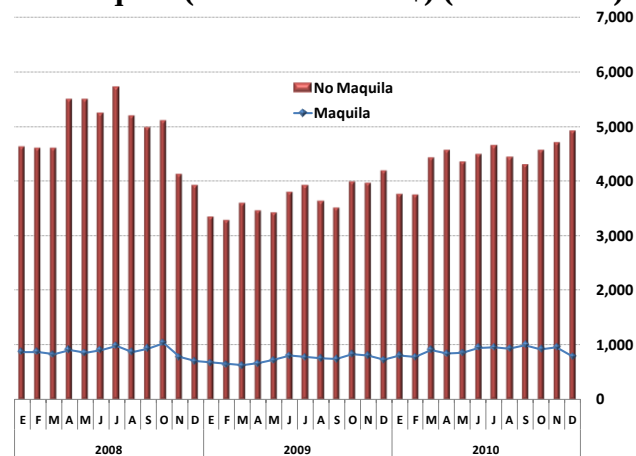


Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

Las importaciones de maquila, siguieron en términos generales, la tendencia de las exportaciones de maquila, y se fueron expandiendo, en la medida se recuperó la demanda externa por este tipo de bienes. El

resto de las importaciones (de no maquila), han tendido levemente a recuperarse y se dirigen a alcanzar montos mensuales en torno US \$5,000 millones, característicos de períodos previo a la recesión económica (Gráfico 4.4).

Gráfico 4.4
Región CADR: Importaciones de Maquila y No Maquila (Millones de US \$) (2008 – 2010).



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

4.2 Factura Petrolera, precios y volúmenes importados de hidrocarburos.

Con el choque del petróleo en 2008 se originó una fuerte factura petrolera que representó aproximadamente el 19.2% del total de las importaciones (8.5% del PIB). Este porcentaje se redujo a 17.3% de las importaciones en 2009 (5.9% del PIB), todo ello, como resultado de la contracción económica y reducción significativa de los precios internacionales. Para 2010, la situación se volvió a revertir derivado del incremento en la actividad económica y los aumentos en los precios internacionales (Véase Cuadro 4.5).

Con relación a los precios unitarios del petróleo importado, se ha podido observar que la tendencia de las series para cada país, sigue la

tendencia del precio internacional de referencia, el *West Texas Intermediate* (Véase Gráfico 4.6).

Gráfico 4.5
Región CADR: Importaciones de Petróleo y Derivados (en millones de US \$ y como % del PIB) 2007 – 2010.

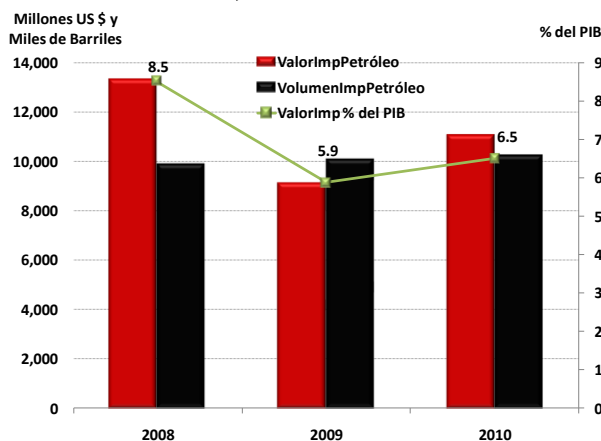
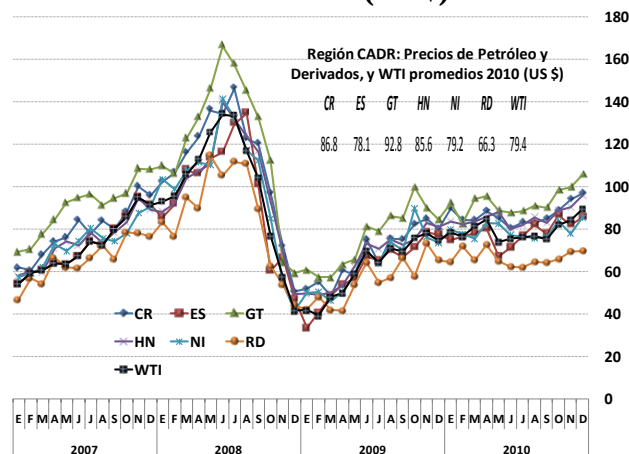


Gráfico 4.6
Región CADR: Precios Unitarios de Petróleo Importado y Precios Internacionales del WTI 2007 – 2010. (US \$)



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

El volumen demandado de petróleo crudo y sus derivados son función directa de la demanda agregada, e inversa de los precios internacionales. El volumen demandado de petróleo y sus derivados, como promedio mensual regional, ha transitado de 9.9 millones de barriles en 2008, a 10 millones en 2009, y a

10.3 millones en 2010. Una aceleración en la actividad productiva requerirá de una dotación mayor de hidrocarburos para su adecuado funcionamiento. Pero también, si los precios a los que son importados los hidrocarburos aumenta, es probable que se desincentive su uso, lo que genera una menor demanda en términos de volumen.

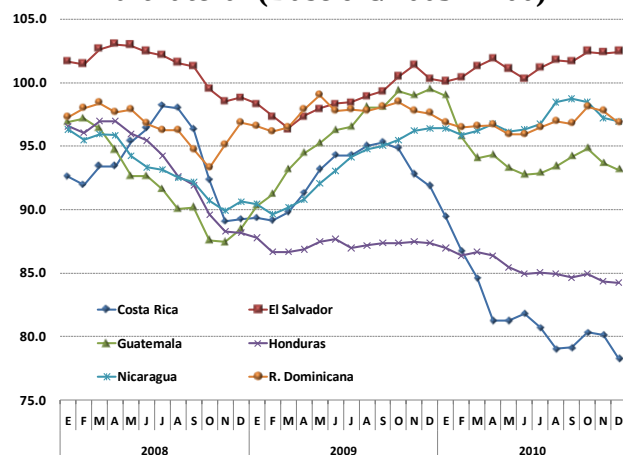
Para intentar corroborar la relación directa de la función de demanda de volumen de petróleo y sus derivados con la actividad económica regional, y los precios a los que se importan dichos hidrocarburos, se realizaron algunas estimaciones utilizando datos de sección cruzada para Centroamérica y República Dominicana. Los principales resultados para la región, utilizando análisis de estática comparativa son, que un incremento en un punto porcentual en la actividad productiva, equivalen a un incremento de 0.39 puntos porcentuales en el consumo de hidrocarburos; por otra parte, un incremento en un punto porcentual en el precio al que se importan dichos hidrocarburos, reduce el volumen demandado en 0.1 puntos porcentuales. La baja elasticidad precio de las importaciones de hidrocarburos, refleja, entre otros aspectos, la fuerte dependencia que tienen los aparatos productivos de la región por el petróleo, gasolinas, aceites y demás derivados.

4.3 Comercio Internacional y Tipos de Cambio Real.

Retornando a la evolución del comercio internacional, la dinámica de las importaciones se explica, en cierta medida, por la apreciación, en términos reales, de los tipos de cambio. El Gráfico 4.7 refleja como el país que más se vio afectado de dicha apreciación real fue Costa Rica, con una tasa de variación punto a punto

del ITCER de -14.7%, seguido de Guatemala con una tasa de -6.4%, Honduras con otra de -3.6%, y en menor medida la República Dominicana con una tasa de -0.7%. Los únicos países que reportaron una depreciación real fueron El Salvador con 2.1% y Nicaragua con 0.6%.

Gráfico 4.7
Región CADR: Tipo de Cambio Real
Multilateral (Base dic/2005 = 100)



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

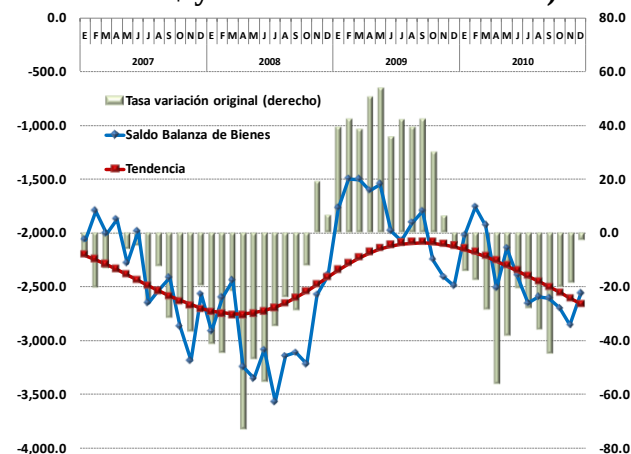
Asimismo, las exportaciones se han visto desincentivadas con las apreciaciones de los tipos de cambio real. Si bien se reconoce que la productividad de las exportaciones y otras ramas de actividad productiva (servicios de turismo) no se fundamenta en los precios relativos, es bastante reconocido, que desalineamientos de los tipos de cambio real respecto de sus tendencias de largo plazo –de equilibrio– están asociados con efectos adversos sobre el rendimiento de las exportaciones y la reactivación económica en general, lo cual tiene sus costos en términos de empleo e ingresos⁷.

⁷ La estimación de los desalineamientos de los tipos de cambio real respecto de sus niveles de equilibrio exige una investigación más exhaustiva que excede los alcances de este Informe.

4.4 Saldos negativos en el Balance de Bienes.

Como resultado del mayor incremento de las importaciones respecto de las exportaciones, aumentó considerablemente el déficit en la balanza de bienes (Gráfico 4.8). En términos de flujos se puede apreciar que el saldo para diciembre de 2010, fue muy similar al de diciembre de 2009. Sin embargo, en términos de flujos acumulados, el déficit fue equivalente a US \$28.7 mil millones, representando una variación anual de -25.8%. Esto constituyó un fuerte deterioro respecto de la situación de 2009, cuando el déficit fue de US \$22.8 mil millones.

Gráfico 4.8
Región CADR: Balanza de Bienes (Millones de US \$ y tasas de variación anual)



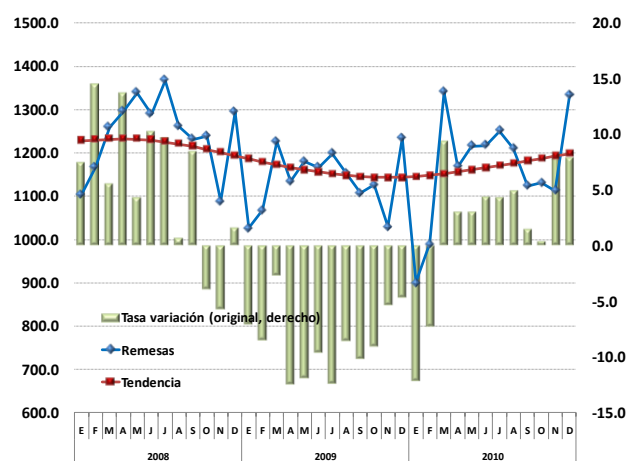
Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

4.5 Las remesas familiares continúan compensando el desbalance en los bienes.

Las remesas familiares, además de constituir un elemento importante para la dinámica del consumo, y en menor medida para la inversión, contribuyen a cerrar la brecha de la balanza de bienes. Además, junto con la comercialización externa de servicios y el turismo hacia no residentes, constituyen los pilares para el financiamiento de las brechas negativas que se generan dentro de la cuenta corriente.

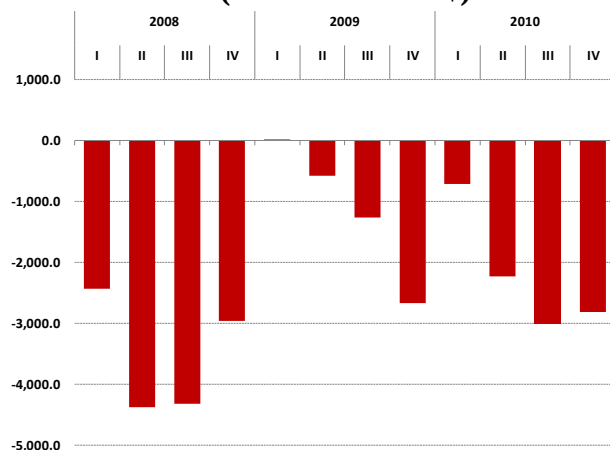
Las remesas familiares mostraron una marcada volatilidad durante 2010 (Gráfico 4.9), como resultado de su dependencia de la actividad económica del principal país emisor de dichos flujos, como lo es los Estados Unidos, así como por la resistencia a disminuir del desempleo en ese país, en particular el de los hispanos.

Gráfico 4.9
Región CADR: Remesas. 2008 – 2010.
(Millones US \$).



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

Gráfico 4.10
Región CADR: Resultado en Cuenta
Corriente de la Balanza de Pagos. 2008 –
2010. (Millones de US \$).



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

De acuerdo con estimaciones de la Secretaría Ejecutiva y tomando en consideración las estadísticas del sector externo de los bancos

centrales, el déficit en cuenta corriente agregado para la región rondó los US \$8.8 mil millones en 2010 (Véase Gráfico 4.10), equivalentes al 4.7% del PIB de la región, que se compara con las estimaciones revisadas de los bancos centrales, cuyas programaciones macroeconómicas lo ubicaron en 5.4% del PIB regional para 2010 (Cuadro 4.1).

Tomando como válidas las estimaciones de un déficit en la balanza de bienes en el ámbito regional de US \$28.7 mil millones, y de un déficit en cuenta corriente regional por US \$8.8 mil millones para 2010, el saldo positivo conjunto de la balanza de servicios, de renta, y las transferencias corrientes (muchas de las cuales son remesas familiares), ascendería a US \$19.9 millones. De este último monto, aproximadamente, unos US \$14.3 mil millones están relacionados con las remesas familiares (49.8% del déficit en la balanza de bienes en el ámbito regional). Las remesas familiares llegaron a representar el 8.4% del PIB regional en 2010 (9.0% en 2009).

Cuadro 4.1
Región CADR: Saldo en la Cuenta Corriente
de la Balanza de Pagos (% del PIB)

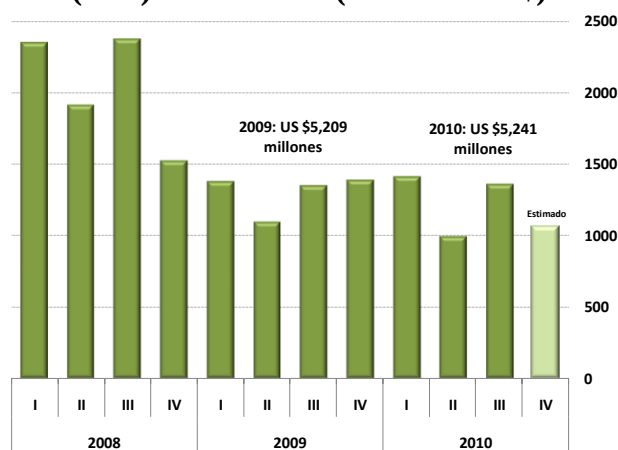
Cuenta Corriente/PIB	2009	2010
porcentajes	Preliminar	Estimado
Costa Rica	-2.0	-3.6
El Salvador	-1.8	-2.2
Guatemala	0.0	-2.7
Honduras	-3.6	-6.2
Nicaragua	-13.3	-14.7
Rep Dominicana	-5.0	-8.6
Promedio CA	-2.4	-4.2
Promedio Región	-3.1	-5.4

Fuente: SECMCA, REM, No. 141 y actualizaciones con información de los Bancos Centrales.

4.6 Financiación por el lado de la cuenta capital y financiera.

Una importante proporción del déficit en cuenta corriente fue financiado por inversión extranjera directa, estimada para 2010 en US \$5.2 mil millones (Gráfico 4.11) –es decir un 59% de dicho déficit–, siendo la República Dominicana y Costa Rica, los principales receptores de IED neta en la región.

Gráfico 4.11
Región CADR: Inversión Extranjera Directa (neta) 2008 – 2010. (Millones US \$)

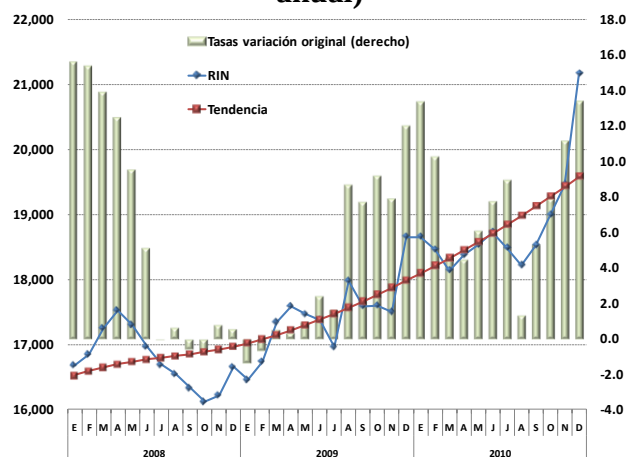


Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

Otro importante influjo de capitales provino por el lado del sector público. De acuerdo con estimaciones de esta Secretaría Ejecutiva, los sectores públicos de la región recibieron, en forma neta por concepto de financiamiento externo, alrededor de US \$2.1 mil millones (24% del déficit en cuenta corriente) (Véase Capítulo V). Dado que la acumulación de activos de reserva –RIN de los bancos centrales– de la región durante 2010 fue de US \$2.5 mil millones, significa que por concepto de créditos comerciales al sector privado, inversiones de cartera, otras inversiones y errores y omisiones, ingresaron a la región, unos US \$4.0 mil millones (45% del déficit).

Así, resultado de los influjos de capital para el financiamiento de los gobiernos centrales de la región, y como resultado de la política de acumulación de reservas internacionales que adoptaron explícita e implícitamente algunos bancos centrales, las RIN ascendieron a US \$21,2 mil millones en 2010 (Gráfico 4.12). El ritmo de acumulación punto a punto fue de 13.4% y llegaron a representar el 12.4% del PIB regional en términos nominales de 2010 (12% en 2009). La fuerte acumulación de reservas ha originado que se ubiquen muy por arriba de su tendencia de largo plazo. Las reservas como meses de importación se ubicaron en 2.9 a finales de 2010 (3.3 en 2009), lo cual podría estar asociado al incremento de las importaciones totales, mencionado anteriormente.

Gráfico 4.12
Región CADR: Reservas Internacionales Netas (Millones de US \$ y tasas de variación anual)



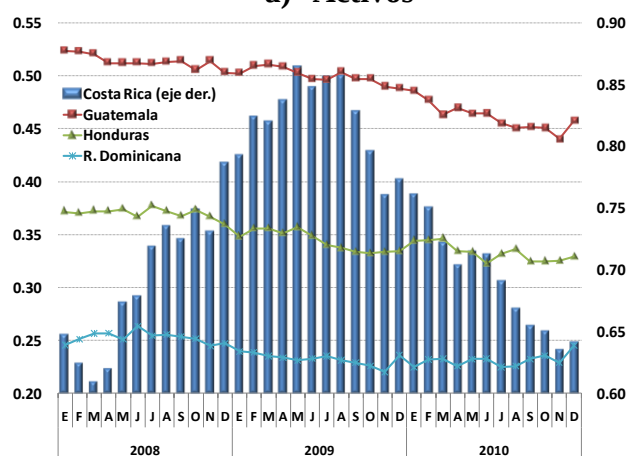
Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

4.7 Sustitución de moneda extranjera por moneda nacional

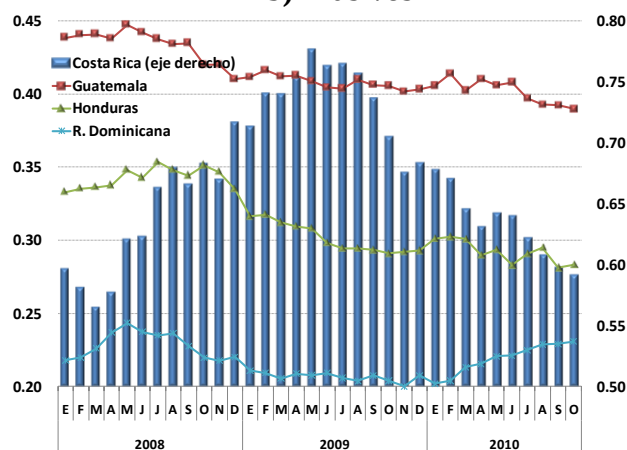
De los países de la región que mantienen algún grado de flotación en sus monedas, Costa Rica ha sido de los más impactados por los influjos de capital y la sustitución de activos y pasivos

en moneda extranjera por moneda nacional, aunque no fue el único; Guatemala y Honduras también vieron cómo se fue sustituyendo activos y pasivos en moneda nacional por moneda extranjera (Véase Gráfico 4.13). Esta situación, aunada a los influjos de capitales de corto plazo y otros no identificados, incidió directamente en las mesas de cambio enviando a la baja el valor de las monedas domésticas.

Gráfico 4.13
Región CADR: Tasas de Sustitución de
Activos y Pasivos de las OSD entre moneda
extranjera y moneda nacional ^{a/}
a) Activos



b) Pasivos



a/ La tasa de sustitución de los activos (pasivos) se estimó como el valor de los activos (pasivos) en moneda extranjera dividido por el valor de los activos (pasivos) en moneda nacional de las OSD. Mide el número de unidades de activos (pasivos) en moneda extranjera que poseen las OSD, por unidad de activos (pasivos) en moneda nacional. Una disminución, indica desdolarización; y un aumento, dolarización.

Fuente: Elaboración propia con base en las EMFAs.

4.8 Políticas cambiarias de los Bancos Centrales con “libre flotación”.

En un intento por contrarrestar la volatilidad y apreciación de sus monedas domésticas, los bancos centrales adoptaron algunas medidas de política a su alcance. A partir de septiembre de 2010, el Banco Central de Costa Rica adoptó una política de acumulación de reservas internacionales, para colocarlas a un nivel apropiado a su PIB, tomando como referencia las proporciones de países pares que mantienen como estrategia de política monetaria, objetivos de inflación. De paso, con dicha política, el BCCR intentó drenar las divisas excedentarias en los mercados cambiarios, esto, con el objetivo de detener la tendencia hacia la apreciación de su moneda nacional. El Banco de Guatemala, por su parte, fue el único banco central de América Latina en poseer una regla cambiaria, la cual se activó cuando el tipo de cambio se desvió en 0.5% respecto de promedio móvil de los últimos días hábiles⁸.

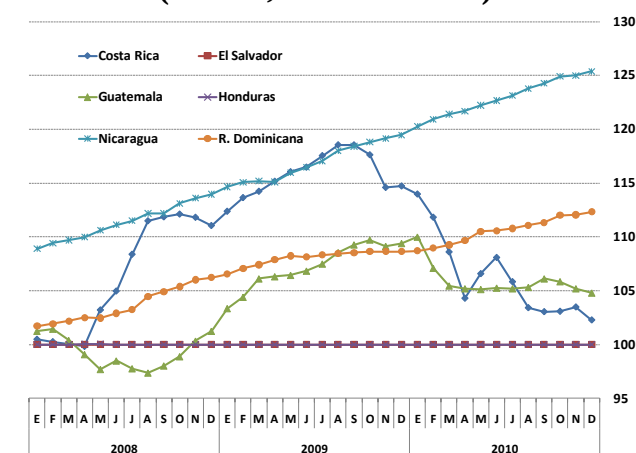
4.9 Apreciación nominal de las monedas.

Uno de los efectos de los fuertes influjos de capital público y privado –de corto y largo plazo– que ingresaron a la región en 2010, fue la apreciación nominal de las monedas nacionales respecto del dólar estadounidense, principalmente, en aquellos países donde por su régimen monetario y cambiario, se permitió la flotación de sus monedas. En particular, la apreciación nominal fue evidente en Costa Rica y Guatemala, en donde la variación punto a punto del tipo de cambio nominal, fue de -10.8% y -4.2%, respectivamente.

⁸ Para mayores detalles se puede consultar la Nota Económica No. 36 de Septiembre de 2010 en la Web de la SECMCA titulada “Prácticas de Intervención en los Mercados Cambiarios bajo Esquemas de Objetivos de Inflación”.

En la República Dominicana, la depreciación del peso se da como resultado de la adopción discrecional de la política cambiaria, la cual se orientará paulatinamente hacia una mayor flexibilidad, para proceder consecuentemente, con la adopción de metas de inflación para la conducción de su política monetaria. Nicaragua, que mantiene un régimen de minidevaluaciones, deprecia periódicamente su moneda nacional a un ritmo anual de aproximadamente 5%. El Salvador y Honduras, por su parte, cuentan con un régimen de tipo de cambio fijo de *jure* y de *facto*, respectivamente (Véase la tendencia en el Gráfico 4.14).

Gráfico 4.14
Región CADR: Tipo de Cambio Nominal
(Índices, base 2005=100)



Fuente: Elaboración propia con base en SIMAFIR.

En conclusión, las exportaciones estuvieron sujetas a los vaivenes de la demanda externa, a su vez, vinculada con las amenazas de la recuperación económica mundial, en particular, de las economías desarrolladas. Las importaciones, por su parte, respondieron más a la dinámica de la actividad productiva doméstica. Uno de los componentes más importantes de las importaciones fue la importación de petróleo. La fuerte dependencia de los aparatos productivos por esta materia prima, hizo que no obstante los fuertes

incrementos en precios, los volúmenes de importación no se redujeran. Las remesas familiares continuaron siendo un factor fundamental para que la región cerrara con niveles relativamente bajos de déficit en cuenta corriente. Los déficits en cuenta corriente fueron financiados, en buena medida, por inversión extranjera directa y endeudamiento público externo. Sin embargo, llamó la atención el importante influjo de capitales que ingresaron, entre otros, por concepto de inversión extranjera directa e inversiones de corto plazo, así como los categorizados como errores y omisiones. Esta situación condujo, por un lado, al incremento en el nivel de reservas internacionales netas de los bancos centrales, y por otro, a una apreciación de las monedas nacionales. Asimismo, la sustitución de moneda extranjera por moneda nacional que se experimenta en el ámbito de las otras sociedades de depósito, constituyó un factor de importancia para explicar la apreciación de las monedas nacionales. Se estuvo en presencia, por otra parte, de una importante apreciación real de los tipos de cambio, lo cual va en detrimento del balance de bienes y servicios, y de la rentabilidad de las ramas de actividades domésticas que tienen como contrapartes, sectores no residentes –exportadores y turismo, en particular–.

V. Sector Fiscal

5.1 Ingresos Fiscales y las Reformas Tributarias.

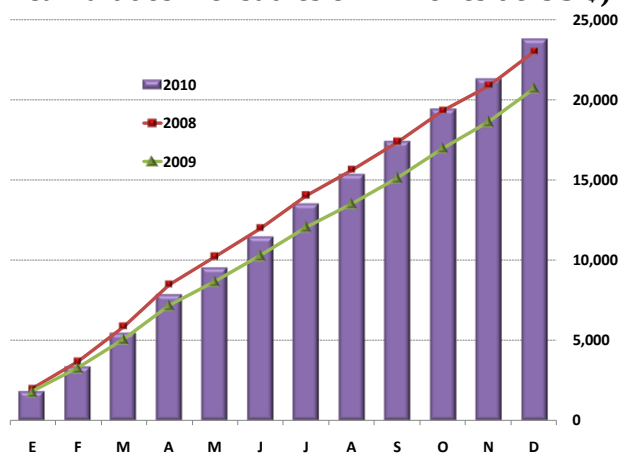
Los ingresos fiscales acumulados aumentaron en consonancia con el mejor ritmo de crecimiento económico, habiendo superado, incluso, los ingresos tributarios observados en 2008 (Gráfico 5.1). No obstante, los ingresos tributarios no

resultan suficientes para los compromisos de gasto social e infraestructura.

En algunos países se hicieron reformas tributarias algunas de las cuales perseguían una distribución más equitativa de la carga tributaria y mejorar la eficiencia del sistema tribuario. Las reformas elevaron ciertos impuestos ya existentes o incorporaron algunos nuevos de carácter específico, e impuestos *ad valorem* sobre algunos productos considerados suntuarios o perjudiciales a la salud, como el tabaco y el alcohol. En otros, se abrió el debate sobre la posibilidad de introducir reformas tributarias para ampliar la base tributaria, incrementar la tasa del IVA, homogeneizar las tasas impositivas sobre los rendimientos de instrumentos financieros, así como imponer el gravamen a las rentas producidas por profesionales independientes.

Gráfico 5.1

Región CADR: Ingresos Tributarios (Flujos Acumulados mensuales en Millones de US \$)



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

5.2 Gastos Fiscales y Rigideces

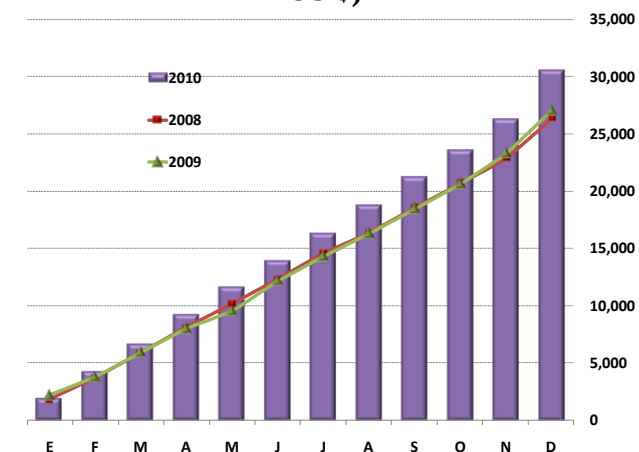
Los gastos fiscales acumulados continuaron aumentando como resultado de la política fiscal expansiva para contener los efectos adversos

provocados por las secuelas de la recesión económica (Gráfico 5.2).

Los gastos de los gobiernos centrales aceleraron su ritmo de expansión debido a las rigideces mostradas por algunos rubros del gasto vinculados con disposiciones de carácter legal. A pesar de los constantes llamados de los organismos internacionales y las calificadoras de riesgo de realizar una “consolidación fiscal” –contención de gastos, con el objetivo de no amenazar la sostenibilidad de la deuda–, las medidas adoptadas por algunos gobiernos centrales para abatir los efectos adversos de la recesión mundial, pasaron de ser “temporales” a “permanentes”, trayendo consigo un deterioro en el flujo del déficit fiscal (Gráfico 5.3).

Gráfico 5.2

Región CADR: Gasto de Gobierno Central (Flujos acumulados mensuales en Millones de US \$)



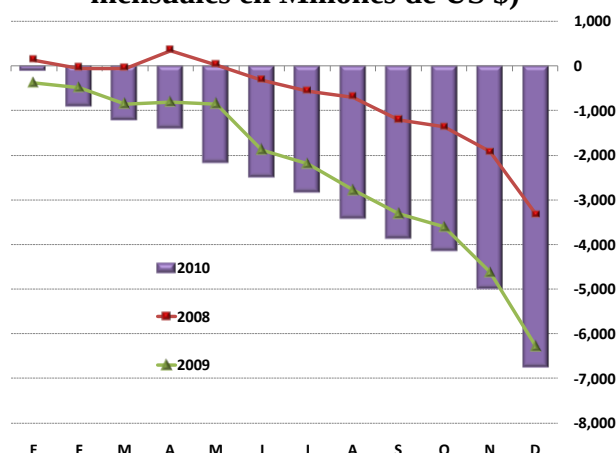
Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

5.3 Leve Reducción del Déficit Fiscal como porcentaje del PIB.

El motivo por el que el resultado financiero de los gobiernos centrales de la región como porcentaje del PIB en 2010 (-3.3%), se mantuvo muy próximo a los niveles observados en 2009 (-3.6%), fue por el incremento del PIB nominal

que ingresa en el denominador de dicha razón. Como se indicó, en términos de flujo, el déficit fiscal aumentó, principalmente, en los últimos meses de 2010. De acuerdo con las estimaciones más recientes de los países, se calcula un déficit fiscal de 3.3% para 2010 (3.6% en 2009) (Cuadro 5.1). Los países de la región que vieron incrementada su razón de déficit a PIB fueron Costa Rica y Guatemala.

Gráfico 5.3
Región CADR: Déficit Presupuestario del Gobierno Central (Flujos acumulados mensuales en Millones de US \$)



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

Cuadro 5.1
Región CADR: Resultado Financiero del Gobierno Central (% del PIB)

Saldo Operacional del Gobierno Central/ PIB	2009 Preliminar	2010 Estimado
Costa Rica	-3.5	-5.5
El Salvador	-3.7	-2.7
Guatemala	-3.1	-3.3
Honduras	-6.2	-4.8
Nicaragua	-2.3	-1.0
Rep Dominicana	-3.5	-2.2
Promedio CA	-3.6	-3.7
Promedio Región	-3.6	-3.3

Fuente: SECMCA, REM, No. 141 y actualizaciones con información de los Bancos Centrales.

5.4 Una “Consolidación Fiscal” de Consenso.

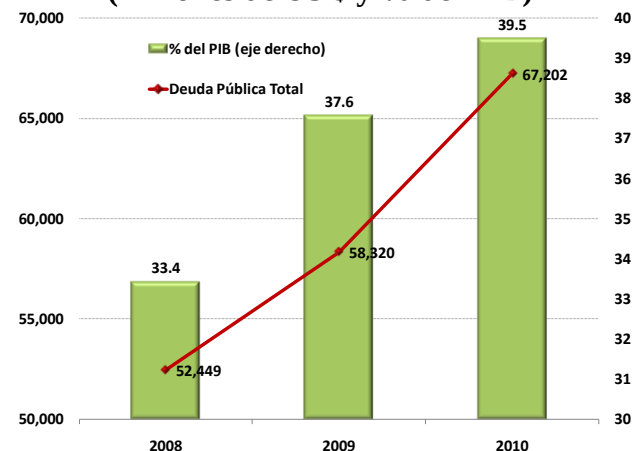
El monitoreo casi permanente que hicieron organismos internacionales como el FMI a través de las revisiones de los acuerdos precautorios, o como resultado de los informes de misión para la revisión del Artículo IV del Fondo, ha presionado a los gobiernos centrales a realizar la “consolidación fiscal”, a través de ajustes y/o priorización del gasto público, para destinarlos hacia infraestructura y el gasto social. La consolidación fiscal se convierte así, en la factura que deben pagar los gobiernos y sociedades de economías emergentes y en desarrollo, por las expansiones en el gasto recomendadas por los organismos financieros multilaterales para apuntalar el crecimiento económico mundial, y que fueron ejecutadas en los peores momentos de la crisis financiera internacional.

5.5 Deuda Pública: Interna y Externa.

El endeudamiento público llegó a su nivel máximo en montos y porcentajes del PIB en 2010. En montos alcanzó US \$67.2 mil millones (US \$58.3 mil millones en 2009); y como porcentaje del PIB ascendió a 39.5% (37.6% en 2009). La tasa de variación anual a diciembre de 2010 fue de 15.2% (11.2% en 2009).

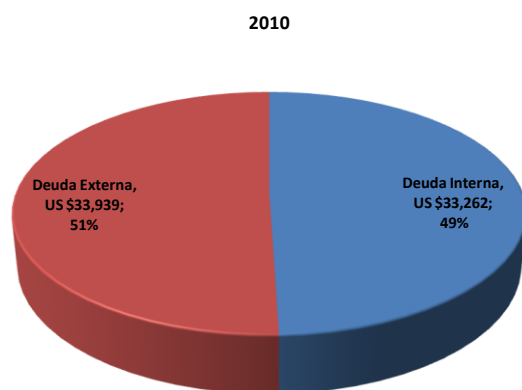
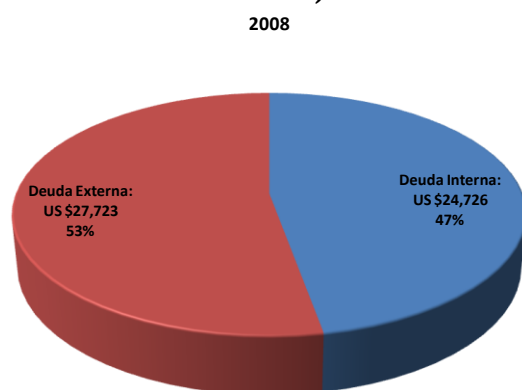
En el transcurso de la recesión económica y la recuperación, la deuda pública interna creció proporcionalmente más que la externa. Para 2008 la proporción que del total correspondía a la deuda interna era de, aproximadamente, 47%; dicha proporción llegó a ser 49% en 2010 (Véase Gráfico 5.5).

Gráfico 5.4
Región CADR: Deuda Pública Total
(Millones de US \$ y % del PIB)



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

Gráfico 5.5
Región CADR: Deuda Pública Total. 2008 y 2010. (Estructura porcentual Interna y Externa)



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

Esta estructura, que pareciera haber variado poco en el lapso de dos años, refleja por una parte, las limitadas condiciones de financiamiento externo a las que tuvieron que acomodarse los gobiernos de la región; y por otro, anticipa un endurecimiento de las condiciones en términos de plazo y tasas de interés de la deuda contratada internamente con inversionistas domésticos. Esta situación no sólo ha deteriorado la situación misma de las finanzas públicas, sino, imprime vulnerabilidades al balance del sistema financiero, principal acreedor doméstico de los gobiernos centrales.

5.6 Perfil de la Deuda del Gobierno Central.

De los US \$67.2 mil millones de la deuda pública total, al menos US \$48.7 mil millones corresponden a la deuda del Gobierno Central, es decir, el 72% del total⁹. Las características básicas del perfil de la deuda del gobierno central es la siguiente:

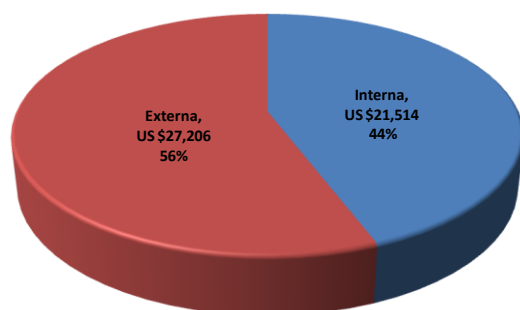
i. El 56% de la deuda del gobierno central se tipifica como externa (US \$21.5 mil millones); El 44% restante es interna (US \$ 27.2 mil millones) (Gráfico 5.6);

ii. El 67% de la deuda del gobierno central está emitida en instrumentos de renta fija (US \$32.6 mil millones); 29% en instrumentos de renta variable (US \$14.1 mil millones); y 4% en instrumentos con tasas reales (US \$2.0 mil millones);

⁹ Se agradece la información proporcionada por el CAPTAC-DR, que compiló la información básica para la construcción del perfil de la deuda en el Taller de Deuda Pública, del 15 al 18 de marzo de 2011, en Panamá. Las estadísticas del perfil de la deuda del gobierno central no incluyen las cifras de Honduras por no estar disponibles.

Gráfico 5.6

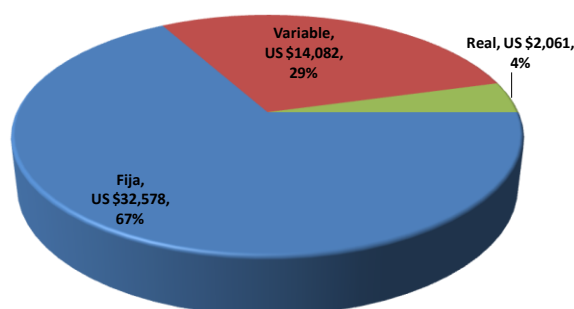
Región CADR: Deuda del Gobierno Central Interna y Externa.
(Millones y %)
2011



Fuente: Elaboración de la SECMCA con base en información de los Ministerios de Hacienda y/o Finanzas.

Gráfico 5.7

Región CADR: Deuda del Gobierno Central. Por Tipo de Instrumento. (Millones y %)
2011

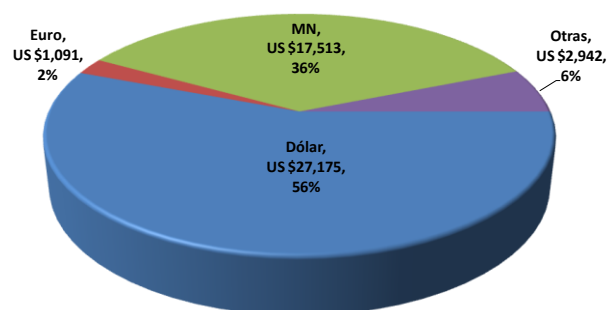


Fuente: Elaboración de la SECMCA con base en información de los Ministerios de Hacienda y/o Finanzas.

iii. El 56% de la deuda del gobierno central se encuentra denominada en dólares de los Estados Unidos (US \$27.2 mil millones); el 36% en moneda nacional (US \$17.5 mil millones); el 2% en Euros (US \$1.1 mil millones); y el 6% restante en otras monedas (US \$2.9 mil millones).

Gráfico 5.8

Región CADR: Deuda del Gobierno Central. Por Moneda.
(Millones y %)
2011

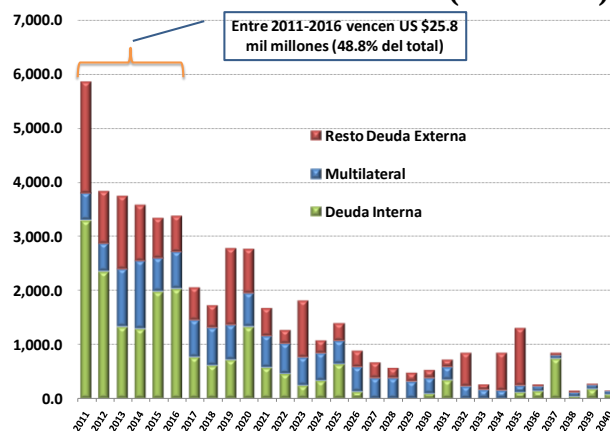


Fuente: Elaboración de la SECMCA con base en información de los Ministerios de Hacienda y/o Finanzas.

iv. Durante el próximo sexenio, incluido 2011, se vencerá aproximadamente el 48.8% de la deuda total del gobierno central, esto es, unos US \$25.8 mil millones; y a menos que los gobiernos no renueven dichos montos - que no incluye el servicio por concepto de intereses -, se tendrá que hacer frente a dichas amortizaciones.

Gráfico 5.9

Región CADR: Perfil de Amortizaciones de la Deuda del Gobierno Central (2011-2040)



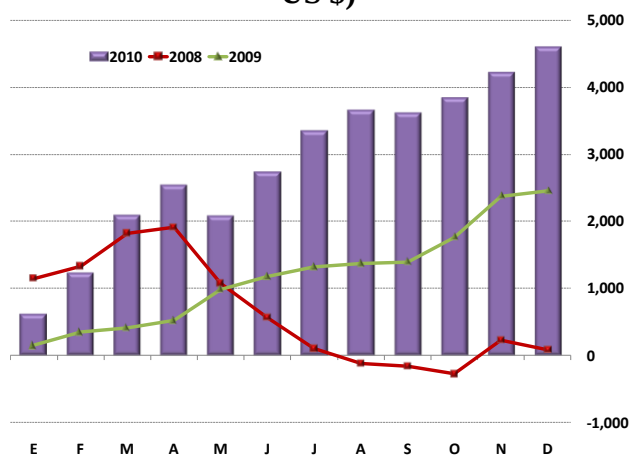
Fuente: Elaboración de la SECMCA con base en información de los Ministerios de Hacienda y/o Finanzas proporcionada en el Taller Regional de Deuda Pública en Panamá, marzo de 2011.

5.7 Sostenibilidad y Financiamiento de la Deuda Pública.

Algunos análisis por país elaborados por organismos internacionales han mostrado que no existen problemas de sostenibilidad en la deuda pública, principalmente, en aquellos países que finalizaron en la década pasada, programas para países pobres altamente endeudados. Además, existe la presunción de que por ser países pequeños y en expansión económica, existe un respaldo en términos de crecimiento económico, y de que no se percibe la posibilidad de creación de “bolas de nieve” dadas las actuales condiciones financieras de bajas tasas de interés. Sin embargo, de modificarse dichas condiciones, es posible que algunos países puedan comenzar a enfrentar dificultades en términos de sostenibilidad.

La información disponible refleja que durante 2010 el financiamiento de los déficits del sector público no financiero, ha provenido, en su mayor parte, de fuentes internas (Gráficos 5.10 y 5.11).

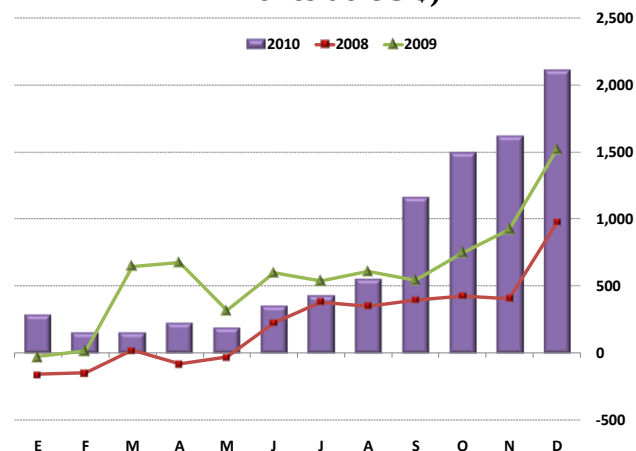
Gráfico 5.10
Región CA: Financiamiento Interno SPNF
(Flujos mensuales acumulados en millones de US \$)



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

Gráfico 5.11

Región CA: Financiamiento Externo del SPNF (Flujos mensuales acumulados en millones de US \$)



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

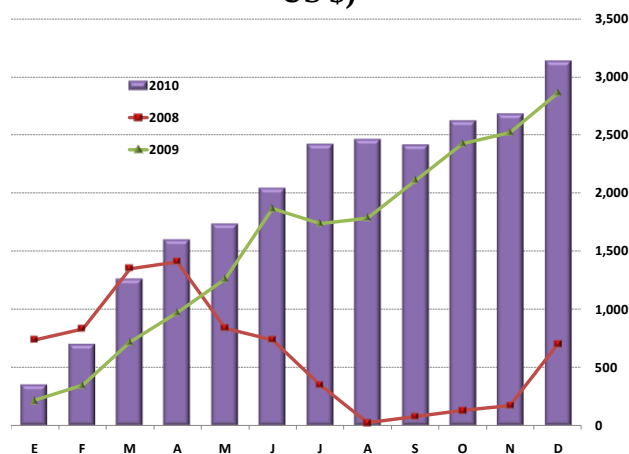
Las necesidades de financiamiento de los sectores públicos de la región, coincidió con la abundante liquidez en los sistemas financieros (bancarios) en los países, derivado en parte por los influjos de capitales que aprovechan las mejores tasas de interés, así como por la política preventiva de los bancos domiciliados de invertir en instrumentos de renta fija, de bajo riesgo y elevadas rentabilidades.

5.8 Financiamiento Público por parte de las Otras Sociedades de Depósito.

Como se indicó, una buena proporción del financiamiento del déficit del SPNF provino de fuentes internas, y dentro de los sectores acreedores se encuentran las otras sociedades de depósito (OSD), compuestas por bancos, cooperativas, financieras y demás instituciones captadoras de depósitos del público. De acuerdo con estimaciones de esta Secretaría Ejecutiva, aproximadamente el 70% de las necesidades de financiamiento doméstico de los sectores públicos fue provista por las OSD (Compárese los Gráficos 5.12 y 5.10).

Gráfico 5.12

Región CADR: Crédito de las OSD al SPNF
(Flujos mensuales acumulados en millones de US \$)

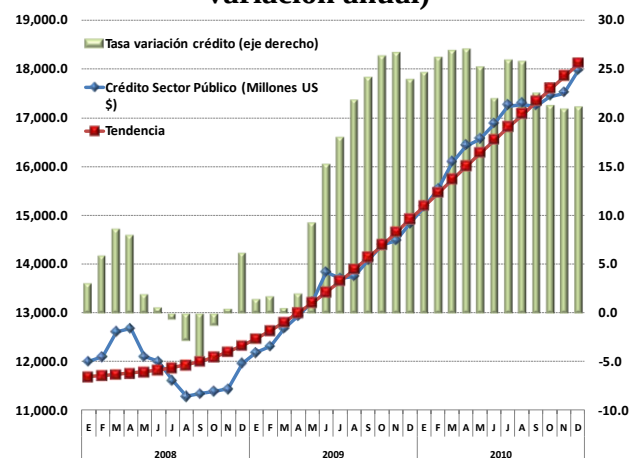


Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

Si bien la participación de las OSD en el financiamiento del gasto público se mantuvo en niveles elevados en 2010, se han abierto espacios para la participación de la iniciativa privada en la recuperación económica, lo cual se ha evidenciado en las tasas de variación del crédito al sector privado *vis-à-vis* sector público proveniente de las OSD (Véase Gráficos 5.13 y 3.8).

Gráfico 5.13

Región CADR: Crédito de las OSD al SPNF
(Saldos en millones de US \$ y tasas de variación anual)



Fuente: SECMCA, EMFAs.

5.9 Calificaciones de Deuda

En términos generales, los instrumentos de deuda soberana de largo plazo en moneda extranjera emitidos interna y externamente, recibieron durante 2010 una calificación con grado de sub-inversión por parte de las instituciones reconocidas internacionalmente en la medición de riesgo (Véase Cuadro 5.2).

La excepción fue Costa Rica, por haber recibido en el tercer trimestre de 2010, calificación con grado de inversión por parte de *Moody's Investors*. Las valoraciones que vertieron las calificadoras, así como organismos internacionales que monitorean periódicamente la evolución de la deuda pública, giraron en torno a la necesidad de dirigir las políticas de ingresos y gastos hacia la consolidación fiscal. Las principales recomendaciones fueron: ampliar la base tributaria, mejorar la administración impositiva, reorientar el gasto hacia infraestructura y sectores sociales desfavorecidos, y garantizar una administración de deuda consecuente con la sostenibilidad en el mediano y largo plazo.

Cuadro 5.2

Región CADR: Calificaciones de Riesgo País

Resumen de Calificación de Riesgo País, Largo Plazo (Diciembre 2010)							
		CR	ES	GT	HN	NI	RD
Fitch Ratings	Calificación	BB	BB	BB+	n.c.	n.c.	B
	Perspectiva	Estable	Negativa	Estable	n.c.	n.c.	Estable
Institutional Investors ^{1/}	Calificación	55.1	45.5	45.3	30.9	23.9	40.8
		↑	↓	↑	↓	↑	↑
Moody's Investor Service	Calificación	Baa3	Ba1	Ba1	B2	B3	B1
	Perspectiva	Estable	Negativa	Estable	Estable	Estable	Estable
Standard and Poor's	Calificación	BB	BB	BB	B	n.c.	B
	Perspectiva	Estable/B	Estable/B	Estable/B	Estable/B	n.c.	Positivo/B

Fuente: <http://www.fitchratings.com>; <http://www.iimagazine.com>; <http://www.moody.com>; y <http://www.standardandpoors.com>

^{1/} Institutional Investors publicó en 2010 solamente una calificación.

n.c.: no es calificado

Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

A manera de conclusión, el déficit del gobierno central medido en términos anuales y como proporción del PIB, mejoró en 2010 como

resultado de las mayores recaudaciones tributarias, e incrementos en el PIB nominal. Los gobiernos centrales han iniciado la “consolidación fiscal” requerida por los organismos internacionales y calificadoras de riesgo. No obstante, la calificación de la deuda pública en los mercados internacionales sigue siendo considerada como de grado de sub-inversión, lo que implica el pago de elevadas primas de riesgo. A pesar de que no existe evidencia de amenazas en torno a la sostenibilidad de la deuda pública total, los gobiernos centrales y en general, los sectores públicos de la región, están llamados a realizar profundas reformas tributarias que conduzcan minimizar los riesgos de *default* en los pagos de compromisos futuros. En los próximos seis años, según información sobre el perfil de la deuda de los gobiernos centrales, de no haber renovación, deberán atenderse vencimientos por US \$ 25.8 mil millones, lo que representa el 48.8% del total. A estos montos deberán agregarse los provenientes por contingencias, principalmente, las derivadas de desastres naturales, así como los provenientes de fenómenos climáticos adversos.

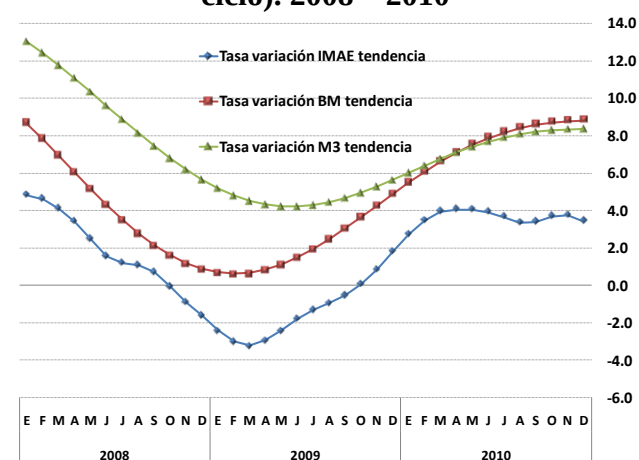
VI. Sector Monetario

6.1 Evolución de la Base Monetaria y de los Requerimientos de Encaje.

La variación interanual de la base monetaria ampliada para el conjunto de la región, ha registrado, en términos generales, un comportamiento similar al de la variación interanual del indicador de alta frecuencia de la actividad económica (Gráfico 6.1). Sin embargo, durante 2010 se apreció una ralentización en el ritmo de actividad productiva, mientras que la base monetaria

continuó en ascenso, así como el agregado monetario en sentido amplio, lo que podría adelantar algún tipo de presiones inflacionarias.

Gráfico 6.1
Región CADR: Base Monetaria e IMAE (tasa de variación interanual de las tendencias ciclo). 2008 – 2010

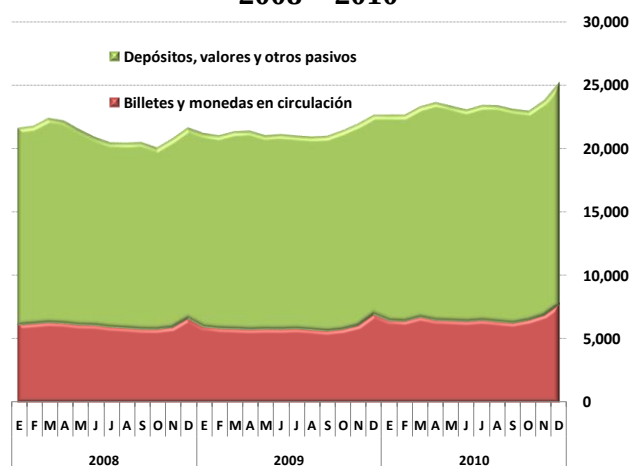


Fuente: SECMCA, EMFA-1 y SIMAFIR.

La tendencia ascendente de la base monetaria ampliada al final del período muestral como se desprende del Gráfico 6.2, -independiente del factor estacional propio de diciembre-, tiene su explicación en el incremento de las reservas obligatorias¹⁰ y excedentarias de las otras sociedades de depósito, la mayoría de las cuales son mantenidas como reservas en los bancos centrales. De hecho, del total de la base monetaria, alrededor del 70% corresponde a depósitos, valores y otros pasivos, por lo que incrementos voluntarios o requeridos de reservas por concepto de encaje, incrementan la base monetaria ampliada.

¹⁰ Las tasas de encaje legal se mantuvieron inalteradas durante 2010 para todos los Bancos Centrales miembros del CMCA.

Gráfico 6.2
Región CADR: Componentes de la Base Monetaria Ampliada (Millones de US \$).
2008 – 2010



Fuente: SECMCA, EMFA-1.

La prueba de que las otras sociedades de depósito mantuvieron reservas excedentarias en el banco central, se deriva a partir del porcentaje de encaje efectivo comparado con el encaje legal. El Cuadro 6.1 muestra los porcentajes de encaje efectivo como proporción de las obligaciones sujetas a encaje en moneda nacional y extranjera, comparado con el encaje legal en ambas monedas, por país. Las razones que explican este sobre-encaje están vinculadas con los excedentes de liquidez en los sistemas financieros domésticos, tema que será abordado en los subsiguientes apartados.

Según los registros de las Estadísticas Monetarias y Financieras Armonizadas, los

excedentes de encaje ocurrieron, en su mayor parte, en moneda extranjera y menos en moneda nacional (Véase Recuadro 6.1). Esto podría estar relacionado con la menor demanda de crédito en moneda extranjera, lo que habría terminado generando los excedentes de liquidez en esa moneda. Además, es coherente con la desdolarización de los activos de las OSD.

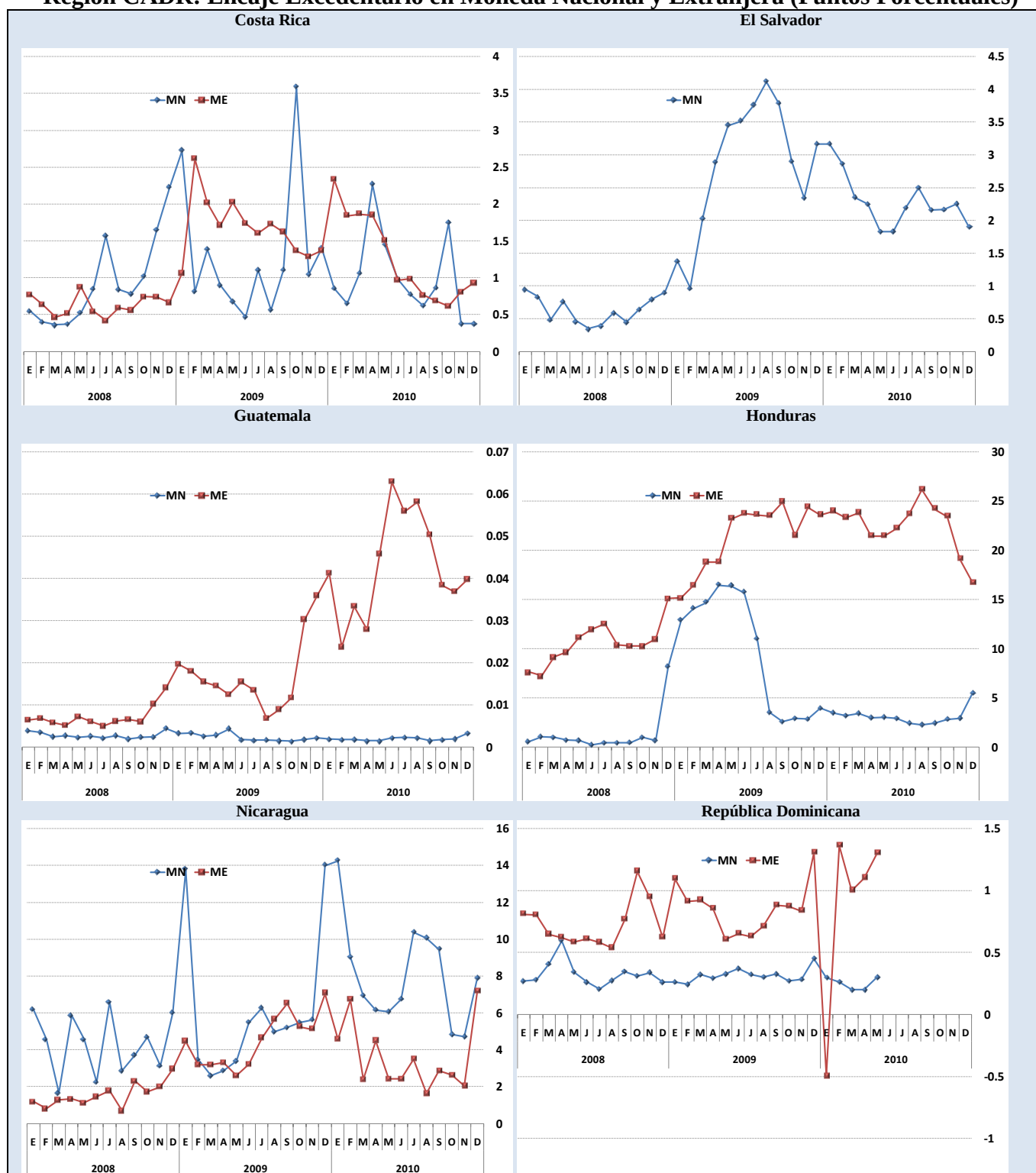
Cuadro 6.1
Región CADR: Encaje Efectivo y Legal.
2009-2010

	MONEDA NACIONAL			MONEDA EXTRANJERA		
	Encaje Efectivo Promedio Anual		Encaje legal	Encaje Efectivo Promedio Anual		Encaje legal
	2009	2010		2009	2010	
<i>Costa Rica</i>	16.3	16.0	15.00	16.9	16.3	15.00
<i>El Salvador</i> ^{a/}	23.0	23.4	Cuenta Corriente: 25.0%; Dep.Ahorro y Plazo: 20.0%.	23.0	23.4	Cuenta Corriente: 25.0%; Dep.Ahorro y Plazo: 20.0%.
<i>Guatemala</i>	14.8	14.8	14.60	16.2	18.9	14.60
<i>Honduras</i>	23.1	21.1	No remunerado: 6.0%; En inversiones obligatorias: 12%	43.4	46.8	No remunerado: 12.0%; 2% adicional en bancos 1er orden; Inversiones obligatorias: 10%.
<i>Nicaragua</i>	22.3	24.3	16.25	20.8	19.8	16.25
<i>R. Dominicana</i>	18.8	17.2	Bancos múltiples: 17.0%; Resto: 12.5%	20.9	21.2	Bancos múltiples: 20.0%.

a/ Se refiere a la reserva de liquidez en dólares de los EEUU.

Fuente: SECMCA, SIMAFIR; y Matriz de Principales Medidas de Políticas Macroeconómicas en Centroamérica y República Dominicana Vigentes a Diciembre de 2010 (Véase Anexo).

Recuadro 6.1
Región CADR: Encaje Excedentario en Moneda Nacional y Extranjera (Puntos Porcentuales)



Fuente: SECMCA, EMFA-2.

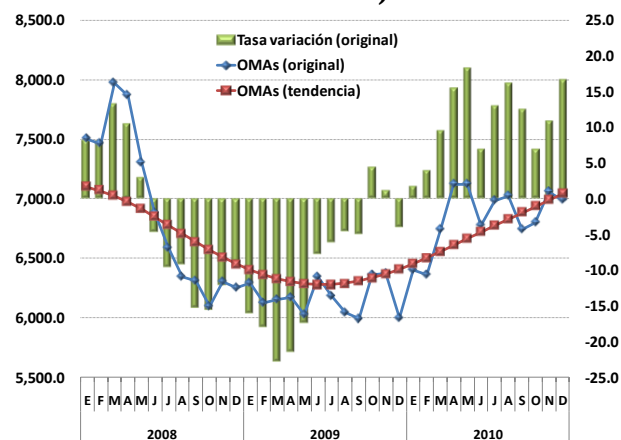
6.2 ¿Señales Restrictivas de las Operaciones Monetarias o Acomodamiento a los Excedentes de Liquidez?

Como se indicó en el Capítulo II, el único Banco Central que ha iniciado incrementos en las tasas de interés de política monetaria en la región, ha sido el de la República Dominicana. El resto de Bancos Centrales mantuvo durante 2010 inalterada las tasas de política en un intento de enviar señales al mercado de continuar estimulando la actividad productiva en la medida que el balance de riesgos de inflación se lo permitía. El análisis de la orientación de la política monetaria podría modificarse al analizar el resto de instrumentos de los que disponen los Bancos Centrales, en particular, las operaciones utilizando valores distintos de acciones, una estimación muy próxima a las operaciones de mercado abierto. Algunos de ellos son encajables, y esto los convierte en instrumentos remunerados.

De acuerdo con la evidencia que se desprende del Gráfico 6.3, los Bancos Centrales comenzaron a recoger liquidez del sistema bancario, denotado en las tasas positivas de las emisiones de valores distintos de acciones que se ubicaron entre 10% y 15% anual durante 2010.

La política de absorción utilizando valores del Banco Central al ser pasivos con costo, elevan los niveles de déficit cuasifiscal, situación que pudiera ser diferente, si los excedentes de liquidez se conservaran en forma de depósitos con cero rendimiento o se mantuvieran en la caja de los bancos en forma de emisión primaria. Desde esa perspectiva, la orientación de la política monetaria ha sido acomodaticia ante los excedentes de liquidez de las OSD.

Gráfico 6.3
Región CADR: Valores Distintos de Acciones Emitidos por los Bancos Centrales. 2008 – 2010. (Millones de US \$ y tasas de variación interanual)



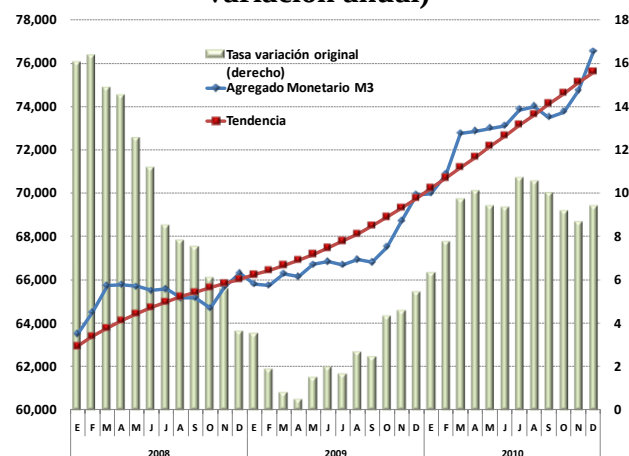
Fuente: SECMCA, EMFA-1.

6.3 Evolución Favorable de los Agregados Monetarios.

La contraparte financiera de la evolución económica lo constituye el agregado monetario más amplio, conocido como M3, que de acuerdo con las definiciones de dinero establecidas en las Estadísticas Monetarias y Financieras Armonizadas (EMFA), incluye el circulante en monedas y billetes, los depósitos transferibles, otros depósitos, y los valores distintos de acciones, tanto en moneda nacional como extranjera.

El agregado monetario M3 alcanzó, en el ámbito regional, niveles promedios que rondaron los US \$73.2 mil millones, equivalentes a una variación interanual de 9.3% (2.7% en 2009) (Gráfico 6.4).

Gráfico 6.4
Región CADR: Agregado Monetario M3
(Saldos en millones de US \$ y tasas de
variación anual)



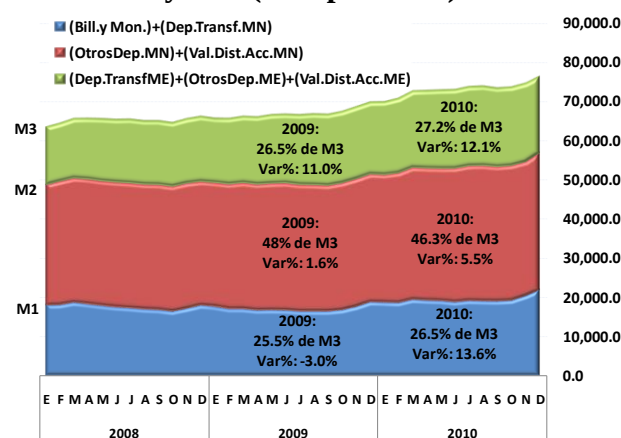
Fuente: SECMCA, EMFA-1.

El incremento del agregado monetario M3 obedece, fundamentalmente, al incremento en M1 (billetes y monedas, y depósitos transferibles, todos en moneda nacional); y al cuasidinero en moneda extranjera (compuesto por los depósitos transferibles, otros depósitos, y valores distintos de acciones, todos en moneda extranjera). Contrario a lo esperado, el cuasidinero en moneda nacional (otros depósitos y valores distintos de acciones en moneda nacional) aumentó proporcionalmente menos que el resto de instrumentos (Gráfico 6.5).

Las razones de este comportamiento se fundamentan en el hecho de que, al estar expresados todos los instrumentos financieros en moneda extranjera para la compilación de las EMFA regionales, los valores dolarizados de los instrumentos de El Salvador y Nicaragua provocan el incremento más que proporcional de los instrumentos en moneda extranjera sobre los instrumentos en moneda nacional. Adicionalmente, en los agregados monetarios se excluyen una serie de pasivos de las sociedades de depósito, entre los que se encuentran los

depósitos en moneda nacional de los gobiernos centrales, que por definición están influenciados más por la política fiscal y no por la orientación de la política monetaria y/o financiera de los Bancos Centrales. Como se observa en el Gráfico 6.5 el agregado monetario M2 que incluye instrumentos incluidos en la definición del dinero en sentido amplio en moneda nacional representó el 72.8% de M3, en tanto los instrumentos en moneda extranjera, representaron el 27.2% restantes.

Gráfico 6.5
Región CADR: Agregado Monetario M1, M2
y M3. (Componentes)



Fuente: SECMCA, EMFA-1.

El grado de profundización financiera, medido por la relación cuasidinero en moneda nacional a M3, resultó significativo en niveles de 46% en 2010. Si la relación se hace entre el cuasidinero y M2, la razón de profundización financiera alcanza el 64%. Estos niveles indican el grado de desarrollo, solidez y liquidez de los sistemas financieros en la región, reafirmando la confianza del público en ellos.

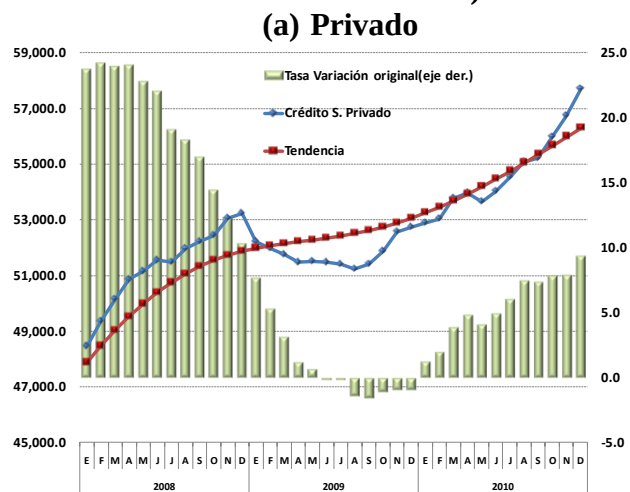
6.4 Evolución del Crédito

Como se indicó en capítulos anteriores, los agregados de crédito con destino hacia los sectores público y privado, comenzaron a dar

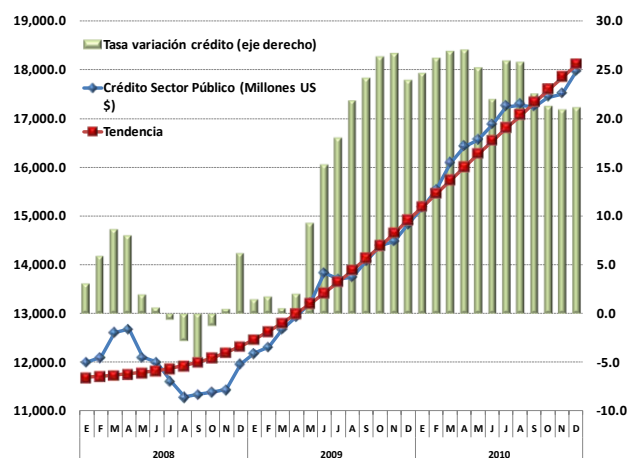
giros importantes en 2010. Por ejemplo, el crédito al sector público redujo sus tasas de expansión; y el crédito al sector privado se mantuvo creciendo a tasas bajas pero en ascenso. El crédito al sector público se desaceleró pasando de tasas de 25% a otras de 20%; el crédito al sector privado, por su parte, alcanzó tasas cercanas al 10% a finales de 2010. El crédito total de las OSD como proporción del PIB se mantuvo en niveles del 42%, poniendo de manifiesto la relevancia de la intermediación financiera en el desarrollo de las actividades productivas.

El financiamiento de las OSD hacia el sector privado y la consecuente menor participación del sector público, fue vista positivamente ya que eso permitió una mayor participación de agentes privados en la reactivación de la actividad económica y relajó las presiones sobre las OSD de mantener una creciente exposición con entidades públicas. Si bien, como fue señalado, no hay evidencia de amenazas de insostenibilidad de la deuda que lleven a riesgo de no pago, las lecciones de las crisis de deuda soberana en economías avanzadas, particularmente de las europeas, indican que es mejor realizar los ajustes fiscales a tiempo, antes de verse enfrentados a dificultades de insolvencia con las otras sociedades de depósito, que podrían conducir a rescates que difícilmente los bancos centrales de la región estarían en posibilidad de afrontar.

Gráfico 6.6
Región CADR: Crédito de las OSD al Sector Privado y Público (Millones de US \$ y tasas de variación interanual)



(b) Público



Fuente: SECMCA, EMFA-1.

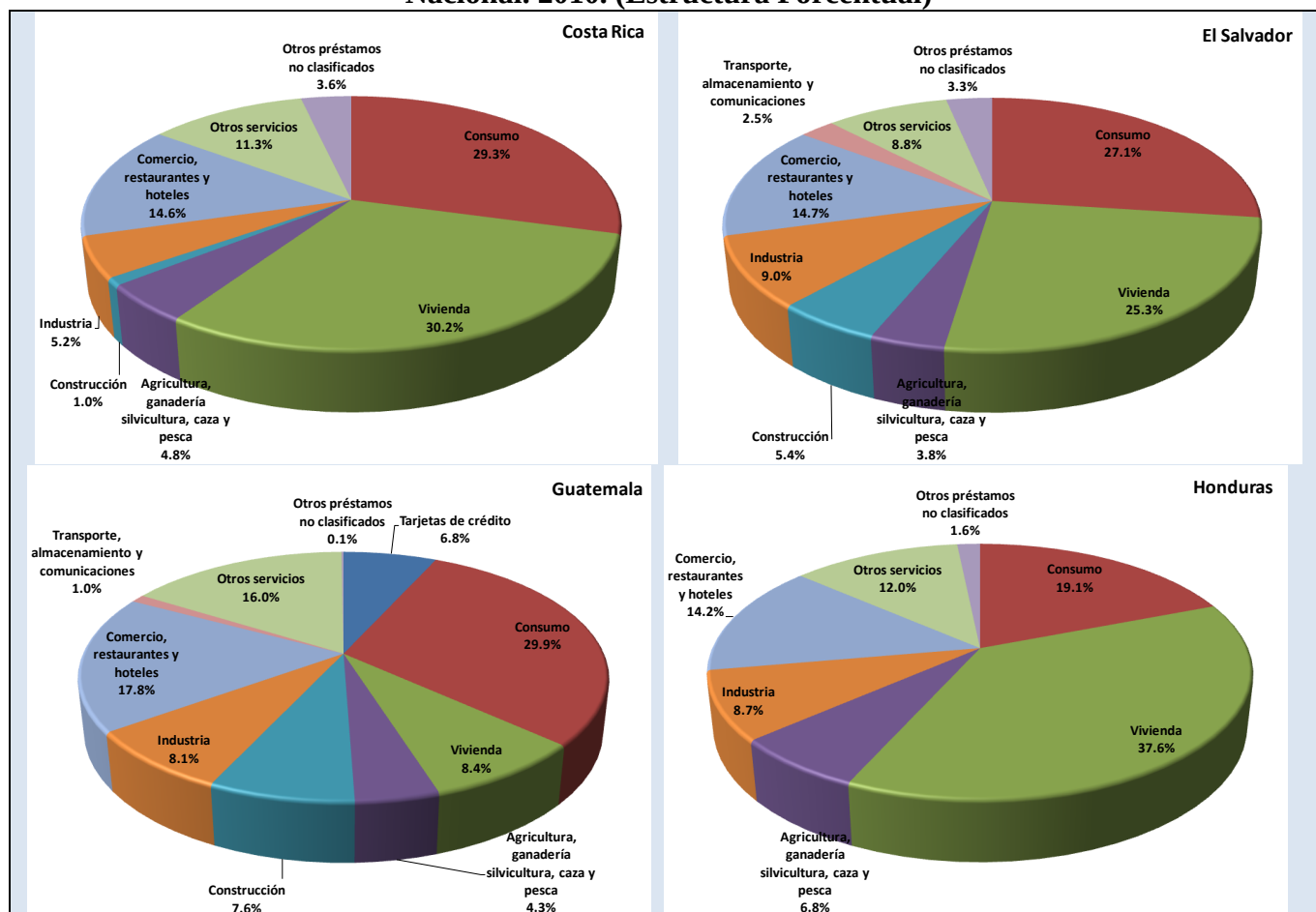
6.5 Crédito al Sector Privado por Destino Económico.

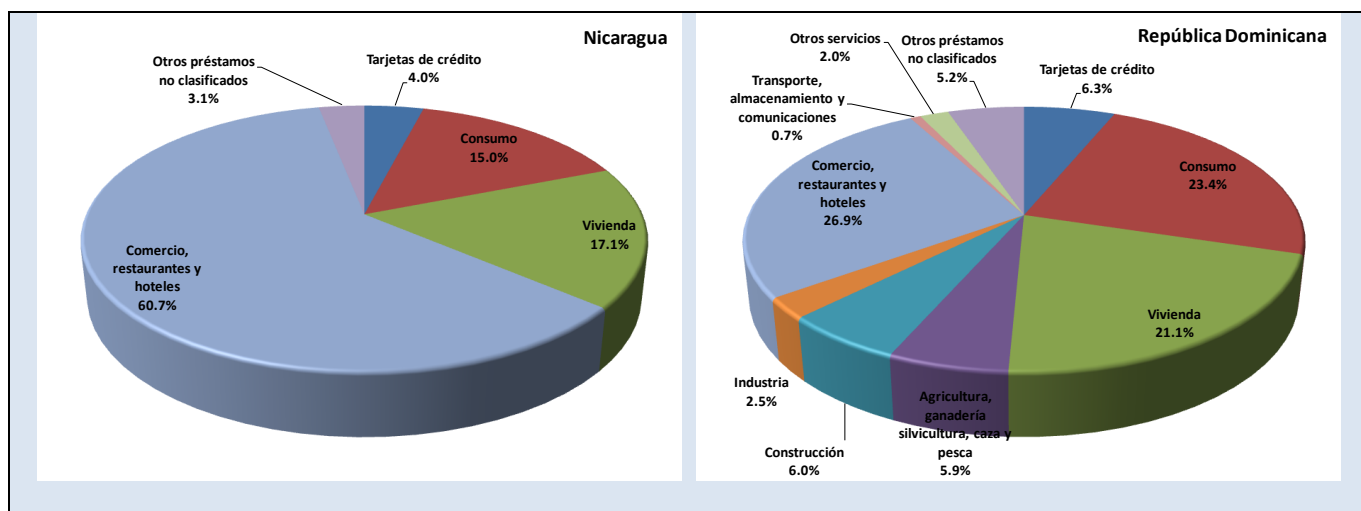
De acuerdo con las Estadísticas Monetarias y Financieras Armonizadas, el principal destino económico del crédito de las otras sociedades de depósito fueron: Consumo (incluidas tarjetas de crédito); Vivienda (incluida la construcción); y Comercio, restaurantes y hoteles (Véase Recuadro 6.2). Llama la atención la poca atención crediticia que reciben las actividades

vinculadas con la Agricultura, ganadería, silvicultura, caza y pesca, y la Industria manufacturera. Adicionalmente, la concentración del crédito para Consumo, Vivienda, y Comercio, restaurantes y hoteles,

genera una elevada exposición al riesgo de las OSD, pues algunas de ellas se han visto seriamente afectadas por la recesión económica, y se encuentran todavía en letargo.

Recuadro 6.2
Región CADR: Destino Económico del Crédito de las Otras Sociedades de Depósito en Moneda Nacional. 2010. (Estructura Porcentual)



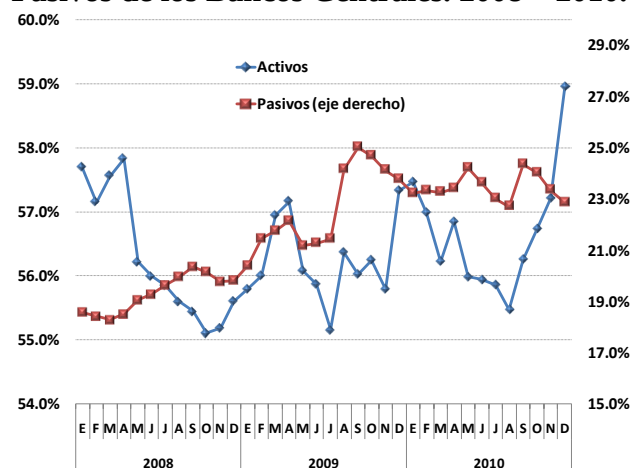


Fuente: SECMCA, EMFA-2.

6.6 Reducción de la Dolarización de los Activos y Pasivos de las Sociedades de Depósito¹¹.

El aumento de la dolarización de los pasivos del Banco Central en el período de pre crisis y durante la recesión económica, pudo haber estado relacionado con la adquisición de empréstitos externos por parte de los Bancos Centrales, con el objetivo de otorgarlos a los intermediarios financieros, ante una eventualidad – que nunca ocurrió – de escasez de liquidez en los mercados. Una vez disipada la incertidumbre de una posible iliquidez en el mercado, la dolarización de los pasivos se mantuvo constante entre 23% y 25% (Gráfico 6.7).

Gráfico 6.7
Región CADR: Dolarización de Activos y Pasivos de los Bancos Centrales. 2008 – 2010.



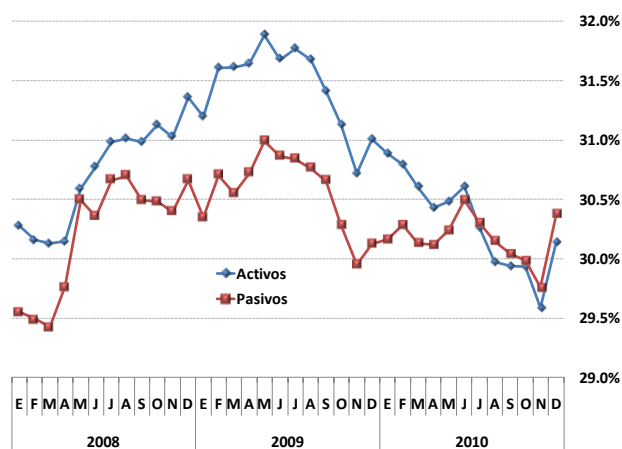
Fuente: SECMCA, EMFA-1.

La elevada y volátil dolarización de los activos de los Bancos Centrales obedece principalmente, a que la mayoría de los instrumentos son activos con no residentes en forma de reservas internacionales. El aumento de la dolarización de los activos a partir del segundo semestre de 2010 podría estar relacionado con el incremento en las reservas internacionales dada la abundante liquidez en dólares de los sistemas financieros y de las economías en general.

¹¹ Los indicadores de dolarización se estimaron a partir de todos los activos y pasivos de las sociedades de depósito, y no solamente de los instrumentos incluidos en las definiciones de dinero en sentido amplio.

Entre tanto, la dolarización de los activos y pasivos de las otras sociedades de depósito (OSD) alcanzó su máximo en el primer cuatrimestre de 2009. A partir del segundo cuatrimestre de ese año, la tendencia general ha sido a la baja (Gráfico 6.8).

Gráfico 6.8
Región CADR: Dolarización de Activos y Pasivos de las Otras Sociedades de Depósito. 2008 – 2010.



Fuente: SECMCA, EMFA-1.

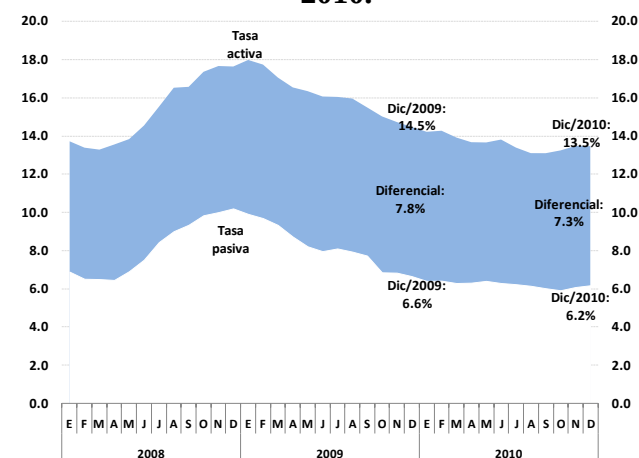
Algunos argumentos que podrían explicar esta situación están relacionados con: i. la flexibilización cuantitativa de los Estados Unidos que redujo las tasas internacionales de interés de referencia para los créditos y depósitos en el sistema financiero, generando desincentivos para mantener instrumentos denominados en dólares; ii. la mayor demanda de empréstitos en monedas nacionales por parte de los gobiernos centrales, y en general por el sector público, ante la menor oferta de recursos externos, dada la incertidumbre y restricción de créditos externos que caracterizó los períodos de crisis financiera internacional; iii. la mayor promoción de créditos en moneda nacional por parte de las OSD, dadas las pérdidas ocasionadas por la revalorización cambiaria; iv. las relativamente elevadas tasas de interés

domésticas originadas por las crecientes necesidades de financiamiento de los sectores públicos. Adicionalmente, debe resaltarse, que la continua preferencia del público por instrumentos en moneda nacional, ha provocado una mayor apreciación de las monedas locales.

6.7 Las Tasas de Interés se han reducido, aunque permanecen relativamente elevadas.

Las tasas de interés activas y pasivas en moneda nacional y extranjera reportaron durante 2010 una tendencia leve hacia la disminución, aunque todavía se mantienen en niveles relativamente elevados (Gráfico 6.9 y 6.10).

Gráfico 6.9
Región CADR: Tasas de Interés Activas y Pasivas Nominales en Moneda Nacional. 2008 – 2010.

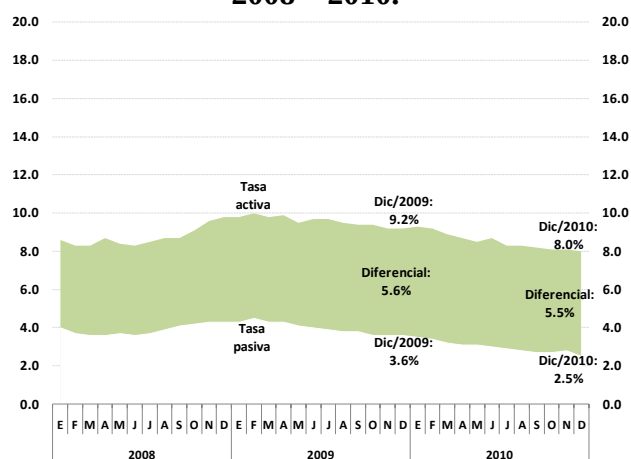


Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

Dichas rebajas dejaron los niveles de tasas en posiciones todavía muy superiores respecto de las tasas internacionales, en parte, debido a la presión que se deriva de los déficits financieros del sector público. Además, las instituciones bancarias enviaron, de esa forma, señales al sector privado de su intención de financiar proyectos de inversión que fuesen lo suficientemente rentables para garantizar el retorno de los créditos.

Según se desprende del Gráfico 6.9, la rebaja durante 2010 en las tasas activas en moneda nacional fue de 1 punto porcentual y en las pasivas, de 0.4 puntos, dejando el margen de intermediación en 7.3 puntos porcentuales, apenas 0.5 puntos inferior al observado en 2009 de 7.8 puntos. Haber mantenido elevadas tasas de interés en moneda nacional y extranjera, fue también uno de los factores que atrajo a los inversionistas a invertir capitales de corto plazo, y dado que ello implica apreciaciones en el tipo de cambio, les garantizó retornos elevados a la hora de tomar la decisión de trasladar sus rendimientos a dólares.

Gráfico 6.10
Región CADR: Tasas de Interés Activas y Pasivas Nominales en Moneda Extranjera. 2008 – 2010.



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

Las tasas de interés nominales en moneda extranjera se redujeron más que las de instrumentos en moneda nacional. Las tasas activas en moneda extranjera se redujeron en 1.2 puntos porcentuales, y las pasivas en 1.1 puntos porcentuales. No obstante, a finales de 2010 el diferencial se mantuvo casi invariable en 5.5 puntos porcentuales (5.6 puntos en 2009) (Gráfico 6.10).

En el ámbito doméstico, el diferencial de tasas pasivas en moneda nacional y extranjera motiva a los inversionistas locales a sustituir instrumentos en moneda extranjera por moneda nacional, reproduciendo así la tendencia apreciativa de las monedas nacionales frente al dólar de los Estados Unidos.

A manera de conclusión, la base monetaria ha evolucionado siguiendo la tendencia del ritmo de actividad económica regional. Los excedentes de liquidez de las otras sociedades de depósito han sido absorbidos por los Bancos Centrales, sin que ello represente una señal de restricción monetaria, debido, principalmente, a que dichas emisiones no compiten con las operaciones activas de las OSD. Los niveles de profundización financiera reflejan no sólo la solidez y sanidad de los sistemas financieros en la región, sino la confianza del público en mantener y conservar su riqueza en instrumentos pasivos de mediano y largo plazo. Ha retornado la dinámica del crédito al sector privado y se ha moderado el ritmo de crecimiento del crédito al sector público. El crédito de las OSD se concentró en las actividades vinculadas con el Consumo, la adquisición de Vivienda y Construcción, y el Comercio, en desmejora de los créditos para actividades productivas como la Industria Manufacturera y las actividades Agropecuarias. Se ha reducido sustancialmente el grado de dolarización de los activos y pasivos de las OSD. En el caso particular de los Bancos Centrales, la dolarización de los activos se conserva constante, dado el peso mayoritario de las reservas internacionales en su balance. La reducción paulatina de las tasas de interés activas y pasivas en moneda nacional y extranjera, sigue el comportamiento de las tasas de interés internacionales de referencia, aunque

se mantienen relativamente elevadas, así como se conservan elevados los diferenciales o márgenes de intermediación financiera.

VII. Retos de la Política Monetaria, Cambiaria y Financiera para 2011.

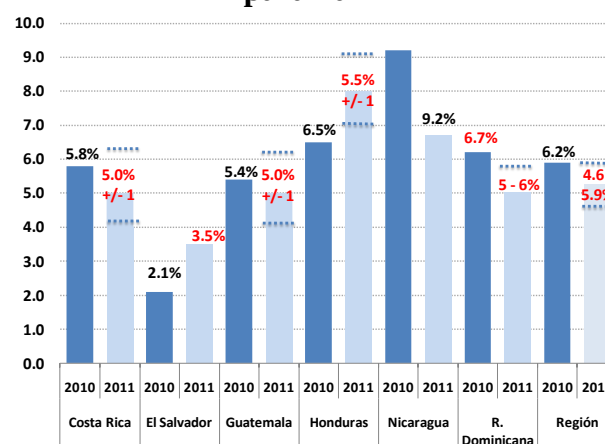
Las acciones de política monetaria, cambiaria y financiera de los Bancos Centrales de la región, están condicionados a factores de origen externo como: i. los rápidos incrementos de las materias primas energéticas y alimenticias; ii. la lenta recuperación de las economías desarrolladas que son, de paso, sus principales socios comerciales; iii. la lenta recuperación del empleo en los Estados Unidos que ralentiza la dinámica de las remesas familiares hacia la región; y iv. la continuidad de la política de flexibilización cuantitativa en los Estados Unidos que inunda de dólares los mercados de economías emergentes y en desarrollo, apreciando las monedas locales y reproduciendo distorsiones internas que inciden en las actividades productivas.

Se identifican a continuación, algunos retos comunes a la Política Monetaria, Cambiaria y Financiera en su compromiso para alcanzar las metas y proyecciones de inflación que se muestran en el Gráfico 7.1.

i. El momento oportuno para modificar la postura de la política monetaria, en tanto no se concretizan los efectos de segunda ronda de incrementos en precios internacionales, como el petróleo y alimentos, así como de amenazas inflacionarias provenientes de los principales socios comerciales extrarregionales. Este proceso de aceleración en los precios de algunas materias primas estratégicas para Centroamérica y la República Dominicana, se podría ver impulsado, adicionalmente, por los conflictos

políticos de algunos productores estratégicos, así como por impactos adversos en los precios al consumidor provenientes de fenómenos naturales, algunos de los cuales, pudieran estar asociados al cambio climático.

Gráfico 7.1
Región CADR: Inflación Observada 2010 y Metas o Proyecciones de los Bancos Centrales para 2011



Fuente: Elaboración propia con base en información de la SECMCA, REM No. 141 y actualizaciones.

ii. Medidas de ajuste derivadas de la expansión del gasto público que generen excesos de demanda no deseados y que incidan sobre las expectativas inflacionarias. Los riesgos inflacionarios estarán relacionados con las decisiones que, sobre el resultado financiero del gobierno central, adopten las autoridades fiscales; el manejo austero del gasto corriente; los incentivos y facilidades para la formación bruta de capital, los flujos de financiamiento interno y externo, y la administración eficiente de la deuda pública. Todos estos elementos inciden sobre el desempeño de la política monetaria y apelan a una coordinación con la autoridad fiscal para contribuir decididamente, a la obtención de la estabilidad macroeconómica.

iii. El afinamiento de la operatividad de los instrumentos de política monetaria y financiera - encaje legal, operaciones de mercado abierto, manejo de la liquidez en los mercados de dinero y cambiario-, que sean eficientes y oportunas en el alcance del objetivo inflacionario. Las autoridades monetarias, en particular aquellas con algún compromiso explícito y/o implícito de metas de inflación, se verán en la disyuntiva de contrarrestar los efectos apreciativos de los flujos de capitales (de corto y largo plazo), sin que ello contravenga el marco flexible de libre determinación de la tendencia y valor de las monedas nacionales respecto de la principal referencia internacional, el dólar estadounidense.

VIII. Perspectivas Macroeconómicas Regionales de la SECMCA para 2011.

8.1 Inflación

Con base en las metas y/o proyecciones de inflación de los Bancos Centrales para 2011, la Secretaría Ejecutiva del CMCA estima un rango meta (proyección) de inflación regional de entre 4.6% y 5.9% para 2011 (5.9% para 2010) (Véase Cuadro 8.1).

Utilizando modelos de ARIMA y econométricos, se han estimado proyecciones de inflación las que resultaron ser sustancialmente más elevada que la meta (proyección) de inflación de los Bancos Centrales. Las estimaciones propias, sin considerar reacciones de las políticas monetarias, han señalado que la inflación regional podría ubicarse entre 6.4% y 8.5% para 2011, dependiendo de los supuestos de los escenarios básicos y alternativos de los modelos estructurales y de series de tiempo (Véase Gráfico 8.1 y Recuadro 8.1).

Cuadro 8.1
Región CADR: Inflación Observada y Metas
(Proyecciones) de los Bancos Centrales.
2010 – 2011.

Inflación (IPC) porcentajes	2010	Proyección 2011
Costa Rica	5.8	5.0 ± 1
El Salvador	2.1	3.5
Guatemala	5.4	5.0 ± 1
Honduras	6.5	8.0 ± 1
Nicaragua	9.2	6.7
Rep Dominicana	6.2	5.0 - 6.0
Promedio CA	5.8	4.5 - 5.9
Promedio Región	5.9	4.6 - 5.9

Fuente: SECMCA, REM, No. 141 y actualizaciones con información de los Bancos Centrales.

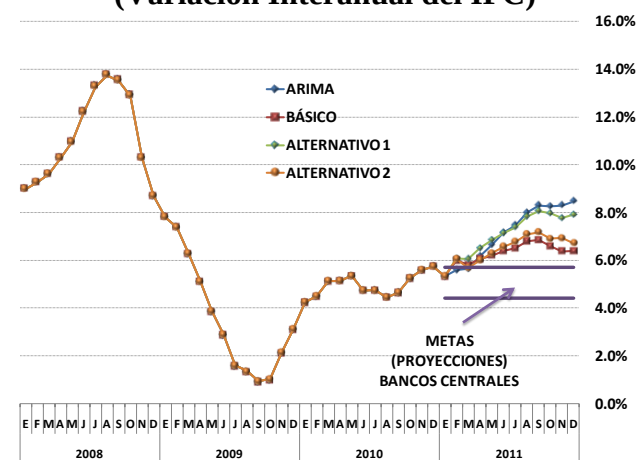
Como se indicó en los apartados II y VII, uno de los principales retos de la política monetaria para 2011 será anclar las expectativas de inflación de los agentes a las metas de los Bancos Centrales. Adicionalmente, los Bancos Centrales deberán anticiparse a los efectos de segunda ronda del incremento en los precios internacionales de las principales materias primas energéticas y alimenticias.

Los pronósticos utilizando modelos econométricos, -fundamentados en determinantes de largo y corto plazos de la inflación-, ponen en evidencia la necesidad de evaluar, oportunamente, los ajustes en los instrumentos de política en manos de los Bancos Centrales con el objetivo de incidir sobre las expectativas y así alcanzar las metas de inflación y/o minimizar sus desviaciones respecto de las definidas para 2011.

Al respecto, el momento para el giro de la señal de política monetaria es importante, pero lo es también la medida de la corrección mediante tasas de interés de política e instrumentos del mercado de dinero, ya que incrementos en las tasas no sólo podrían desincentivar el consumo

y la inversión, sino, atraer inversionistas de corto plazo que apreciarían aún más el valor de las monedas domésticas, afectando el volumen de exportaciones, la dinámica de la actividad turística, y el valor doméstico de las remesas familiares, entre otros.

Gráfico 8.1
Región CADR: Inflación Regional Observada 2008 -2010, y Pronósticos SECMCA 2011.
(Variación Interanual del IPC)



Fuente: Elaboración propia con base en información de la SECMCA.

Para identificar el momento de realizar los ajustes en los instrumentos de la política monetaria, para abatir las amenazas de inflaciones esperadas provenientes de los efectos de segunda ronda del incremento en los precios de las materias primas, es importante analizar y medir apropiadamente la inflación subyacente. No hace falta que los bancos centrales anuncien la inflación subyacente con el solo fin de satisfacer importantes requerimientos de transparencia; sería más importante que sean afinadas las metodologías para su cálculo y leídas apropiadamente las señales del indicador para tomar las medidas oportunas y en la dimensión justa.

Recuadro 8.1 **Modelos para el Pronóstico de la Inflación Regional**

Para el pronóstico de la inflación regional, se utilizó un Modelo de Corrección de Errores y varios escenarios de supuestos sobre el comportamiento posible de variables exógenas en el vector. Adicionalmente, se modeló la inflación con una versión automática de modelos ARIMA. Para modelar un mecanismo de corrección de errores, fue necesario primero, definir las variables, endógena y exógenas. Como variable endógena se consideró el Índice de Precios al Consumidor Regional que se obtiene de la combinación ponderada de los IPC nacionales. Como variables exógenas se utilizaron la mayoría de variables que fueron definidas en el Modelo Macroeconómico Regional Trimestral elaborado en la SECMCA en 2009; estas fueron: un índice precios internacional de un *commodity*, seleccionando al petróleo, por su incidencia estratégica en los aparatos productivos de los países; un indicador promedio regional de la paridad de las monedas nacionales respecto del dólar estadounidense, seleccionando un promedio ponderado de los tipos de cambio nominal; y un indicador de presiones de demanda, habiendo seleccionado la definición amplia de dinero, medida por el agregado monetario M3. Se realizaron las correspondientes pruebas de raíces unitarias y cointegración para, posteriormente, validar la relación de largo plazo entre las variables. La expresión de corto y largo plazo fue definida de la siguiente manera (minúsculas representan logaritmos naturales de las variables):

$$\nabla p_t = \beta_0 + \beta_1 \nabla pp_t + \beta_2 \nabla e_t + \alpha[p - \gamma_1 e - \gamma_2 pp - \gamma_3 m3 - \gamma_0]_{t-1} + \beta_3 \nabla p_{t-1} + \beta_4 \nabla pp_{t-2} + \beta_5 \nabla e_{t-2} + \mu_t$$

Donde,

∇ representa el operador de primera diferencia regular,

p = índice de precios al consumidor ponderado regionalmente;

pp = índice de precios internacional del petróleo;

e = índice de tipo de cambio nominal;

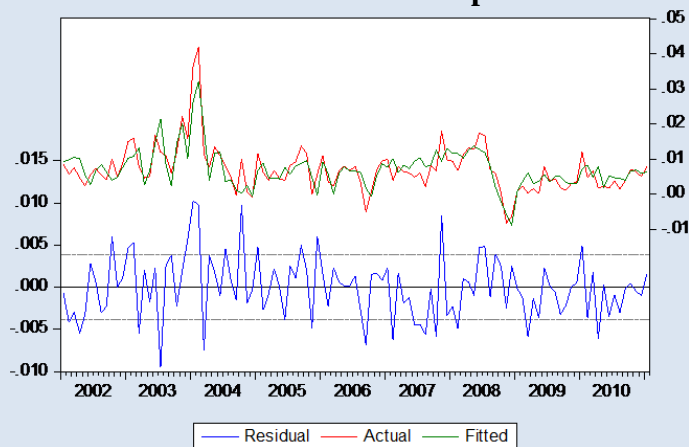
$m3$ = agregado monetario M3;

Todos los coeficientes fueron estadísticamente significativos al 5%. Sustituyendo los parámetros estimados en la expresión anterior, se tiene:

$$\begin{aligned} \nabla p_t = & 0.163 + 0.022 \nabla pp_t + 0.163 \nabla e_t \\ & - 0.087[p - 0.607e - 0.026pp - 0.655m3 - 4.24]_{t-1} + 0.593 \nabla p_{t-1} \\ & - 0.011 \nabla pp_{t-2} - 0.079 \nabla e_{t-2} \end{aligned}$$

El siguiente gráfico representa la estimación de la ecuación de corto plazo para la inflación, incluido el mecanismo de corrección de error:

Gráfico 8.2
Región CADR: Ecuación de Corto Plazo para el MCE del IPCR



Fuente: Elaboración propia con base en información de la SECMCA.

Los escenarios básicos y alternativos, así como las estimaciones de inflación al final de período, medido por la variación interanual en el índice de precios al consumidor, fueron los siguientes:

Cuadro 8.2
Región CADR: Pronósticos de Inflación para 2011. Supuestos y Resultados.

Escenarios	Variables Exógenas (tasas de variación mensual)			Variable Endógena (tasa de variación interanual IPCR)
	∇pp_t	∇e_t	$\nabla m3_t$	Inflación Regional
Básico	1.5	-0.14	0.75	6.4
Alternativo 1	1.5	0.10	0.75	7.9
Alternativo 2	3.0	-0.14	0.75	6.7
ARIMA	-. -	-. -	-. -	8.5

Fuente: Elaboración propia con base en información de la SECMCA.

A pesar de haber incluido en estimaciones preliminares los precios internacionales de los alimentos, éstos no terminaron siendo parte del vector de variables exógenas en el mecanismo de corrección de errores para el índice de precios al consumidor regional. Una explicación plausible de esta disyuntiva es que en ecuaciones de comportamiento como las utilizadas en el MCE para el IPC regional, la presencia de dos series de tiempo correlacionadas –los precios del petróleo y de los alimentos–, genera problemas de multicolinealidad, que termina reflejándose en la no significancia estadística de alguno de los parámetros.

8.2 Crecimiento Económico

Los Bancos Centrales miembros del CMCA realizaron las estimaciones de crecimiento económico para 2011, medido a partir de la variación anual del Producto Interno Bruto en términos reales. Con base en dichas estimaciones, la Secretaría Ejecutiva del CMCA realizó una proyección de crecimiento económico regional, que se ubicaría entre 3.7% y 4.1% para 2011 (4.2% para 2010) (Cuadro 8.3).

Para realizar proyecciones con modelos estructurales, se utilizaron series de alta frecuencia y de tendencia, con el objetivo de realizar escenarios básicos y otros alternativos, con modificaciones esperadas o previstas dentro del año para las variables exógenas. Posteriormente, se obtuvo la tasa de variación promedio anual de la serie endógena para compararla con el crecimiento económico regional estimado a partir de las ponderaciones de las variaciones anuales de los PIB real nacionales (Gráfico 8.3). Ninguna de las estimaciones utilizando modelos econométricos

y de series de tiempo, se aproxima a las proyecciones de los bancos centrales.

Cuadro 8.3
Región CADR: Crecimiento Económico
Observado y Metas (Proyecciones) de los
Bancos Centrales. 2010 – 2011.

PIB variación anual	2010 Estimado	Proyección 2011
Costa Rica	4.2	4.3
El Salvador	1.4	2.5
Guatemala	2.6	2.6 - 3.2
Honduras	2.8	3.0 - 4.0
Nicaragua	4.5	3.0
Rep Dominicana	7.8	5.5 - 6.0
Promedio CA	2.9	3.1 - 3.4
Promedio Región	4.2	3.7 - 4.1

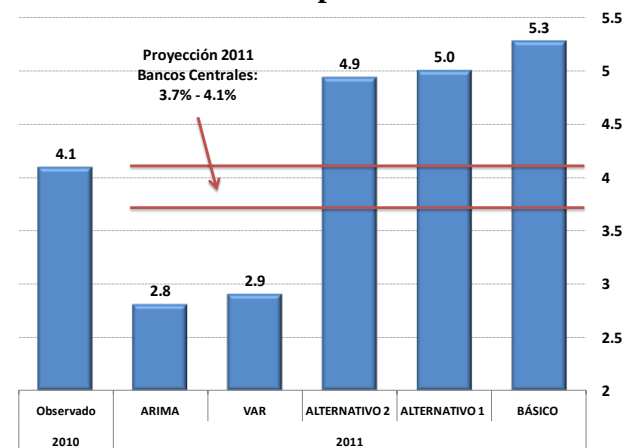
Fuente: SECMCA, REM, No. 141 y actualizaciones con información de los Bancos Centrales.

Las estimaciones utilizando series de tiempo arrojan un crecimiento económico promedio de 2.8% y 2.9% para 2011, las cuales están influenciadas por la tendencia hacia la desaceleración del indicador en los últimos meses de 2010. Las proyecciones utilizando modelos econométricos, en cambio, proporcionan estimaciones más elevadas a las estimadas por los bancos centrales y los

modelos de series de tiempo. Las proyecciones con modelos estructurales, utilizando variables exógenas vinculadas con la demanda externa e interna, arrojan un crecimiento económico que podría ubicarse entre 4.9% y 5.3% para 2011. Las variables representativas de la demanda externa incluidas en el modelo son las exportaciones regionales y el consumo de bienes de los Estados Unidos; y la variable representativa de la demanda interna fue el agregado monetario M3 como variable proxy de la riqueza financiera regional. Este buen comportamiento esperado de la actividad productiva en el ámbito regional, podría anticipar presiones de demanda y por ende, incrementos en los precios al consumidor, todo lo cual, debería alertar a las autoridades monetarias para tomar las medidas de política que enfríen el ritmo de actividad productiva. Además, las decisiones de política monetaria dependerán de las investigaciones en cada

Banco Central tenga sobre la brecha del producto, y el impacto en el PIB potencial de la recesión económica mundial.

Gráfico 8.3
Región CADR: Crecimiento Económico observado 2010, Metas y Proyecciones de la SECMCA para 2011.



Fuente: Elaboración propia con base en información de la SECMCA.

Recuadro 8.2

Modelos para el Pronóstico del Indicador de Actividad Económica

Para la elaboración de los pronósticos del indicador de alta frecuencia del crecimiento económico, IMAER, se utilizó la metodología de los Modelos de Corrección de Errores. La variable dependiente fue el IMAER de tendencia; y las variables exógenas fueron: como variables externas, las exportaciones regionales -excluidas la maquila- y el consumo de bienes de los Estados Unidos; y como variable interna, el agregado monetario M3, como proxy de la riqueza financiera. Los modelos de corrección de errores implican la estimación de una relación de largo plazo entre la variable endógena y las exógenas; la estimación del mecanismo de corrección de error, resultado de la estimación de largo plazo; y finalmente, la estimación de los parámetros de la ecuación de corto plazo. La expresión que sintetiza el modelo para el IMAER es la siguiente:

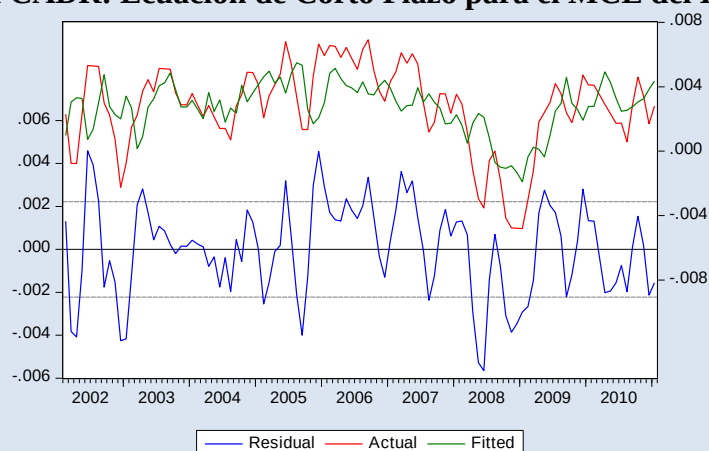
$$\nabla y_t = \beta_0 + \beta_1 \nabla y_{t-1} + \beta_2 \sum_{i=1}^n \nabla c_{t-i}^{usa} + \alpha [y - \gamma_1 c^{usa} - \gamma_2 m3 - \gamma_3 x - \gamma_0]_{t-1} + \mu_t$$

Habiendo estimado los parámetros, que fueron todos estadísticamente significativos, la expresión de corto y largo plazo con el mecanismo de corrección de errores incluido, fue la siguiente:

$$\nabla y_t = 0.01 + 0.375\nabla y_{t-1} + 0.061c_{t-1}^{usa} + 0.063c_{t-2}^{usa} + 0.045c_{t-3}^{usa} - 0.032[y - 0.328c^{usa} - 0.246m3 - 0.032x - 0.644]_{t-1}$$

El siguiente gráfico es la representación gráfica de la ecuación de corto plazo:

Gráfico 8.4
Región CADR: Ecuación de Corto Plazo para el MCE del IMAER



Fuente: Elaboración propia con base en información de la SECMCA.

Posteriormente, se definieron los escenarios básicos y alternativos, y se estimaron modelos ARIMA y de vectores autorregresivos. Los supuestos y resultados se ofrecen a continuación:

Cuadro 8.4
Región CADR: Pronósticos de Variación Promedio Anual del IMAER para 2011. Supuestos y Resultados

Escenarios	Variables Exógenas (tasas de variación mensual)			Variable Endógena (promedio tasa de variación interanual IMAER)
	$\nabla m3_t$	∇c_t^{usa}	∇x_t	Indicador de Actividad Económica
Básico	0.75	0.43	1.0	5.3
Alternativo 1	0.75	0.25	1.0	4.9
Alternativo 2	0.75	0.25	0.5	5.0
ARIMA	.-	.-	.-	2.8
VAR	.-	.-	.-	2.9

Fuente: Elaboración propia con base en información de la SECMCA.

IX. ANEXOS

9.1 Matriz de Principales Políticas Macroeconómicas en Centroamérica y República Dominicana vigentes a diciembre de 2010.

MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2010

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
			1. POLITICA CAMBIARIA¹			
1.1 RÉGIMEN CAMBIARIO	Sistema de banda móvil.	Tipo de Cambio Fijo. La Ley de Integración Monetaria (LIM) fijó a partir de 2001 el tipo de cambio en ¢8.75 por US \$1. El dólar tiene curso legal irrestricto con poder liberatorio ilimitado y es unidad de cuenta del sistema financiero.	Sistema flexible.	Sistema de bandas.	Sistema de mini devaluaciones diarias preanunciadas (crawling-peg) consistente con una devaluación anual del 5 por ciento.	Sistema flexible de libre convertibilidad.
1.2 POLÍTICA DE PARTICIPACION EN EL MERCADO CAMBIARIO (Regla o discreción)	El Mercado de Monedas Extranjeras (MONEX) es organizado como un servicio del Banco Central de Costa Rica (BCCR) que opera sobre una plataforma electrónica propia denominada “Central Directo”. El BCCR participa en el (MONEX) durante la jornada de negociación comprando o vendiendo los montos que le propongan transar los intermediarios cambiarios autorizados al tipo de cambio de intervención de compra o de venta (límites de la banda). El techo de la banda cambiaria aumenta ¢0.20 cada día hábil. El piso de la banda se mantiene fijo en ¢500,00 por \$1. En septiembre de 2010 el BCCR acordó ejecutar entre el 2 de setiembre del 2010 y el 31 de diciembre del 2011, un programa de acumulación de reservas internacionales, conducente a adquirir divisas en el Mercado de	No existe.	La Junta Monetaria modificó en diciembre de 2010, la regla de participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario. Manteniendo el principio de que la participación se limite a moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia, se modificó el margen de fluctuación de la regla cambiaria vigente de 0.50% a 0.60%. Criterios para la compra y para la venta de divisas: la regla para la compra/venta estará activada permanentemente. Cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de compra/venta liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o menor/mayor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, +/- un margen de fluctuación de 0.60%, el Banco de	Se mantiene la subasta diaria de divisas con banda de 7% por arriba o debajo del tipo de cambio base, que se modifica cada 5 subastas conforme al diferencial de inflación interna y la de los principales socios comerciales del país y la variación de las RIN del BCH respecto de la meta programada. En las subastas no se aceptan ofertas de compra de divisas por arriba del 0.075% del promedio del tipo de cambio de referencia de las últimas siete subastas.	El BCN utiliza un mecanismo de mesa de cambio con el sistema financiero, mediante el cual compra cualquier cantidad de divisas al tipo de cambio oficial y/o vende la totalidad de las divisas que se le demanden al tipo de cambio oficial más el uno por ciento.	Discrecional vinculada a la volatilidad del mercado. El BCRD compra y vende divisas. Además podría comprar y vender otros valores o activos expresados en divisas de contado y realiza cualquier otra operación propia de los mercados cambiarios.

¹ No existen regulaciones a la compra o venta de divisas para las transacciones externas corrientes y de capital del sector privado.

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2010**

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
	Monedas Extranjeras (MONEX) hasta por \$600 millones, mediante compras que como máximo, no superen los \$50.0 millones por mes. En noviembre el BCCR aumentó a \$100 millones el límite máximo de compras mensuales con vigencia en noviembre y diciembre de 2010 y 2011; y para el resto de los meses de 2011, el límite será de \$75 millones, manteniéndose el máximo de \$600 millones para el programa completo. Hasta el 10 de diciembre el BCCR adquirió US\$222,2 millones.		Guatemala convocará a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de compra/venta de dólares de los Estados Unidos de América, por un monto máximo de US\$8.0 millones. El Banco de Guatemala podrá convocar a subastas adicionales, en montos iguales a los de la primera subasta, pero sin exceder de un máximo de cuatro subastas de compra/venta de divisas por día.			
1.3 TRANSACCIONES EN DIVISAS DEL SECTOR PÚBLICO NO BANCARIO.	Las transacciones de compra o venta de divisas del Sector Público No Bancario (SPNB), por montos superiores a \$100 mil diarios o \$10 millones mensuales, deben efectuarse únicamente con el Banco Central y al tipo de cambio de compra o de venta, que, según corresponda, fije el BCCR para esos fines. Si el monto diario de estas transacciones es igual o inferior a \$100 mil, las mismas pueden ser realizadas con los bancos comerciales del Estado siempre y cuando el acumulado mensual de dichas transacciones sea inferior a \$10 millones. En caso de que las transacciones se realicen por medio de los bancos comerciales del Estado, a más tardar el día hábil siguiente estos últimos deben trasladar al BCCR las divisas compradas o solicitar a esta misma entidad el reintegro de las divisas	No hay restricciones para las operaciones en US dólares. Para otras divisas debe cubrirse el riesgo cambiario. Todo endeudamiento externo requiere autorización del Ministerio de Hacienda.	Todas las transacciones en divisas, tanto en el país como en el exterior, deben efectuarse por medio del Banco Central.	Todas las transacciones en divisas, tanto en el país como en el exterior, deben efectuarse por medio del Banco Central o los agentes cambiarios autorizados.	Los desembolsos de préstamos y donaciones al gobierno central se efectúan a través del Banco Central, estos recursos pueden mantenerse en cuentas del gobierno en moneda extranjera. No obstante, para su utilización estos son generalmente cordobizados al tipo de cambio oficial. En el caso de los pagos de la deuda externa el banco central le vende al gobierno moneda extrajera cobrándole igualmente una comisión del uno por ciento.	No hay restricciones. Las entidades públicas adquieren las divisas en el mercado libre.

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2010**

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
	ventas, operaciones que se liquidan al mismo tipo de cambio que, para esos fines, fijó el Banco Central el día de la transacción. Esos tipos de cambio corresponden al promedio ponderado diario resultante de las transacciones que realiza el BCCR en el MONEX para satisfacer los requerimientos netos propios y los del SPNB, aún cuando, en situaciones especiales, estos últimos requerimientos sean satisfechos con reservas monetarias internacionales del mismo Banco Central. Las entidades del SPNB que requieran mantener divisas, deben solicitar la respectiva autorización al BCCR.					
1.4 COLOCACIÓN DE TÍTULOS DEL BANCO CENTRAL EN MONEDA EXTRANJERA	No se ha realizado recientemente.	Sí. Todas las emisiones son en dólares por ser éstos de curso legal.	Sí. Vigente únicamente para operaciones de corto plazo.	Si. Letras del Banco Central de Honduras denominadas en dólares estadounidenses.	El Banco Central tiene la facultad de hacerlo. Sin embargo, en la práctica emite títulos denominados en moneda extranjera, pero pagaderos en moneda nacional.	No.
2.1 OBJETIVO FINAL DE LA POLITICA MONETARIA	Estabilidad interna y externa de la moneda nacional.	No hay política monetaria, por tanto no hay objetivo final.	<u>2. POLITICA MONETARIA</u> Estabilidad de precios	Mantener el valor interno y externo de la moneda nacional.	Garantizar la estabilidad de la moneda y el normal desenvolvimiento de los pagos internos y externos, establecido en el arto. 3 de su Ley Orgánica.	Estabilidad de precios.
2.2 ESTRATEGIA DE POLITICA MONETARIA	Transición hacia un régimen de "Meta Explícita de Inflación".	No posee política monetaria. Régimen dolarizado.	Esquema de Metas Explícitas de Inflación	Control de la liquidez. Tasas de interés de corto plazo como variable operativa y agregados monetarios como metas indicativas.	Utiliza tipo de cambio como ancla nominal de precios.	Metas monetarias. Hay una propuesta en el Acuerdo con el FMI de preparación para la adopción de un esquema de metas de inflación a principios de 2012.

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2010**

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
2.3 TASA LIDER DE POLÍTICA MONETARIA (TPM).	Se define la Tasa de Política Monetaria (TPM) como la tasa de interés que cobra el BCCR en sus operaciones activas a un día plazo en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL), la cual es determinada por la Junta Directiva del BCCR. El BCCR modificó la tasa de política de 9.0% a 7.5% en agosto; posteriormente, la ubicó en 6.5% en octubre de 2010. El MIL es un mercado organizado por el BCCR con el objetivo de concentrar en una sola plaza la gestión de liquidez de los intermediarios financieros y bursátiles, así como para ejecutar las intervenciones requeridas para el afinamiento y señalización de la política monetaria de tal forma que el precio de esa liquidez se aproxime a la TPM del BCCR. En octubre de 2010 el BCCR creó la facilidad permanente de depósito a un día plazo en el MIL, con una tasa de interés bruta anual de 4,50% y permitió que los bancos comerciales, empresas financieras no bancarias y mutuales de ahorro y préstamo puedan constituir depósitos a un día plazo (DON) por medio de Central Directo y Captación de Fondos (CAF). Con tal medida se estableció un corredor de tasas, con la TPM de techo y la tasa para depósitos en el MIL a un día plazo como piso.	No posee política monetaria.	La TPM corresponde a la tasa de interés para depósitos a 7 días plazo de entidades financieras en el Banco de Guatemala; sin embargo, en el proceso de consolidación del Esquema de Metas Explícitas de Inflación y de modernización, desarrollo y profundización del mercado de valores, se aprobó en octubre de 2010 un mecanismo orientado a definir la tasa de interés líder en términos de operaciones al plazo de 1 día (overnight) el cual se implementará a partir del 1 de junio de 2011. La Junta Monetaria ha mantenido sin cambio la TPM desde septiembre de 2009 en 4.50%.	La TPM corresponde a la tasa de interés máxima permitida para las posturas de compra de valores gubernamentales a 7 ó 14 días plazo en las subastas semanales del BCH, dirigidas exclusivamente a las entidades financieras. El BCH mantiene la TPM en 4.5% desde agosto de 2009.	No hay.	La TPM corresponde a la tasa de interés para depósitos “overnight”. La TPM (tasa overnight) se mantiene en 4% desde septiembre de 2009. La tasa Lombarda de facilidad de liquidez del BCRD a las entidades financieras forma, conjuntamente con la tasa overnight, un corredor de tasas de políticas. Generalmente, los ajustes de política monetaria implican modificaciones en la misma dirección de ambas tasas a la vez. El BCRD modificó la tasa de política de 4% a 4.75% en octubre de 2010. A finales de octubre de 2010 la modificó a 5%.

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2010**

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
2.4 INSTRUMENTOS DE POLITICA MONETARIA						
2.4.1 POLÍTICA DE OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO	El BCCR implementa las operaciones de mercado abierto (OMA) mediante la colocación (emisión) de títulos propios denominados Bonos de Estabilización Monetaria (BEM) y Depósitos Electrónicos a Plazo (DEP). Los BEM se colocan en subastas competitivas conjuntas con el Gobierno. Los DEP se colocan en ventanilla electrónica, accesible en la página WEB del BCCR, mediante el servicio automatizado denominado “Central Directo”. La Ley Orgánica del BCCR y la regulación relacionada establecen los siguientes lineamientos generales sobre las OMA: A. El BCCR, puede realizar OMA mediante compra o emisión de títulos propios. También, podrá realizar OMA en el mercado secundario de valores, mediante la compra o venta de instrumentos financieros de primera clase, de absoluta seguridad y liquidez y de transacción normal y corriente en el mercado. B. Las OMA pueden realizarse en moneda nacional o en moneda extranjera. C. Las OMA pueden pactarse a la vista o a plazo. Asimismo, podrán realizarse mediante ventanilla, subastas o, cuando se requiera de una intervención más rápida, el BCCR podrá efectuar negociaciones	No hay.	A partir del 19 de noviembre de 2010, conforme los cambios a los procedimientos operativos de la política monetaria, las Operaciones de Estabilización Monetaria se realizarán mediante los siguientes mecanismos: a) Recepción de depósitos a plazo: i) Mesa Electrónica Bancaria de Dinero y ii) Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S.A.: mediante estos mecanismos se realizarán captaciones de los bancos del sistema y sociedades financieras, por medio de subastas y de la facilidad permanente de neutralización de liquidez, al plazo de 7 días. A partir del 1 de junio de 2011, las referidas captaciones se realizarán únicamente al plazo de 1 día. iii) Subasta: mediante este mecanismo se realizarán captaciones por medio de la bolsa de valores que opera en el país con cupos determinados y en forma directa sin cupos, utilizando subastas de derechos de constitución de depósitos a plazo por fechas de vencimiento. iv) Ventanilla: mediante este mecanismo se realizarán captaciones con entidades del sector público y con el sector privado no financiero. b) Recepción de depósitos a plazo, cuyos vencimientos sean mayores de un año: cuando los espacios monetarios lo permitan, y en coordinación con la política fiscal, se realizarán operaciones de	- Política mediante colocación de Letras del Banco Central en subastas competitivas. Se realizan también operaciones con títulos del gobierno. - Instauración de las Facilidades Permanentes de Inversión y de Crédito para regular la liquidez diaria de los bancos comerciales.	El BCN utiliza sus Operaciones de Mercado Abierto (OMA) con el propósito de manejar la liquidez y evitar así fluctuaciones bruscas en las reservas internacionales, de acuerdo con los términos del correspondiente programa monetario anual. Adicionalmente, el Banco Central podrá emitir, vender, amortizar y rescatar títulos negociables que representarán una deuda del propio Banco, y que serán emitidos según lo determine el Consejo Directivo, el cual fijará las condiciones generales que considere convenientes para su emisión, circulación y rescate. Estos Certificados podrán emitirse en moneda nacional o extranjera. Los Títulos serán libremente negociables por cualquier persona natural o jurídica, inclusive los bancos. Podrán ser rescatados por el Banco Central, ya sea por compra directa a los tenedores, o en operaciones de mercado abierto.	Letras del BCRD y Notas de Renta Fija, colocados mediante subastas competitivas. También existe una ventanilla de colocación directa al público en general, pero ésta se encuentra temporalmente suspendida. El Banco Central realiza operaciones de mercado abierto mayormente con entidades de intermediación financiera e inversionistas institucionales. Tales operaciones, en cualesquiera de las modalidades habituales de mercado, se realizan, garantizan o se colateralizan solamente con títulos de deuda pública o con títulos emitidos por el Banco Central, cualesquiera que sean sus términos, moneda y condiciones de emisión. El Banco Central emite valores para implementar las operaciones de mercado abierto, previa autorización de la Junta Monetaria. Cuando el Banco Central realiza compra de títulos de deuda pública para sus operaciones de mercado abierto debe hacerlo exclusivamente en el mercado secundario con títulos emitidos por lo menos un (1) año antes de la operación.

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2010**

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
	directas. D. La Junta Directiva del BCCR determina, también, la tasa de interés de captación a un día plazo. Las tasas de interés brutas para las operaciones del mercado abierto a plazos superiores a un día deben ser las necesarias para captar o inyectar los montos requeridos. Para este fin, la Administración del BCCR cuenta con un margen de variación de ± 200 puntos base que utiliza de acuerdo con la metodología establecida por el Comité de Gestión de Pasivos, aprobada por la Junta Directiva del BCCR. E. Los títulos valores negociados por medio de operaciones de mercado abierto pueden ser vendidos o comprados a un valor diferente del facial, esto es con premio o con descuento, siempre y cuando el rendimiento de la operación se ajuste a los límites que en materia de tasas de interés dicte la Junta Directiva del BCCR. F. La Gerencia del BCCR debe procurar que la información pertinente acerca de las operaciones de mercado abierto realizadas por el Banco Central, sea canalizada de manera oportuna y eficaz hacia el público.		estabilización monetaria, cuyos vencimientos sean mayores a un año. c) Operaciones de inyección de liquidez. Se realizarán operaciones con los bancos del sistema y sociedades financieras, aceptando depósitos a plazo en el Banco Central y Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, mediante los mecanismos siguientes: i) Mesa Electrónica Bancaria de Dinero y ii) Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S.A.: por medio de subastas y de la facilidad permanente de inyección de liquidez, al plazo de 7 días. A partir del 1 de junio de 2011, las referidas operaciones se realizarán únicamente al plazo de 1 día.			
2.4.2 POLÍTICA DE ENCAJES						
2.4.2.1 OBLIGACIONES PASIVAS SUJETAS A ENCAJE	La Junta Directiva del BCCR tiene la facultad de aplicar el requisito de encaje mínimo legal al saldo de todas las operaciones de captación de recursos financieros del público,	No hay encaje, pero funciona la reserva de liquidez que se aplica de manera proporcional a todos los depósitos y obligaciones. La establece la Superintendencia del	Todas las obligaciones pasivas en moneda nacional y extranjera, incluyendo las operaciones derivadas de fideicomisos en las que participe un Banco como fiduciario.	Todas las obligaciones pasivas en moneda nacional y extranjera, excepto las operaciones interbancarias y el endeudamiento externo.	Todos los depósitos y otras obligaciones con el público a cargo de los bancos y sociedades financieras. De igual manera, estarán sujetas a encaje otras	Todas las obligaciones pasivas en moneda nacional y extranjera, excepto las operaciones interbancarias y el endeudamiento externo.

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2010**

COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
en moneda nacional y extranjera, realizada en forma habitual por las entidades financieras mediante depósitos o cualquier otra figura que, por su magnitud y sus características, se considere similar a las operaciones de captación de los bancos. Actualmente, por disposición de la Junta Directiva del BCCR están eximidas de este control monetario algunas entidades financieras no bancarias en función del tamaño de sus activos, del número de asociados o de la realización de operaciones con un grupo cerrado de asociados. Estas entidades deben mantener reservas de liquidez por el mismo porcentaje del encaje mínimo legal. La reserva de liquidez en moneda nacional debe ser invertida en su totalidad en títulos valores emitidos por el BCCR. La reserva de liquidez en moneda extranjera debe mantenerse en títulos del Gobierno Central y en títulos e instrumentos de depósito del Sistema Bancario Nacional, incluido el BCCR. A la fecha están sujetos a encaje legal los siguientes pasivos de entidades financieras: 1. Los depósitos y obligaciones de exigibilidad inmediata o a la vista, incluidos los depósitos en cuenta corriente, los constituidos por medio del sistema de ahorro por libreta, los cheques certificados, los cheques de	Sistema Financiero.			operaciones pasivas, contingentes o de servicios que realicen dichas instituciones cuando estas operaciones, a juicio del Consejo Directivo, previo informe del Superintendente de Bancos, deban ser constitutivas de encaje bancario.	

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2010**

COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
gerencia, los depósitos y obligaciones a plazo vencido, los pasivos originados en operaciones de venta de títulos con pacto de retro compra a la vista, así como cualquier otra obligación de exigibilidad inmediata. 2. Los depósitos y obligaciones exigibles a plazo, incluidos aquellos originados en operaciones de venta de títulos con pacto de recompra a plazo. 3. Las operaciones de captación de recursos realizadas habitualmente mediante fideicomiso o contratos de administración. Se exceptúan del requerimiento de encaje mínimo legal las siguientes operaciones: a) Los empréstitos externos, b) Los préstamos otorgados por el BCCR c) Los recursos recibidos por la banca estatal de entidades financieras privadas en cumplimiento de las condiciones establecidas, para estas últimas, para tener acceso al redescuento o poder captar depósitos en cuenta corriente, según lo estipulado en los artículos 52 de la Ley Orgánica del BCCR y 59 de la Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional. d) Los fideicomisos o contratos de administración que se constituyen exclusivamente y en forma limitada					

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2010**

COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
para administrar un patrimonio, cuyos fines sólo se consiguen después de transcurrido cierto tiempo, por lo que los recursos fideicometidos no se pueden transformar en efectivo hasta que dichas condiciones se cumplan. e) La captación de recursos para capital de trabajo o para el financiamiento de proyectos de inversión de carácter no financiero de las empresas emisoras o subsidiarias registradas ante la Superintendencia General de Valores, según lo dispuesto en el Artículo 116 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica. f) Las obligaciones a 14 días o menos, constituidas en los mercados organizados de dinero por las entidades sujetas a la supervisión de la SUGEF, SUGEVAL, SUPEN y SUGESE. La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en el artículo 6 del acta de la sesión 5479-2010, celebrada el 24 de noviembre del 2010, resolvió, en firme remitir en consulta pública, con base en lo dispuesto mediante el numeral 3) del artículo 361 de la Ley General de la Administración Pública, la propuesta de modificaciones a los Literales B, C y D, del Título III, Capítulo 1 de las “Regulaciones de Política Monetaria”, para aplicar el encaje mínimo legal y las normas referidas a la reserva de liquidez sobre los siguientes pasivos: 1. Las operaciones originadas en					

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2010**

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
	empréstitos externos de corto plazo en moneda nacional y extranjera. 2. Las líneas de crédito contratadas en el extranjero, tanto en moneda extranjera como en moneda local, que independientemente del plazo de constitución sean de carácter revolutivo. 3. Las operaciones originadas en empréstitos externos, tanto en moneda local como en moneda extranjera, que independientemente del plazo de constitución contengan cláusulas de exigibilidad de pago en un periodo menor a los 361 días o que no impidan o excluyan el pago en ese periodo. 4. Cualquier otra operación cuya realidad económica sea semejante a un endeudamiento de corto plazo.					
2.4.2.2 TASAS DE ENCAJE						
A) MONEDA NACIONAL	15% no remunerada.	No hay. Todas las cuentas están dolarizadas.	14.6%, 0.6% en el caso del encaje remunerado.	6.0% no remunerado y 12.0% en inversiones obligatorias. Estas últimas podrán ser computadas hasta en 8.0% con Bonos y Letras del Gobierno emitidos por la Secretaría de Finanzas durante los años 2008, 2009 y 2010.	El BCN mantiene la tasa de encaje legal en 16.25% sobre los pasivos financieros en moneda nacional definidos como obligaciones sujetas a encaje. Además, podrá ser modificado y aplicado en los términos que establezca el Consejo Directivo del BCN de conformidad al numeral 6 del arto.19 de su Ley Orgánica.	El BCRD acordó reducir, a partir de mayo de 2009, la tasa de encaje legal para bancos múltiples de 20% a 17.5% y para el resto de entidades financieras de 15% a 13%. Posteriormente, a fines de 2009 se redujeron las tasas para la banca múltiple a 17% y en el resto de las entidades a 12.5%.Estas tasas se mantienen en 2010.
B) MONEDA EXTRANJERA	15% no remunerada.	Reservas de liquidez remuneradas: Cuenta Corriente: 25% Dep. Ahorro y a Plazo: 20%. Títulos de emisión propia pactados a menos de un 1 año, 20% y a más de	14.6%, 0.6% en el caso del encaje remunerado.	12.0% no remunerado. y un 2.0% de encaje adicional en inversiones líquidas en instituciones financieras del exterior de primer orden. Adicionalmente, 10.0% en inversiones obligatorias en cuentas	El BCN mantiene la tasa de encaje legal en 16.25% sobre los pasivos financieros en moneda extranjera definidos como obligaciones sujetas a encaje.	Tasa actual es de 20% sobre los pasivos de la banca múltiple.

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2010**

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
		1 año, 15%.		de inversión en el BCH.		
2.4.2.3 MODALIDAD DEL COMPUTO DEL ENCAJE	El cálculo de requerimiento del encaje se realiza sobre el promedio de saldos diarios de las operaciones sujetas a este requisito, de una quincena natural, esto es, del 1° al 15 y del 16 al último día natural de cada mes. En el cálculo intervienen todos los días de la quincena, para los fines de semana y días feriados se repite la información del último día hábil anterior. Las entidades que tienen operaciones sujetas a los requerimientos de encaje están obligadas a mantener en el BCCR, en forma de depósitos en cuenta corriente, un monto que no debe ser menor al encaje mínimo legal. El control del encaje contempla los siguientes elementos: 1. Se realiza con base en el promedio quincenal del saldo de los depósitos en cuenta corriente al final del día, con un rezago de dos quincenas naturales después de iniciada la quincena de cálculo. 2. Además, durante todos y cada uno de los días del período de control del encaje, el saldo al final del día de los depósitos de encaje mantenidos en el Banco Central no debe ser inferior al 97,5% del monto de encaje mínimo legal requerido.	Catorcenal. La reserva de liquidez se calcula sobre los saldos promedio diarios de 14 días consecutivos anteriores al período de cumplimiento, iniciando martes y finalizando el lunes. La reserva podrá estar constituida total o parcialmente en el BCRES en forma de depósitos a la vista en USD o en títulos valores emitidos por el BCRES en la misma moneda. La reserva también podrá estar invertida en el exterior.	Mensual. Se calcula como la suma algebraica de las posiciones diarias de encaje que ocurrieren en cada uno de los días del mes, dividida entre el número de días del mismo mes.	Catorcenal. Se calcula sobre el promedio de las obligaciones depositarias de la catorcena inmediata anterior. Se permite el desencaje diario siempre que el promedio catorcenal cumpla lo requerido. No hay restricción en su composición (caja o depósitos en el BCH).	Semanal. Se calcula con base en el promedio aritmético del total de sus depósitos y obligaciones con el público de la semana inmediatamente anterior.	Semanal. El cálculo se realiza sobre la base diaria y para los días feriados se utiliza el monto del último día anterior laborable, tanto para MN como ME. Las entidades de intermediación financiera deberán calcular diariamente los requerimientos de encaje dispuestos para cada tipo de institución.

MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2010

			COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
2.4.2.4	SANCIONES	POR	Una vez que la SUGEF ratifica y comunica oficialmente el incumplimiento del encaje a la Junta Directiva del BCCR, se debita la cuenta corriente de la entidad financiera por el monto resultante de aplicar una tasa de interés igual a la tasa de redescuento al monto de la insuficiencia en el encaje. Si el saldo de la cuenta corriente de la entidad es insuficiente para cubrir el monto de la multa, se tramita la respectiva acción de cobro. Si la deficiencia persiste dos o más veces dentro de un período de tres meses calendario, además del débito de la cuenta corriente por el monto de la multa indicada, la Junta Directiva del BCCR, puede prohibir a las entidades la realización de nuevas operaciones de crédito e inversiones.	En casos de solventar problemas de liquidez, si se utiliza el segundo tramo de las reservas de liquidez, el Banco Central cobrará y aplicará un cargo proporcional a la cantidad retirada de fondos de este tramo. La utilización del tercer tramo será previa autorización de la Superintendencia del Sistema Financiero, debiendo presentar un plan de regularización de conformidad con la Ley de Bancos. El Banco Central cobrará un cargo proporcional a la cantidad retirada del segundo tramo.	Se aplica multa sobre importe de deficiencia equivalente a una vez y media la tasa activa máxima de interés nominal que el banco con deficiencia en su encaje haya aplicado durante el período de cómputo de encaje. Si persiste deficiencia por más de 3 períodos consecutivos o durante 6 períodos distintos dentro de 12 meses a partir de la primera comunicación, queda prohibido al banco que se trate efectuar nuevos préstamos e inversiones hasta que se mantenga cuando menos durante 3 períodos consecutivos los encajes bancarios mínimos, sin perjuicio de que el banco haga efectivas la multas impuestas por la Superintendencia de Bancos.	Se aplica al monto del desencaje la tasa de interés máxima activa promedio vigente durante el mes anterior en el Sistema Financiero Nacional más 4 puntos porcentuales. La tasa promedio se determina por tipo de institución del sistema financiero. Las instituciones del sistema financiero que incurran en deficiencias reiteradas en el cumplimiento de la posición de encaje requerido por el BCH se sujetarán a las sanciones de la Comisión Nacional de Bancos y Seguros según lo previsto para estos casos en la Ley del Sistema Financiero.	En casos de incumplimiento del encaje por cuatro semanas a lo largo de un período de un trimestre calendario y por el tiempo en que se mantenga la deficiencia, se aplicará una multa, la cual consistirá en un porcentaje del déficit de dicho encaje, igual a la tasa de interés más alta que cobren los bancos comerciales y sociedades financieras para las operaciones de crédito a corto plazo, más el uno por ciento (1%). Además de esta multa, y mientras dure la deficiencia de encaje, el Superintendente de Bancos podrá prohibir al banco o sociedad financiera de que se trate, efectuar nuevos préstamos e inversiones.	Se aplica una multa equivalente a un décimo del uno por ciento por día sobre el monto de la deficiencia de encaje legal.
INCUMPLIMIENTO DEL ENCAJE								
2.5 FACILIDADES DE CRÉDITO DEL BANCO CENTRAL A INTERMEDIARIOS FINANCIEROS BAJO SU FUNCIÓN DE PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA								
2.5.1	CONDICIONES BAJO LAS CUALES SE PROPORCIONA ASISTENCIA FINANCIERA		La función de prestamista de última instancia es ejercida por el BCCR bajo los siguientes mecanismos: 1- Crédito de redescuento. Es un financiamiento, otorgado a instituciones financieras supervisadas por la SUGEF para enfrentar problemas temporales de liquidez.	No aplica.	El Banco de Guatemala puede otorgar crédito a los bancos del sistema sólo para solventar deficiencias temporales de liquidez, tomando en cuenta para ello un informe que sobre la situación patrimonial y de cartera del banco solicitante le deberá presentar el Superintendente de Bancos. La Superintendencia de Bancos deberá informar a la Junta	El BCH podrá otorgar créditos para atender insuficiencias temporales de liquidez a bancos, asociaciones de ahorro y préstamo y sociedades financieras, autorizadas para funcionar de acuerdo a lo previsto en la Ley del Sistema Financiero. Para ello el BCH requerirá de una Certificación emitida por la Comisión Nacional de Bancos y Seguros, en la que se establezca que la entidad	El BCN puede otorgar préstamos de última instancia destinados a resolver situaciones de liquidez de bancos comerciales de muy corto plazo. El Comité de Crédito será la instancia responsable de autorizar las solicitudes de crédito presentadas por los bancos comerciales y sociedades financieras	El BCRD puede otorgar créditos de última instancia a instituciones financieras con deficiencias temporales de liquidez, no ocasionadas por problemas de solvencia.

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2010**

COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
Para acceder a este financiamiento se deben cumplir los requisitos que al respecto establece la Junta Directiva en las Regulaciones de Política Monetaria. - Estos préstamos son tramitados por la Comisión de Redescuentos y aprobados por esta última o por la Junta Directiva del BCCR. 2- Línea de financiamiento especial para enfrentar requerimientos extraordinarios de liquidez. Mecanismo de financiamiento en moneda nacional, de carácter revolutivo que opera en forma más ágil y oportuna que el crédito por redescuento ya que, completados los requisitos establecidos por el correspondiente reglamento, la eventual aprobación de la línea debe darse, a más tardar, el día hábil siguiente. Pueden acceder a esta línea de crédito las entidades financieras supervisadas por la SUGEF que cumplan lo dispuesto en el “Reglamento sobre operaciones especiales para enfrentar requerimientos extraordinarios de liquidez”. La vigencia de este mecanismo es aprobado temporalmente por la Junta Directiva del BCCR cuando se presentan o se prevén eventuales problemas de liquidez de las entidades del sistema financiero. Para acceder a este financiamiento se deben cumplir los siguientes requisitos que al respecto se		Monetaria, en un plazo que no exceda de 10 días hábiles después del otorgamiento del crédito, sobre las causas que originaron las deficiencias de liquidez, así como la calidad y situación en que se encuentran las garantías que respaldan el crédito.	peticionaria ha cumplido durante los últimos seis (6) meses previos a la solicitud con los requerimientos de adecuación de capital vigentes y que con base a la última información disponible no existen evidencias que permitan prever su deterioro futuro; dicha certificación deberá ser emitida en un plazo no mayor de dos (2) días hábiles. El uso de las facilidades permanentes de crédito (FPC) y los Acuerdos de Recompra (reportos) sólo está sujeta a la firma de un convenio con el BCH.	en concepto de Reportos y Asistencia Financiera. “El BCN decidirá con entera independencia, la aceptación o el rechazo de cualquier documento o solicitud de crédito que se le presente. Por lo tanto, el cumplimiento de todos los requisitos contenidos en las presentes Normas Financieras no implica una obligación del BCN de otorgar el crédito.” La Asistencia Financiera es una línea de crédito en córdobas destinada a resolver situaciones de iliquidez de corto plazo de los bancos comerciales y sociedades financieras. La Línea de Asistencia Financiera Extraordinaria (LAFEX), es una línea de crédito extraordinaria, autorizada en córdobas, con el propósito de asistir a los bancos y sociedades financieras que experimenten disminución en su liquidez definida mediante el ratio “disponibilidades totales/obligaciones sujetas a Encaje, en el caso que dicha ratio sea menor al 24%. Las instituciones podrán tener acceso a esta línea, una vez que i) presenten por escrito la solicitud, que debe ir acompañada de la documentación necesaria que fundamente su petición y de un detalle de los activos propuestos a ser entregados al BCN en calidad de garantía, ii) cumplir con la adecuación de capital requerida por la SIBOIF, iii) no exceder el límite	

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2010**

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
	establecen en el correspondiente reglamento. - Estos préstamos son tramitados y aprobados por una Comisión integrada por el Presidente, el Gerente del BCCR y el Director de la División de Activos y Pasivos del BCCR. 3- Préstamos de emergencia. Mecanismo de financiamiento previsto para entidades financieras que se encuentren intervenidas por la SUGEF. Para acceder a este financiamiento se deben cumplir los siguientes requisitos que al respecto establece la Junta Directiva del BCCR en las Regulaciones de Política Monetaria. - Estos préstamos son tramitados por la Administración del BCCR y aprobados por su Junta Directiva.				máximo de endeudamiento con el BCN, el cual corresponde al 80 por ciento del patrimonio de la respectiva institución financiera, iv) no tener obligaciones vencidas con el BCN, y v) haber constituido garantías a favor del BCN por un monto equivalente al 125% del valor del crédito.	
2.5.2 MONTO MÁXIMO DEL CRÉDITO (% DEL CAPITAL Ó % DE LA GARANTÍA)	- El total de operaciones de crédito del Banco Central con una entidad financiera (incluidas las tres líneas de crédito anteriores) no puede exceder el 50% del valor de los activos realizables de ésta. En el caso del crédito de redescuento y los préstamos de emergencia este financiamiento no podrá exceder el 80% del valor de los documentos presentados. En el caso de la línea de crédito revolutivo, cada entidad financiera el monto máximo de financiamiento es la suma del equivalente, en	No aplica.	Monto no mayor al 50% del patrimonio computable del banco de que se trate.	El BCH podrá conceder créditos para atender insuficiencias temporales de liquidez, bajo las categorías de créditos Tipo A y Tipo B, los cuales podrán ser otorgados bajo los siguientes tramos: (I.) Créditos por montos que no excedan el diez por ciento (10%) del capital y reservas de capital de la institución del sistema financiero solicitante. (II.) Créditos por montos mayores al diez por ciento (10%) de su capital y reservas de capital, que no excedan del cincuenta por ciento (50%) del mismo. (III.) Créditos por montos mayores al cincuenta por ciento	Normas Financieras del BCN: el monto máximo del crédito se registrará por el límite máximo de endeudamiento (30% del patrimonio) y el valor de las garantías deberá cubrir 125% del crédito.	BCRD puede otorgar créditos hasta 1.5 veces el capital pagado de la entidad, según la Ley Monetaria y Financiera. El valor del colateral no podrá ser menor a 1.5 veces el principal del préstamo.

MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2010

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
	moneda nacional, del 30% de sus obligaciones totales a la vista y del 10% de sus obligaciones totales a plazo, vigentes al último día del mes anterior a la solicitud.			(50%) del capital y reservas de capital, que no excedan el total del capital y reservas del capital de la institución solicitante. En los casos de las FPC y Reportos el monto máximo se determinará aplicando un descuento de cinco por ciento (5.0%) sobre el valor presente de los valores gubernamentales ofrecidos en garantía.		
2.5.3 GARANTÍAS	En el caso del crédito de redescuento, las garantías pueden ser: a) Documentos de crédito categoría A o B. b) Títulos valores de otros intermediarios, siempre y cuando la SUGEF no haya determinado que dichas entidades se encuentran en situaciones de inestabilidad o irregularidad financiera. c) Bonos de Estabilización Monetaria. d) Títulos del Gobierno Central. e) Títulos de entidades no financieras del sector privado cuya emisión esté clasificada en el nivel más alto de capacidad de pago, por alguna de las empresas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores a realizar ese tipo de clasificación. f) Bienes inmuebles. En cuanto a la línea de financiamiento especial para	No aplica.	Garantía prendaria de créditos o hipotecaria.	El tipo de garantías aceptadas y sus descuentos varían de acuerdo con los tramos de crédito. Para el tramo I: valores gubernamentales y cartera crediticia categoría I. Para el tramo II: Además se podrá admitir cartera crediticia categoría II. Para el tramo III: Para cubrir el exceso del crédito sobre el cincuenta por ciento (50%) del capital y reservas de capital se requerirán garantías solidarias complementarias no relacionadas con los activos de la institución, a satisfacción del Directorio del BCH. Para el uso de la FPC y los Reportos la garantía aceptada son valores gubernamentales anotados en cuenta, a precio de mercado. Ambos instrumentos tienen un “haircut” de 5%. Las garantías, una vez aplicados los descuentos, deberán ser iguales o superiores al monto del crédito otorgado, más los intereses que se causarán.	Normas Financieras del BCN: Overnight: - Títulos valores estandarizados del BCN (Letras y Bonos del BCN) - Letras de Tesorería y Bonos de la República emitidos por el MHCP. Reportos: - Entrega física de los títulos valores reportados emitidos por el BCN (Letras y Bonos) y MHCP (Títulos Valores Gubernamentales, Letras de Tesorería y Bonos de la República de Nicaragua). Asistencia Financiera: - Efectivo, manejado en las cuentas de encaje moneda nacional y moneda extranjera de los bancos y sociedades financieras en el BCN, hasta por un 6.5% del promedio de obligaciones sujetas a encaje legal en moneda nacional y moneda extranjera de la semana anterior respecto a la fecha de la solicitud del crédito. - Títulos valores estandarizados del BCN (Letras y Bonos del BCN). Para	Los créditos de última instancia deberán ser garantizados por depósitos diferentes del encaje legal y títulos emitidos por el Banco Central, títulos emitidos por el gobierno, cartera de crédito calificada A y B por la Superintendencia de Bancos con garantía hipotecaria, según lo establecido en el Reglamento de Prestamista de Última Instancia.

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2010**

COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
enfrentar requerimientos extraordinarios de liquidez, el monto máximo de financiamiento que se otorgue con respaldo en valores no podrá exceder del 85% del valor negociable de los valores presentados con plazos de vencimiento menores o iguales a 360 días y del 75% de los valores con plazos de vencimiento mayores a 360 días. Para tales fines se empleará el valor negociable que determine la División Gestión de Activos y Pasivos del Banco Central de Costa Rica, al momento de la operación. El valor de los documentos de crédito, se determinará como el 70% del saldo pendiente de pago, menos el porcentaje de provisión establecido por la SUGEF, según la categoría de crédito a que pertenezca. Dicho cálculo será realizado por la División Gestión de Activos y Pasivos. En el caso de los préstamos de emergencia, estos deben ser garantizados con valores en moneda nacional y extranjera emitidos por el Banco Central, el Gobierno de la República de Costa Rica y los bancos comerciales del Estado, bonos del tesoro del Gobierno de los Estados Unidos de América, o bien con documentos de crédito clasificados dentro de las categorías A1 y A2, según el Acuerdo SUGEF 1-05 “Reglamento para la calificación de deudores”. Estas garantías deben tener un plazo, al vencimiento, de al menos tres meses y cinco días				efectos de garantía, los valores estandarizados del BCN serán valorados al 100% de su valor presente a la fecha de concesión del crédito. - Letras de Tesorería y Bonos de la República emitidos por el MHCP mediante subastas. - Certificados de Bonos de Pago por Indemnización emitidos por el MHCP. - Cartera de créditos comerciales con garantía hipotecaria o créditos hipotecarios para vivienda; se excluyen como garantía los créditos de arrendamiento financiero, créditos de consumo o personales y micro-créditos. La cartera recibida en garantía deberá tener como vencimiento máximo residual diez años a partir de la fecha de concesión del crédito y estar clasificada “A” por la SIBOIF.	

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2010**

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
	(hábles) al momento de aprobarse la línea de crédito.					
2.5.4 PLAZOS	En el caso del crédito de redescuento, el plazo no podrá exceder un mes. La solicitud de prórroga es aprobada por la Junta Directiva del BCCR. En el caso de la línea de financiamiento especial para enfrentar requerimientos extraordinarios de liquidez, los préstamos, deberán ser cancelados en un solo pago a más tardar tres meses después de otorgados. No obstante, las entidades pueden cancelar estos créditos antes de esa fecha, en cuyo caso se hará la devolución correspondiente de intereses. El plazo de estos créditos se podrá prorrogar por una única vez y hasta por tres meses adicionales. El plazo de los préstamos de emergencia no podrá exceder los seis meses y será establecido en cada caso, por la Junta Directiva del BCCR, al igual que las respectivas solicitudes de prórroga.	No aplica.	Plazo máximo de 30 días calendario, prorrogable por la mitad del plazo original.	Los créditos por insuficiencias de liquidez tendrán un plazo de sesenta (60) días calendario a partir de la fecha en que se efectúe el primer desembolso, prorrogable a solicitud de la entidad peticionaria por períodos de treinta (30) días calendario, hasta un plazo máximo de ciento ochenta (180) días calendario. Tales prórrogas deberán contar con el dictamen favorable de la CNBS. La FPC es overnight, prorrogable con castigo en tasa. Los acuerdos de recompra son hasta 6 días plazo, prorrogable sucesivamente hasta 45 días.	- La línea Overnight es exclusivamente para atender insuficiencias de liquidez a un plazo de 24 horas improrrogables. - Reporto: El plazo máximo de una operación de Reporto será hasta 7 días calendarios. - Asistencia Financiera: El plazo de la línea de Asistencia Financiera será de hasta un máximo de treinta (30) días calendario por cada desembolso.	El plazo del crédito es de un máximo de 30 días. Se podrán solicitar créditos a plazos de siete (7) y catorce (14) días. Los créditos a 7 días pueden ser renovados por tres veces adicionales, para alcanzar un máximo de 28 días y los créditos a 14 días pueden ser renovados por un período adicional, para alcanzar 28 días.
2.5.5 TASAS	En el caso del crédito de redescuento y los préstamos de emergencia, la tasa de interés que se cobra es igual a la tasa de interés más alta cobrada para crédito comercial por un grupo representativo de entidades	No aplica.	Tasa de interés superior a la que en promedio aplique en operaciones activas el banco solicitante.	Establecida por el Directorio del BCH. Para los créditos por insuficiencias de liquidez es equivalente a la tasa promedio de captación más 7.0 puntos porcentuales. En ningún caso	Normas Financieras del BCN: - Overnight: La tasa de interés anual del crédito Overnight será la tasa equivalente a 1 día plazo, establecida por el BCN a partir de la tasa de rendimiento promedio	Tasa de interés equivalente al promedio ponderado de la tasa activa de la banca más un margen, en función al plazo de los créditos: Para el plazo de 7 días el margen es de 3.0 puntos porcentuales; para el plazo de 14 días el margen es de 5.0

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2010**

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
	reguladas por la SUGEF, más 3 puntos porcentuales. En el caso de los préstamos concedidos mediante la línea de financiamiento especial para enfrentar requerimientos extraordinarios de liquidez el BCCR cobra: a) la tasa de política monetaria vigente al momento del desembolso más 5 puntos porcentuales en el caso de operaciones respaldadas con valores y b) la tasa vigente para el redescuento al momento del desembolso, en el caso de operaciones respaldadas con documentos de crédito. Los intereses se cobran en forma adelantada.			será inferior a la última tasa de interés promedio registrada en el mercado interbancario previo a la solicitud del crédito. En caso de mora, se aplicará al saldo vencido una tasa de interés equivalente a la de las multas por desencaje. Para la FPC es la Tasa de Política Monetaria más punto veinticinco (0.25) pp. Si la entidad lo requiere el plazo se amplía y la tasa sube en dos (2) pp. Para los acuerdos de recompra es la aplicada a la FPC más dos (2) pp.	ponderado de las Letras del BCN adjudicadas en la subasta de la semana anterior a la fecha de la solicitud del crédito, o en su defecto, en la última disponible, a la cual se le adicionará 200 puntos básicos. - Reporto: La tasa de interés anual de las operaciones de Reporto será la tasa equivalente a 7 días plazo, establecida por el BCN a partir de la tasa de rendimiento promedio ponderado de las Letras del BCN adjudicadas en la subasta de la semana anterior a la fecha de la solicitud del crédito, o en su defecto, en la última disponible, a la cual se le adicionará 200 puntos básicos. - Asistencia Financiera: La tasa de interés anual de la Asistencia Financiera será la tasa equivalente a 30 días plazo, establecida por el BCN a partir de la tasa de rendimiento promedio ponderado de las Letras del BCN adjudicadas en la subasta de la semana anterior a la fecha de la solicitud del crédito, o en su defecto, en la última disponible, a la cual se le adicionará 200 puntos básicos.	puntos porcentuales; y para el plazo de 30 días el margen es de, de 10 puntos porcentuales. . Las tasas de interés para las renovaciones son crecientes en función a cada renovación, para evitar arbitraje.
2.5.6 NÚMERO DE CRÉDITOS QUE SE PUEDEN OTORGAR	Se establece en términos del monto máximo de crédito y no del número de operaciones.	No aplica.	A un mismo Banco se le pueden otorgar hasta un máximo de 2 créditos en un período de 12 meses, siempre que se otorguen en 2 meses no consecutivos dentro de tal período.	Para los créditos por insuficiencias de liquidez sin restricción explícita. Sujeto a los requisitos de plazo, montos y garantías establecidos. Para la FPC y los reportos no hay límites, más que los impuestos por la tenencia de valores por la entidad.	El crédito Overnight, Reporto y Asistencia Financiera podrán utilizarse el número de veces que lo soliciten los bancos comerciales, siempre y cuando cumplan con los requisitos para tener acceso a esta línea de crédito.	Los créditos concedidos a 30 días podrán ser renovados por dos períodos adicionales. Excepcionalmente se podrá renovar hasta tres (3) veces consecutivas improrrogables. Sujeto al cumplimiento de determinados requisitos impuestos por la Superintendencia de Bancos.

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2010**

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
2.6 CREDITO DEL BANCO CENTRAL AL SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO	Prohibido por Ley Orgánica del BCCR, excepto la compra de letras del tesoro, emitidas de acuerdo con la ley, que no sean usadas para pagar otras letras del tesoro en poder del BCCR, hasta por un monto equivalente a un veinteavo del total de gastos del Presupuesto General Ordinario de la República y sus modificaciones.	Prohibido por Ley Orgánica BCRES.	Prohibido por disposición Constitucional.	Prohibido por Ley Orgánica del BCH, excepto cuando la adquisición se haga en el mercado secundario, así como préstamos para cubrir las variaciones estacionales en los ingresos o gastos. Estos préstamos se harán a un plazo no mayor de seis (6) meses, a tasas de interés de mercado y tendrán como límite el diez por ciento (10.0%) del total de las recaudaciones tributarias del año fiscal anterior. Se exceptúan también los créditos que el BCH le otorgue al Gobierno en casos de emergencia o de grave calamidad pública.	“El Banco Central de Nicaragua no podrá conceder crédito directo o indirecto al Gobierno de la República para suplir deficiencias de sus ingresos presupuestarios, no podrá concederle avales, donaciones o asumir funciones que le correspondan legalmente a otras instituciones gubernamentales. Tampoco podrá conceder crédito, avales o donaciones a entidades públicas no financieras. No obstante, para subsanar necesidades temporales de caja que se presenten durante el ejercicio presupuestario, el Banco Central podrá descontar valores emitidos por el Gobierno por un monto no mayor del diez por ciento (10%) del promedio de los Ingresos Tributarios recaudados por el Gobierno en los dos últimos años”.	Prohibido por la Ley Monetaria y Financiera
2.7 TRANSPARENCIA Y RENDICIÓN DE CUENTAS						
2.7.1 PUBLICACIÓN DE ACTAS DEL CONSEJO DIRECTIVO DEL BANCO CENTRAL	No se publican las actas de las sesiones de Junta Directiva, pero sí sus acuerdos los cuales son documentos públicos.	No se publican.	No se publican las Actas de la Junta Monetaria. Sin embargo, se publica un resumen de los argumentos que la Junta Monetaria ha tomado en cuenta para modificar o mantener la tasa de interés líder de la política monetaria. Se publican todas las Actas del Comité de Ejecución.	No se publican. Solo se publican las resoluciones del Directorio.	Las actas no se publican. Se publica únicamente las resoluciones de carácter general. Las publicaciones se efectúan en La Gaceta y en la página Web del BCN.	No se publican. Se publican las resoluciones del Directorio y algunos Acuerdos de la Junta Directiva.
2.7.2 PUBLICACION DE INFORMES DE INFLACIÓN O DE POLÍTICA MONETARIA	Semestralmente, se publican el Programa Macroeconómico (formulación y revisión) y el Informe de Inflación.	No aplica. Se elabora y publica trimestralmente un Informe de Situación Económica.	Se publica un Informe de Política Monetaria con periodicidad trimestral. A fin de año dicho informe se denomina Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia. Simultáneamente se publica la Propuesta de Política para	No se publica. Se elabora y publica un informe trimestral de la situación económica.	No se publica un informe de inflación como tal. Se publica un informe del comportamiento del índice de precios al consumidor.	No se publica. Se elaboran versiones preliminares de un Informe de Política Monetaria, pero aún no ha sido hecho público.

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2010**

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
			el año siguiente.			
2.7.3 ENCUESTAS DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y MACROECONÓMICAS	Se aplica una Encuesta Trimestral de Perspectivas Económicas. Se realiza una Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación y Variación Cambiaria. Se divulgan los resultados de ambas encuestas.	Semestral pero no se publica. La encuesta semestral incluye además otras variables macroeconómicas.	Mensual. Se divulgan resultados.	Trimestrales. Se divulgan resultados.	Se inició con periodicidad trimestral a partir de 2007. No se divulgan resultados.	Mensual. La encuesta de expectativas se realiza a partir de 2007. Se divulgan resultados.
2.7.4 POLITICA DE COMUNICACIÓN DEL BANCO CENTRAL AL PUBLICO	Realización de conferencias de prensa, periódicamente.	Comunicados, entrevistas de radio, prensa escrita y televisión, conferencias con las principales gremiales empresariales. A partir de 2010, se realiza públicamente un “Informe de Rendición de Cuentas Junio 2009-Mayo 2010”, a dicho evento asisten invitados y está abierto a todo público. Se publica en el sitio web del Banco Central.	Conferencias de prensa periódicas, comunicados, seminarios, y conferencias a distintas cámaras empresariales.	Comunicados y conferencias de prensa periódicas.	Conferencias de prensas periódicas, encuentros con cámaras empresariales, sectores productivos, representaciones diplomáticas y otros sectores, comparecencias en medios de comunicación, difusión de notas de prensa y atención de solicitudes de información a través de las oficinas de Relaciones Públicas y Acceso a la Información Pública.	Comunicados mensuales de política monetaria y conferencias de prensa periódicas.
2.7.5 PUBLICACIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS AUDITADOS	Se publican con periodicidad semestral.	Sí se publican con periodicidad anual.	Se publican los Estados Financieros, la Posición de Activos de Reserva, y Pasivos y Compromisos en Divisas, todos auditados. Su periodicidad es anual.	Se publican los Estados Financieros auditados del BCH una vez al año en los periódicos de mayor circulación en el país.	Si se publican mensualmente, y auditados se publican anualmente.	Anualmente.
2.7.6 PUBLICACIÓN FECHA DE DISCUSIÓN SOBRE TASA DE POLÍTICA MONETARIA	No se publica.	No aplica.	Si, anualmente.	No.	No.	No.
2.7.7 INFORME AL CONGRESO SOBRE EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA	No se realiza.	No aplica. En abril se entrega al Congreso una Memoria Anual de Labores. En septiembre se entrega al Ejecutivo un Informe de Situación Económica.	Sí. Semestral.	Sí. Anual.	Sí. Anual.	No.
<u>3. IMPUESTO SOBRE TRANSACCIONES FINANCIERAS</u>						
3.1 TASA DE IMPUESTO S/ INTERESES DEVENGADOS	8,0%	10%	10%	10%	10%	Exento.

MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2010

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
(DEPÓSITOS EN BANCOS O VALORES PUBLICOS).						
4.1 GESTIONES DE FINANCIAMIENTO CON ORGANISMOS INTERNACIONALES	En el 2008 el BCCR empezó a gestionar y se presentó en la Asamblea Legislativa, el proyecto para la suscripción de un préstamo del BID por EUA\$500 millones para financiar a los bancos comerciales el “Programa de liquidez para sostenibilidad del crecimiento”. No obstante, dicho proyecto de ley se retiró de la corriente legislativa, debido a que los intermediarios financieros manifestaron que no utilizarían este financiamiento. El BCCR suscribió con el FMI, en abril del 2009, un Acuerdo Stand By precautorio por DEG 492,3 millones (aproximadamente \$757 millones) el cual cumplió el BCCR en todos sus extremos y venció el 10 de julio del 2010. En junio de 2010 se aprobó un empréstito con el Banco Mundial por EUA \$500 millones a 30 años plazo y menos del 2% de interés. Se utilizará principalmente para cancelar deuda externa de mayor costo financiero.	En enero de 2009 el Banco Mundial aprobó un préstamo por US \$450,0 millones para fortalecer la sostenibilidad fiscal, la gobernabilidad, la transparencia en el uso de los recursos públicos y mantener constante la mejora de la protección social y la educación. En febrero de 2010 el BID aprobó un préstamo por US\$200 millones para un programa de dos años para el fortalecimiento fiscal y el financiamiento de programas sociales. En marzo de 2010 el Directorio del FMI aprobó un Acuerdo Stand-By por tres años por US \$790 millones para hacer frente a la crisis global. En julio de 2010 se formalizaron tres préstamos con el Banco Mundial (BM) por \$230 millones, destinados al Proyecto de Apoyo al Ingreso y Empleo (\$50 millones); fortalecimiento de Gobierno Locales (\$80 millones); y Apoyo a Programas Sociales y Recuperación Económica (\$100 millones). En octubre de 2010, el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional público el primer informe sobre el Acuerdo <i>Stand By</i>, destacando los esfuerzos del Gobierno de El Salvador para cumplir con las principales metas.	4. POLITICA FINANCIERA Convenio Precautorio con el FMI: El 21 de octubre de 2010 se cumplieron los 18 meses de vigencia del Acuerdo <i>Stand-By</i> que aprobó el Directorio del Fondo Monetario Internacional en abril de 2009 por aproximadamente US\$935 millones. El acuerdo se enmarcó en los aspectos fundamentales de política económica siguientes: a) una política fiscal moderadamente anticíclica para apoyar la demanda interna; b) una política monetaria enfocada en reducir la inflación; c) un tipo de cambio nominal flexible que facilite el ajuste económico; y d) una política del sector financiero que contribuyera al fortalecimiento de la regulación y supervisión bancaria. Para el diseño e implementación de las políticas monetaria y fiscal se establecieron dos criterios de desempleo: a) el nivel del déficit fiscal y b) el nivel de Reservas Monetarias Internacionales. Asimismo, se estableció como meta indicativa el nivel de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala y se definieron los parámetros de cumplimiento de la meta de inflación. Durante la vigencia del acuerdo se realizaron cuatro revisiones en las cuales el Fondo Monetario Internacional verificó el cumplimiento de todos los criterios de desempeño, los cuales fueron superados por amplios márgenes y la inflación se mantuvo	Después del reconocimiento del nuevo Gobierno, los esfuerzos se concentran en buscar un acuerdo con el FMI, para de esta manera gestionar el financiamiento con Organismos Financieros Internacionales. La consulta al Artículo IV se realizó en julio de 2010.	En el marco de la cuarta y quinta revisión del programa con el FMI denominado Servicio de Crédito Ampliado (SCA) se recibió 19.6 millones de dólares en diciembre de 2010. Por otra parte se suscribió con el BCIE una línea de crédito contingente, el cual estará vigente hasta el 20 de octubre de 2010 y es por un monto de US\$200 millones para fortalecer la red de seguridad financiera nacional. US\$100 millones serían para enfrentar situaciones temporales de iliquidez de los bancos y el resto para respaldar a los depositantes.	En marzo de 2009, en el marco del Programa de Liquidez para la Sostenibilidad del Crecimiento – PSLC–, el BID otorgó un financiamiento por US\$360 millones a República Dominicana, de los cuales US\$300 millones se destinarán a préstamos a corto plazo para el sector privado y el resto se emplearán en un programa de apoyo a las políticas para aumentar la productividad y competitividad del país. En octubre de 2009, la República Dominicana y el FMI llegaron a un entendimiento para suscribir un Acuerdo Stand-By por un monto de US\$1,700 millones, con una duración de 28 meses.

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2010**

COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
		dentro del criterio del programa. Préstamos de Apoyo al Presupuesto de 2009: Programa de Inversión en Capital Humano (BID) US\$200 millones; Primer Préstamo Programático de Política Fiscal y Desarrollo Institucional (Banco Mundial) US\$200 millones; Programa de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas (BID) US\$400 millones; Segundo Préstamo Programático de Política Fiscal y Desarrollo Institucional (Banco Mundial) US\$350 millones.			

9.2 Estadísticas Económicas Regionales 2004 – 2010.