

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



***Informe Macroeconómico Regional 2011***

***Centroamérica, marzo de 2012***

**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<sup>1</sup>***

***Lic. Alberto José Guevara Obregón<sup>2</sup>***

***Presidente***

***Banco Central de Nicaragua***

***Lic. Héctor Manuel Valdez Albizu***

***Gobernador***

***Banco Central de la República Dominicana***

---

<sup>1</sup> Hasta el 13 de febrero de 2012.

<sup>2</sup> A partir del 14 de febrero de 2012.

## **PRESENTACIÓN**

La Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano se complace en presentar el vigésimo sexto número de su Informe Macroeconómico Regional, correspondiente a 2011, sobre la situación macroeconómica de Centroamérica y República Dominicana y las perspectivas para 2012.

Este Informe tiene por objetivo brindar un panorama de la situación macroeconómica de la región, incluyendo lo relacionado con la orientación de las medidas de política monetaria, financiera y cambiaria adoptadas por los bancos centrales miembros del Consejo Monetario Centroamericano (CMCA, Consejo) durante 2011, así como las perspectivas de corto plazo de las principales variables macroeconómicas.

Este análisis fue elaborado tomando en consideración la información macroeconómica disponible en los Bancos Centrales miembros del CMCA a marzo de 2012, así como la evaluación de las principales tendencias macroeconómicas que fueron identificadas y sometidas a discusión a lo largo de 2011. Acompañan a este informe series estadísticas anuales para el período 2005 – 2011, dando así continuidad a los esfuerzos por divulgar estadísticas homogéneas puestas a disposición por los Bancos Centrales miembros.

Asimismo, la Secretaría Ejecutiva se complace informar a sus lectores que este Informe y sus correspondientes estadísticas están disponibles en el sitio de Internet: [http://www.secmca.org/Informe\\_Anual.html](http://www.secmca.org/Informe_Anual.html)

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 Macroeconómico 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 2012 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. Las Estadísticas Macroeconómicas Regionales que conforman el anexo de este informe fueron compiladas 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. Se agradece el apoyo en la compilación de las estadísticas brindado por Sandra Hernández, Eduardo Espinoza y Héctor Arcia, así como los comentarios y discusiones entre 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. Perspectivas macroeconómicas internacionales y la crisis de deuda.....	9
1.1 Deterioro de las perspectivas de crecimiento económico mundial.....	9
1.2 Señales alentadoras de la actividad económica y el empleo en los Estados Unidos.....	10
1.3 Desaceleración de la inflación internacional y perspectivas ambiguas de los precios de los <i>commodities</i> .....	12
1.4 Proceso de consolidación fiscal en las economías avanzadas. ....	14
1.5 Desempeño y perspectivas de los mercados financieros globales .....	16
II. Menores presiones inflacionarias en Centroamérica y República Dominicana.....	18
2.1 Factores explicativos de las presiones inflacionarias en los primeros ocho meses de 2011..	18
2.2 Alivio de las presiones inflacionarias en el último cuatrimestre de 2011.....	19
2.3 Inflación subyacente, expectativas inflacionarias y señalización de la política monetaria ....	21
2.4 Instrumentos Directos e Indirectos de Política Monetaria. ....	24
III. Medidas de Política Monetaria y Financiera a Disposición de los Bancos Centrales para Enfrentar los Efectos de la Crisis de Deuda.....	28
IV. Crecimiento Económico Regional Comprometido.....	31
4.1 Crecimiento económico comprometido. ....	31
4.2 Impulsores exógenos del crecimiento económico.....	35
4.3 Impulsores endógenos del crecimiento económico. ....	37
V. Desbalance Externo Regional.....	41
5.1 Evolución de indicadores de comercio exterior.....	41
5.2 Importancia de las transferencias corrientes.....	43
5.3 Deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos, su relación con la actividad económica. ....	44
5.4 Evolución del indicador regional de paridad nominal y real.....	46
5.5 Principales fuentes de financiamiento de la cuenta corriente por debajo de la línea. ....	48
5.6 Situación de las reservas internacionales e indicadores de adecuación .....	49
VI. Desbalance Fiscal Regional y el Mapa de Balances Financieros .....	52
6.1 Ingresos y Gastos Fiscales .....	52
6.2 Evolución de la deuda pública.....	55
6.3 El Mapa de Balances Financieros. ....	57

VII. Análisis del Sector Monetario .....	60
7.1 Balances Sectoriales y Panoramas del Banco Central y de las Otras Sociedades de Depósito. .....	60
7.2 Evolución de los Agregados Monetarios.....	66
7.3 Tasas de Interés, margen de intermediación y sus determinantes.....	68
VIII. Perspectivas macroeconómicas regionales y principales retos para 2012.....	73
8.1 La inflación regional será baja aunque volátil.....	73
8.2 El Crecimiento económico continuará comprometido .....	74
8.3 Situación fiscal y externa continuarán vulnerables.....	75
8.4 Mapa de Balances Financieros e Indicador Sintético de Vulnerabilidad .....	77
8.5 Reflexiones finales.....	79
Bibliografía .....	81
Anexos.....	82
Matriz de Principales Medidas Macroeconómicas.....	83

## **Resumen Ejecutivo**

La incertidumbre que ha generado la crisis de deuda en la Zona Euro y su transmisión hacia el resto de economías avanzadas condiciona, en parte, las expectativas de una recuperación sostenida en el crecimiento económico de Centroamérica y República Dominicana. La transmisión de los choques de demanda externa se canalizan principalmente, vía relaciones comerciales (de bienes y servicios), por el flujo de remesas y a través de los términos de intercambio. Si bien existe aún una relativa dependencia de los ciclos económicos de los Estados Unidos y la Unión Europea, el crecimiento económico regional ha encontrado en los mercados domésticos y regionales la demanda suficiente para reportar tasas de crecimiento económico satisfactorias en 2011. Adicionalmente, el sistema financiero continuó apoyando la dinámica del sector productivo a través del crédito. Si bien el comercio sigue siendo la principal rama que apoyó la recuperación económica durante 2011, resalta el papel reasumido por la industria manufacturera y el agropecuario. Las actividades de servicios como telecomunicaciones, turismo y servicios brindados a las empresas han tenido un papel importante en la recuperación. Los choques de precios internacionales han incidido en el comportamiento del ritmo inflacionario regional; sin embargo, han sido los efectos de segunda vuelta los que han mantenido elevada la inflación en 2011. Eso ha justificado la reacción al alza de la tasa de política monetaria en algunos bancos centrales, quienes deben reforzar sus mecanismos de monitoreo de la inflación subyacente que pudieran reflejar presiones de demanda interna provocadas por efectos de segunda ronda proveniente de los choques de precios internacionales.

Las exportaciones totales han repuntado de la mano de las exportaciones tradicionales, sin embargo las importaciones totales lo hicieron con más fuerza, impulsadas en buena medida, por el incremento en la factura petrolera. Las transferencias corrientes y el resultado en la balanza de servicios y renta, resultaron insuficientes para contrarrestar el déficit en la balanza de bienes, dando por resultado un incremento en el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos como proporción del PIB regional. En materia de macroprecios, el indicador de paridad cambiaria nominal comenzó a reportar depreciaciones a finales de 2011; sin embargo, la fuerte apreciación del indicador de tipo de cambio real incidió en la pérdida de competitividad y rentabilidad de las exportaciones, e incentivó la importación de bienes y servicios desde el exterior, contribuyendo a explicar el déficit en cuenta corriente observado. El déficit en cuenta corriente habría sido financiado en casi la mitad por la inversión extranjera directa, dejando el resto al financiamiento por medio de empréstitos del sector público, bancario y privado, así como la inversión de cartera. Si bien se obtuvo una cifra record de reservas internacionales netas en el ámbito regional, éstas crecieron de manera muy limitada y se redujeron como proporción del PIB regional, lo que sustentaría las futuras políticas de acumulación de reservas internacionales propuesta por algunos bancos centrales en la región.

Los sectores públicos de Centroamérica y República Dominicana siguen adoleciendo de dificultades para ampliar la carga tributaria, impulsar reformas fiscales integrales, y reorientar el gasto público a favor de infraestructura y las apremiantes necesidades

sociales de la mayoría de sus países. A pesar de que la deuda pública ha evolucionado en forma consistente con el PIB regional, es importante mantener un monitoreo permanente que facilite la evaluación de la sostenibilidad de la deuda pública. Respecto del mapa de balances financieros, se concluye que la dependencia de los sectores domésticos – públicos y privados– de los países de Centroamérica y República Dominicana por el financiamiento para sus inversiones con no residentes, constituye una muestra de la imposibilidad estructural de estas economías para generar ahorro, así como del bajo nivel de productividad de los sectores residentes que podría profundizarse con los efectos adversos de la crisis de deuda en el ámbito mundial.

Los agregados monetarios y de crédito fueron un reflejo o contraparte financiera de la actividad productiva regional. La evolución durante 2011 de dichos agregados siguió de cerca el comportamiento de los indicadores de actividad productiva en términos corrientes. Dentro de los factores de expansión de la base monetaria amplia, sobresale la participación de los activos externos netos. Dentro de los activos de las otras sociedades de depósito sobresalen los préstamos y los valores distintos de acciones. La principal contraparte institucional de los activos de las OSD fue el sector privado (hogares, instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares y las otras sociedades no financieras), a pesar de que el sector público y el banco central continúan abarcando una porción creciente del total de los activos. Los préstamos por ramas de actividad productiva estuvieron dirigidos en su mayor parte a la adquisición de vivienda, préstamos personales, comercio y actividades de servicios vinculados con el turismo. La principal fuente de fondeo de las OSD fueron los depósitos y la emisión de valores distintos de acciones; sin embargo, recientemente han tomado importancia los préstamos, resaltando el incremento de los pasivos externos, habida cuenta las bajas tasas de interés en el ámbito externo. La dolarización de los activos y pasivos se mantuvo estable entre un 29% y 31%. El margen de intermediación se ha reducido como consecuencia del incremento de las tasas pasivas por sobre las activas. El indicador de vulnerabilidad monetaria en el ámbito regional, dio muestras de una volatilidad baja; pero resalta como fragilidad, entre otros, la situación de intermediación financiera en El Salvador, y fuerte incremento de los activos externos netos y agregados monetarios en Nicaragua.

Las metas y perspectivas de inflación definidas por los Bancos Centrales de la región para 2012, asumen que se relajarán los choques externos que originaron en el pasado incrementos en los precios al consumidor, así como los efectos de segunda ronda en la estructura de precios. Los Bancos Centrales estarían apostando a alcanzar tasas de inflación menores que las observadas en 2011. Como promedio regional, se espera que la inflación regional se ubique en el rango de entre 4.4% – 5.9% en 2012 (6.3 en 2011). Se estima un crecimiento económico para Centroamérica y República Dominicana de 3.6% para 2012 (3.7% en 2011), tasas que continúan comprometidas al desenlace de la crisis de deuda en la zona euro y la recuperación en el crecimiento estadounidense.

## I. Perspectivas macroeconómicas internacionales y la crisis de deuda.

### 1.1 Deterioro de las perspectivas de crecimiento económico mundial.

Las perspectivas de crecimiento económico se han deteriorado para el ámbito mundial, y en especial para la zona euro, como resultado de la crisis de deuda en algunas de sus economías, particularmente, en Grecia. Además de la problemática vinculada propiamente con la deuda pública griega, se ciernen dificultades en esas economías derivado del lento proceso de consolidación fiscal. Esta situación es compartida por la mayoría de economías avanzadas, entre las que sobresalen los Estados Unidos, el Reino Unido, Francia, Italia y España.

Las estimaciones de crecimiento económico para la zona euro se han deteriorado con el paso del tiempo, lo cual se refleja en las previsiones brindadas por algunas instituciones financieras internacionales como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD, por sus siglas en inglés), el Banco Mundial (BM) y el Fondo Monetario Internacional (FMI). Las estimaciones se fueron desinflando para 2012 de 0.2% de la OECD en noviembre de 2011, a otra de -0.3% del BM a principios de enero de 2012, y a -0.5% del FMI a mediados de enero del mismo año. De igual forma, la recuperación para 2013 de la zona euro tampoco ha sido beneficiada de expectativas alentadoras: 1.4% por parte de la OECD; 1.1% del BM y 0.8% por el FMI.

**Cuadro 1.1**

**Perspectivas Económicas Mundiales:  
PIB real. Variación porcentual anual (2011 - 2013)**

Regiones y Países	OECD			Banco Mundial			FMI		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
<b>Mundo</b>	n.d.	n.d.	n.d.	2.7	2.5	3.1	3.8	3.3	3.9
<b>Economías Avanzadas</b>	n.d.	n.d.	n.d.	1.6	1.4	2.0	1.6	1.2	1.9
<b>Estados Unidos</b>	1.7	2.0	2.5	1.7	2.2	2.4	1.8	1.8	2.2
<b>Zona Euro</b>	1.6	0.2	1.4	1.6	-0.3	1.1	1.6	-0.5	0.8
<b>Japón</b>	-0.3	2.0	1.6	-0.9	1.9	1.6	-0.9	1.7	1.6
<b>Economías Emergentes y en Desarrollo</b>	n.d.	n.d.	n.d.	6.0	5.4	6.0	6.2	5.4	5.9
<b>China</b>	9.3	8.5	9.5	9.1	8.4	8.3	9.2	8.2	8.8
<b>India</b>	7.7	7.2	8.2	6.5	6.5	7.7	7.4	7.0	7.3
<b>Brasil</b>	3.4	3.2	3.9	2.9	3.4	4.4	2.9	3.0	4.0

Fuente: OECD, Perspectivas Económicas, Volumen 2011/2, Noviembre 2011.

BM, Global Economic Prospects, Enero 2012.

FMI, Perspectivas Económicas Mundiales, Enero 2012.

Las buenas noticias para la región de Centroamérica y República Dominicana son que no se percibe un deterioro en el ritmo de expansión productiva de los Estados Unidos, siendo este país uno de los principales socios comerciales extrarregionales. El último dato ofrecido por el BM estima que el crecimiento económico en ese país sería de 2.2% para 2012 y de 2.4% para 2013. En tanto que el FMI otorgó un crecimiento económico de 1.8%

para 2012 y de 2.2% para 2013. Por su parte la OECD, ha calculado un crecimiento económico de 2.0% para 2012 y de 2.5% para 2013.

De otra parte, según el BM y el FMI, se perfila una desaceleración en el ritmo de crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo. En el caso particular de China e India, sobresalen las elevadas tasas de crecimiento económico que todavía mantienen, a pesar, de que se han acrecentado las amenazas de una desaceleración. Si al grupo de países en desarrollo se excluye China e India, el crecimiento económico para este subgrupo (incluido Centroamérica y República Dominicana) sería de 3.8% para 2012 y de 4.5% para 2013. Según una actualización reciente de las perspectivas económicas del FMI, el crecimiento económico para América Latina sería de 3.6% para 2012 y 3.9% para 2013. Las estimaciones puntuales para México serían de 3.2% para 2012 y de 3.7% para 2013.

De esa forma, el crecimiento económico mundial continuará dependiendo de la resolución de la crisis de deuda en las economías europeas de la zona euro, de la velocidad y la forma en que se implemente la consolidación fiscal en el resto de economías avanzadas, y el desempeño de economías emergentes como las de China e India. El crecimiento económico de las economías emergentes y en desarrollo, como las latinoamericanas, y en particular las centroamericanas, estarán en función del desempeño económico de los Estados Unidos, la desaceleración de la producción de las economías emergentes asiáticas, y de los impactos conjuntos en la demanda mundial y la variabilidad de los precios internacionales.

## **1.2 Señales alentadoras de la actividad económica y el empleo en los Estados Unidos.**

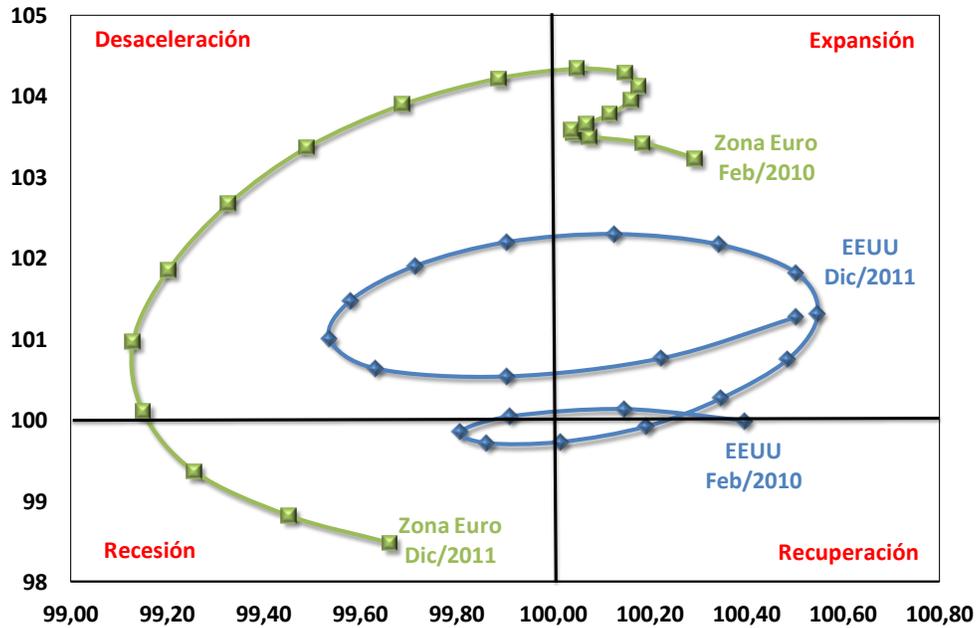
El desempeño macroeconómico de las principales economías avanzadas –Estados Unidos y la Zona Euro– monitoreado a partir del indicador líder compuesto<sup>3</sup> elaborado por la OECD para sus países miembros, se presenta disímil entre ambos grupos de países. Por un lado, el indicador para la Zona Euro se encontraba en la zona de recesión en diciembre de 2011, con una tendencia hacia la recuperación. Y por otro, el indicador para los Estados Unidos se ubicó en zona de expansión con tendencia aún creciente. Si bien existe preocupación de que la crisis de deuda en la Zona Euro pudiera transmitirse hacia el resto de economías avanzadas, pareciera que existen factores endógenos positivos en su desempeño económico que pudieran incidir más que el efecto adverso de la crisis, lo cual resulta ser particularmente válido para la economía de los Estados Unidos.

---

<sup>3</sup> El indicador líder compuesto es un índice sintético de las siguientes variables macroeconómicas: i) PIB, sus componentes y la producción industrial; ii) variables de producción de commodities seleccionadas (acero, petróleo, etc.); iii) series de tendencia de encuestas de negocios y al consumidor; iv) variables de la industria manufacturera seleccionadas (despachos, inventarios, nuevas órdenes, etc.); v) construcción; vi) comercio doméstico; vii) series de mercado laboral; viii) precios al consumidor y al productor; ix) agregados monetarios; x) tasas de interés; xi) variables financieras; xii) tipos de cambio; xiii) comercio internacional; y xiv) información de balanza de pagos.

Gráfico 1.1

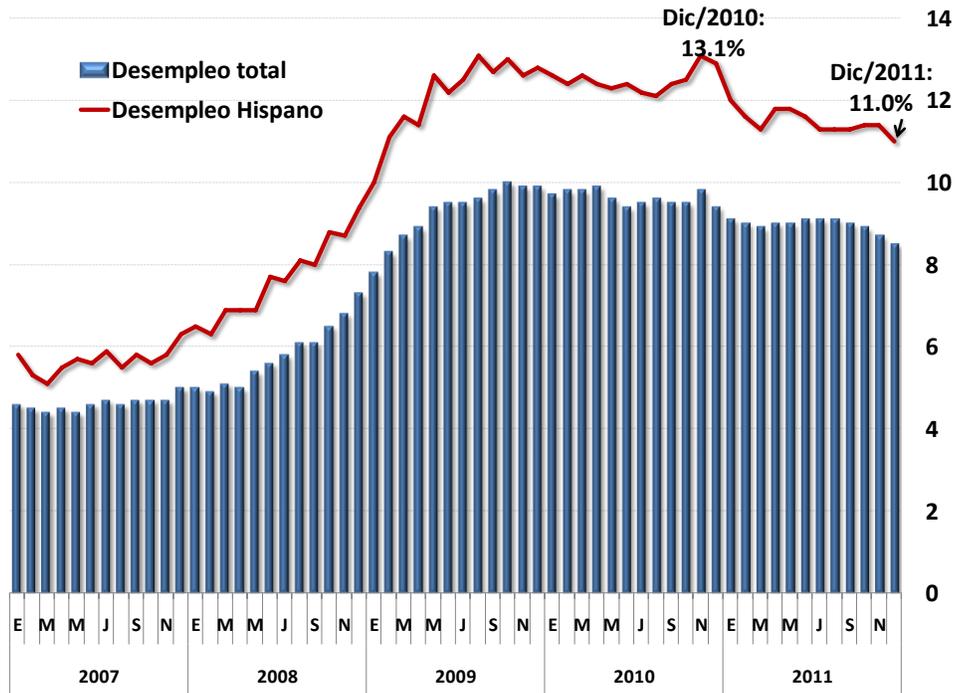
Estados Unidos y Zona Euro: Reloj del Ciclo Económico, Indicador Líder Compuesto (2010:01 y 2011:11)



Fuente: Elaboración propia con base en estadísticas de la OECD. Feb/2012.

Las principales preocupaciones sobre el desempeño económico en los Estados Unidos se centran en el suave crecimiento del ingreso de los hogares, la disminución continua en el precio de las casas, el estancamiento en el negocio de la venta de inmuebles y el débil crecimiento en el empleo, que es consistente con la disminución en el desempleo. A pesar de que la tasa de desempleo refleja una tendencia hacia la disminución, algunas estimaciones realizadas por la Reserva Federal de Atlanta, señalan que a un ritmo de creación neta de 158 mil empleos por mes, se necesitarían aproximadamente 6 años en reducir la tasa de desempleo en 2.5 puntos porcentuales.

Gráfico 1.2. Estados Unidos: Desempleo total e hispano (Tasas 2007:01 – 2011:12)



Fuente: Elaboración propia con base en el *Bureau of Labor Statistics*.

Asimismo, esa misma fuente ha revelado que las tasas de desempleo se mantienen elevadas para todos los grupos poblacionales clasificados por educación, así como para los distintos grupos étnicos. En particular, para el grupo poblacional hispano, la tasa de desempleo estuvo mostrando una clara tendencia hacia la disminución ubicándose en 11% en diciembre de 2011 (13.1% en diciembre de 2010). A partir de enero de 2010 se observa una tendencia hacia la disminución del desempleo hispano, lo cual favorecería el traslado de remesas hacia la región de Centroamérica y República Dominicana.

Los análisis de largo plazo han demostrado que las tasas de desempleo actuales son las mayores que en cualquier otro período de recesión en la era de post segunda guerra mundial. Respecto de las actividades productivas, se ha puesto de manifiesto que las actividades más dinámicas en la época de postcrisis han sido los servicios profesionales y las actividades asociadas con los servicios de atención de ayuda temporal. La industria manufacturera (excluida la de vehículos) todavía se encuentra en recuperación. La construcción y los servicios de gobierno se encuentran en recesión.

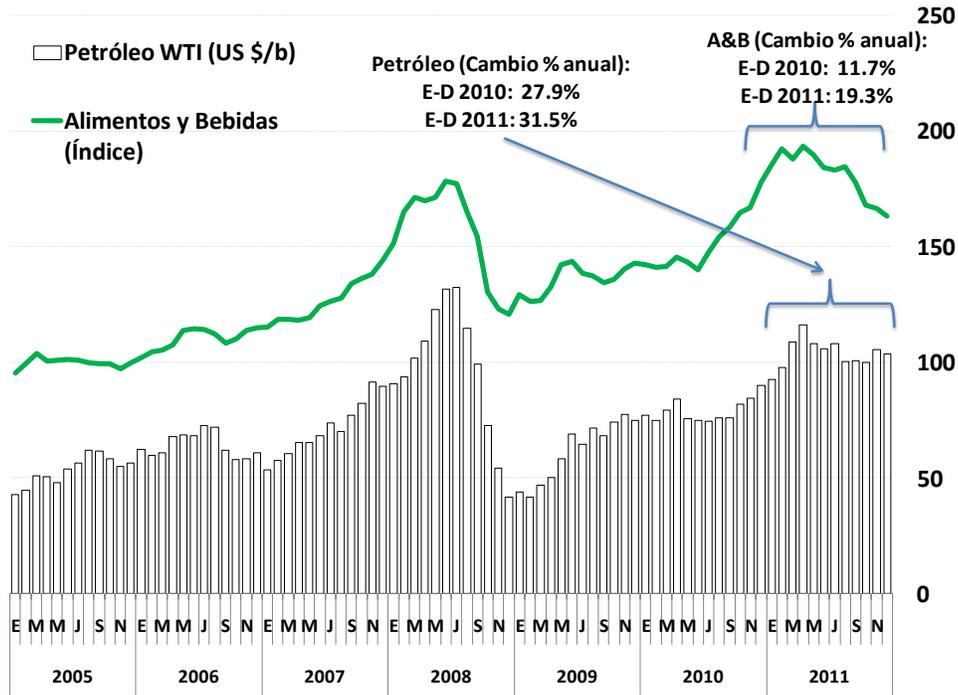
### 1.3 Desaceleración de la inflación internacional y perspectivas ambiguas de los precios de los *commodities*.

La desaceleración del ritmo de variación de los precios internacionales de las materias primas ha sido consistente con la menor dinámica de la actividad productiva en el ámbito mundial. La desaceleración de los precios internacionales de los alimentos y bebidas ha sido más pronunciada que la del petróleo. Los precios de los alimentos y bebidas variaron

a un ritmo de -8.4% punto a punto en diciembre de 2011, en tanto que el petróleo, si bien se encontraba en desaceleración, estaba creciendo a un ritmo de 14.8%.

Gráfico 1.3

Precios Internacionales de *Commodities*: Petróleo WTI (US \$/barril) e Índice de Precios de Alimentos y Bebidas (2005:01 – 2011:12)



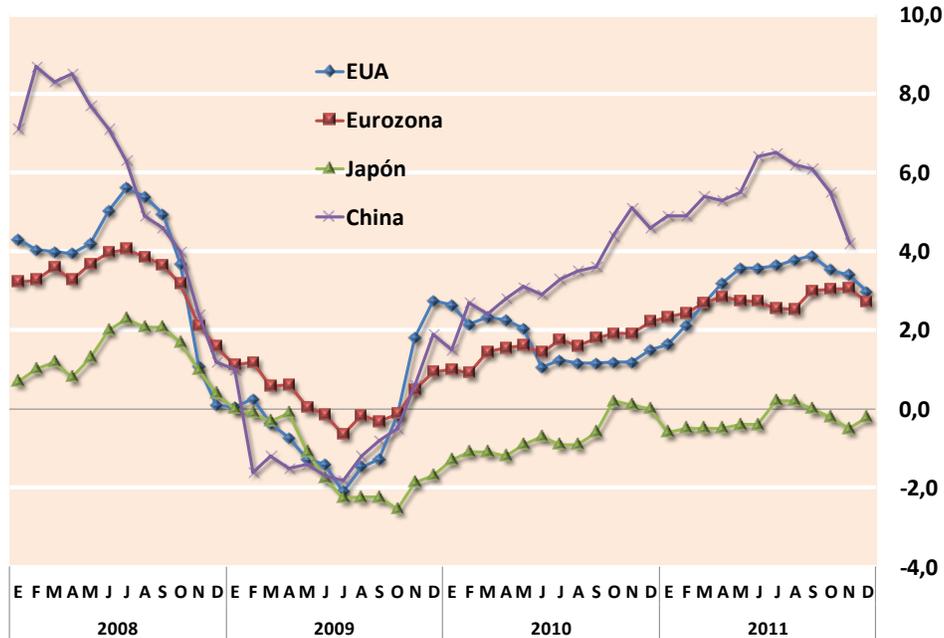
Fuente: Elaboración propia con base en estadísticas del FMI.

En promedio, para 2011, los alimentos y bebidas crecieron en 19.3%, en tanto que el petróleo lo hizo en 31.5%. El FMI estima, a partir de los mercados a futuro, que el petróleo se ubique en US \$99.09 en 2012 y en US \$95.55 en 2013, lo que equivaldría a una disminución del 4.9% para 2012 y del 3.6% para 2013. No obstante, todavía persisten algunas amenazas de incrementos asociadas con factores de oferta. Para los precios de materias primas no combustibles, se espera una contracción del 14% en 2012 (+17.7% en 2011) y otra caída de 1.7% en 2013.

De igual forma, la desaceleración del ritmo inflacionario de las principales economías avanzadas y en desarrollo en el mundo se ha correspondido con la menor dinámica de los precios internacionales de materias primas. Como resultado de la menor demanda internacional y las expectativas bien ancladas, el FMI estima una inflación de 1.6% en las economías avanzadas para 2012 (2.7% en 2011). Para las economías emergentes y en desarrollo se espera una inflación de 6.2% para 2012 (7.2% para 2011). La estimación de inflación para las economías avanzadas es de 1.3% para 2013; en tanto para las economías emergentes y en desarrollo se estima una inflación de 5.5% para 2013.

Gráfico 1.4

Inflación Internacional: IPC variación interanual (2008:01 – 2011:12)



Fuente: Elaboración propia con base en estadísticas del Reporte Ejecutivo Mensual, SECMCA.

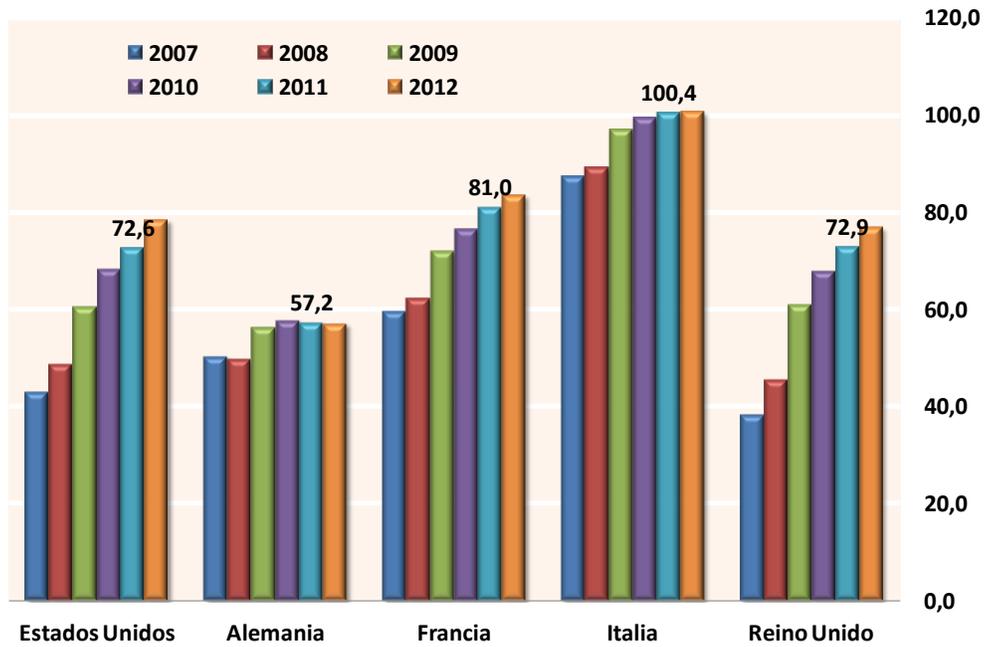
**1.4 Proceso de consolidación fiscal en las economías avanzadas.**

El proceso de consolidación fiscal en las economías avanzadas evolucionó lentamente durante 2011, lo cual, para el caso de las economías de la zona euro, imposibilitó la resolución del pago y condonación de la deuda pública griega. Uno de los puntos medulares estribó en las alternativas de resolución de la deuda y su transmisión vía sistemas financieros al resto de países de la zona euro y economías avanzadas. Además, esta situación generó condiciones que alargan el ambiente de incertidumbre respecto de la transmisión de la recesión europea al resto de economías avanzadas, mercados emergentes y en desarrollo.

El ajuste fiscal requerido deja escasos grados de libertad para activar políticas de estímulo a la actividad económica; razón por la cual, los organismos internacionales han sido del consenso de recomendar a los bancos centrales de esas economías, disponer recursos para facilitar la salida a fin de evitar el default de la deuda soberana, así como dotar de suficiente liquidez a los sistemas financieros, principalmente por parte de aquellos bancos centrales con suficientes espacios de política monetaria. El éxito de la consolidación fiscal en las economías avanzadas es, de momento, el principal condicionante para asegurar niveles sostenibles de crecimiento económico mundial en la postcrisis. Además de la deuda pública de Grecia, la mayor incertidumbre se enfoca en la evolución y sostenibilidad de la deuda pública de España, Portugal, Irlanda, Italia y Francia. Asimismo, otras economías avanzadas fuera de la zona euro, continúan enfrentando dificultades para lograr un proceso de consolidación fiscal gradual que asegure niveles sostenibles de deuda pública, como son los Estados Unidos y el Reino Unido.

Gráfico 1.5

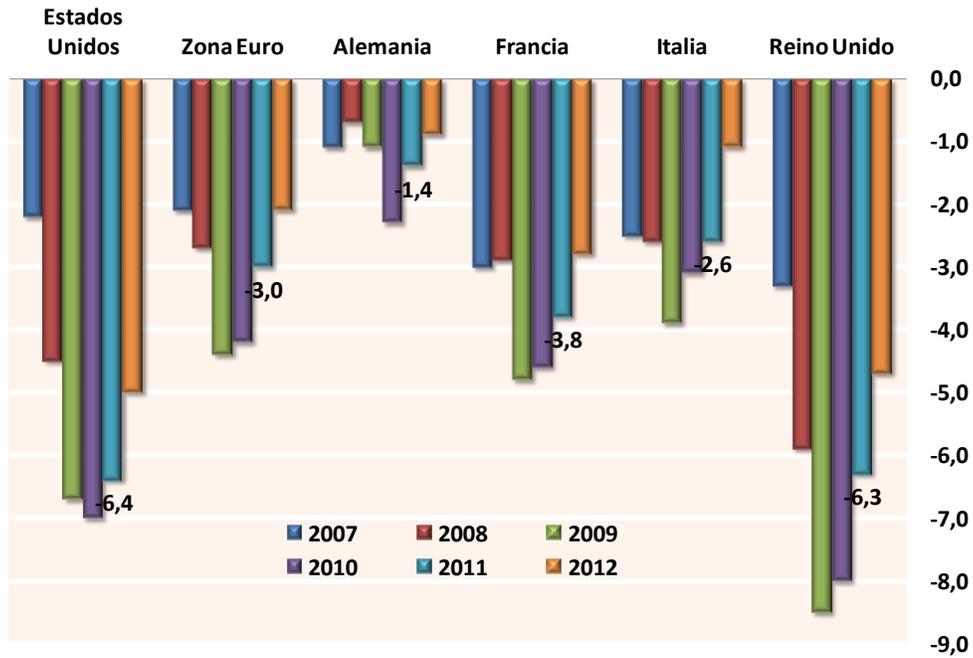
Economías Avanzadas: Deuda del Gobierno General (Porcentajes del PIB, 2007 - 2012)



Fuente: Elaboración propia con base en el WEO, FMI.

Gráfico 1.6

Economías Avanzadas: Déficit Gobierno General (Porcentaje del PIB, 2007 - 2012)



Fuente: Elaboración propia con base en el WEO, FMI.

### 1.5 Desempeño y perspectivas de los mercados financieros globales

Los organismos financieros internacionales han coincidido en señalar que la volatilidad de los mercados financieros globales ha sido menor en la presente crisis de deuda de la observada en la crisis del 2007-2009. Con base en esa menor volatilidad y los niveles de liquidez existentes en los mercados financieros internacionales, las probabilidades de una recesión en el ámbito mundial parecen acotadas.

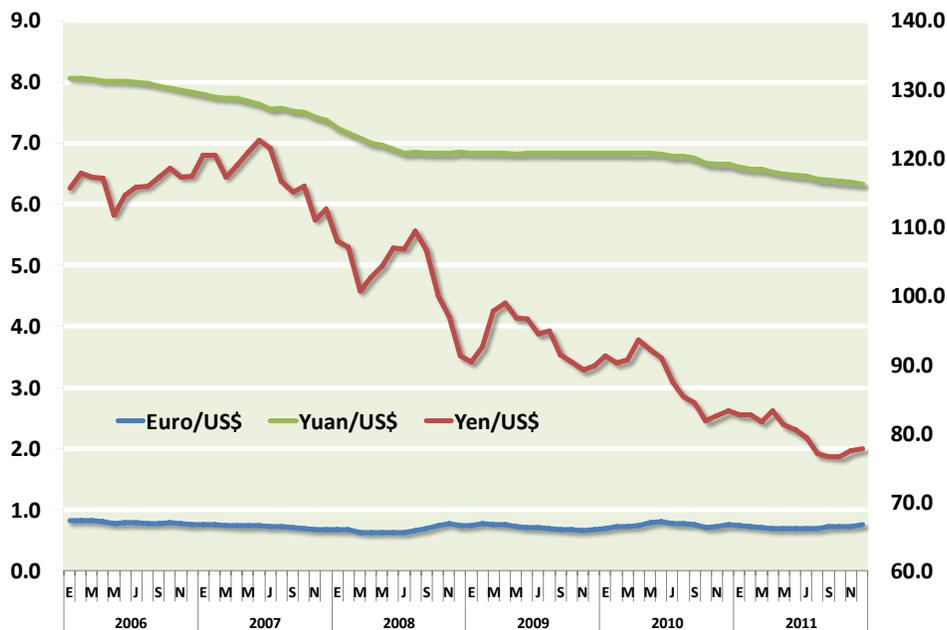
No obstante, dichos organismos internacionales han prevenido a los bancos centrales de las economías avanzadas, continuar con su participación activa mediante inyecciones de liquidez, así como el mantenimiento de una política monetaria con tasas de interés bajas y estables.

Como rasgo característico en los mercados de cambios, las principales divisas se han apreciado respecto del dólar estadounidense, lo cual es consecuencia de las inyecciones de liquidez de la Reserva Federal. En América Latina, la apreciación de las monedas ha sido un fenómeno típico de los últimos años.

En los mercados bursátiles la mayor volatilidad se observó desde agosto de 2011 y se estabilizó a fin de año. Sin embargo, permanece la incertidumbre relativa a los mercados financieros debido a la lentitud para resolver la crisis de deuda entre los países de la zona euro, así como la debilidad de los bancos con activos tóxicos y valores soberanos de los países con elevado endeudamiento público.

Gráfico 1.7

Economías Avanzadas: Tipos de Cambio (Euro, Yen y Yuan vs US Dólar, 2006 - 2012)



Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR.

En síntesis, las principales amenazas del entorno macroeconómico internacional para 2012 serían:

- i) La reducción de los flujos de capital privado (principalmente de IED) hacia los países en desarrollo: 5.8% del PIB en 2010 vs 4.5% del PIB en 2011;
- ii) La desaceleración del volumen de comercio mundial (FMI): 12.7% en 2010, 6.9% en 2011 y 3.8% en 2012;
- iii) La elevada volatilidad en los precios internacionales del petróleo y derivados, dadas las amenazas de conflicto político-militar en países productores y exportadores de petróleo.
- iv) Las amenazas de entrar en una recesión al menos tan grande como la de 2008/09, y su transmisión hacia los países en desarrollo;
- v) Las limitaciones de las economías avanzadas para contrarrestar la recesión con políticas fiscales expansivas, lo que profundizaría el ciclo;
- vi) Las restricciones para contrarrestar los efectos adversos de la crisis con políticas monetarias expansivas por parte de economías avanzadas;
- vii) Las limitaciones para sostener ayuda oficial por parte de países donantes de economías avanzadas, dadas los problemas fiscales; y
- viii) El impacto adverso sobre la actividad económica en países en desarrollo que dependen de las remesas familiares, turismo y demanda externa, al desacelerarse el ritmo de actividad productiva en economías avanzadas.

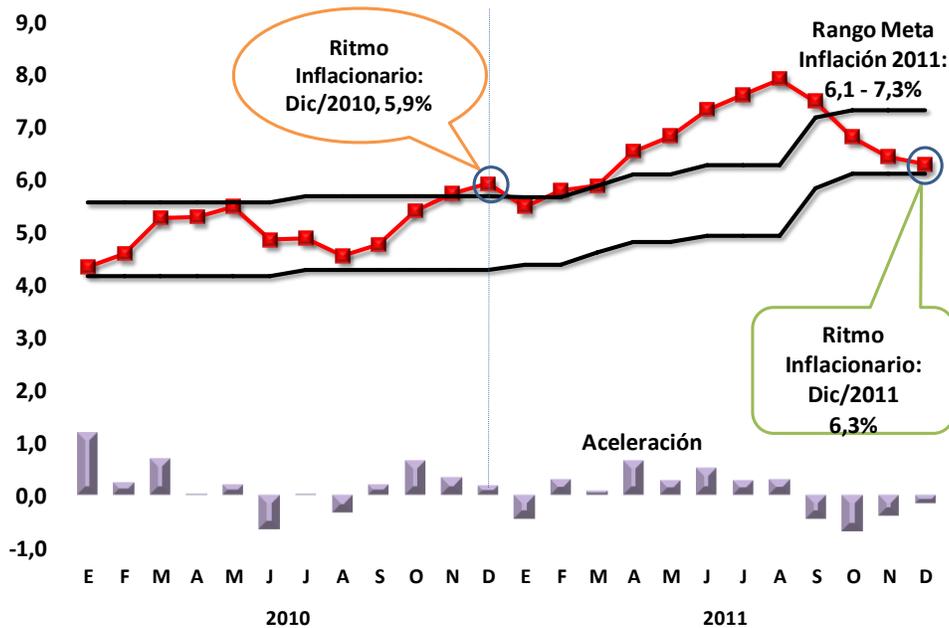
## II. Menores presiones inflacionarias en Centroamérica y República Dominicana.

### 2.1 Factores explicativos de las presiones inflacionarias en los primeros ocho meses de 2011.

El ritmo inflacionario registró una tendencia ascendente en la mayoría de países miembros del CMCA de enero a agosto de 2011. El ritmo inflacionario promedio regional pasó de ubicarse en 5.9% en diciembre de 2010, a 7.9% en agosto de 2011 (4.5% en agosto de 2010), equivalente a una aceleración de 2 puntos porcentuales en los primeros 8 meses del año, y de 3.4 puntos porcentuales respecto del ritmo inflacionario de 12 meses atrás. Esta aceleración se tradujo en el acomodamiento del rango meta y/o proyección de la inflación de los bancos centrales. En efecto, los límites superior e inferior de un rango construido a partir de las metas y/o proyecciones de inflación de los bancos centrales, mostró acomodamientos al alza derivado de las presiones inflacionarias observadas durante los primeros dos cuatrimestres de 2011. El rango meta finalizó el año en 6.1 – 7.3%.

Gráfico 2.1

#### Centroamérica y República Dominicana: Ritmo Inflacionario, Rango Meta de Inflación y Aceleración del Ritmo (2010:01 – 2011:12)



Fuente: Elaboración propia con base en datos de SIMAFIR/SECMA.

Respecto a las metas y/o proyecciones de inflación por país, se observó que aquellos bancos centrales que utilizan o avanzan hacia la estrategia de política monetaria basada en metas de inflación, dejaron invariable sus metas puntuales para 2011 (Costa Rica, Guatemala y República Dominicana); y más bien se mantuvieron cautelosos respecto a las expectativas inflacionarias, a factores endógenos generadores de incrementos en los precios al consumidor, y otras posibles amenazas de origen externo que desataran

aumentos de segunda vuelta en los precios. El Salvador, Honduras y Nicaragua acomodaron al alza sus proyecciones y metas de inflación durante 2011, ante la expectativa de posibles choques exógenos que presionarían al alza el ritmo inflacionario.

Los incrementos en el ritmo inflacionario en los primeros ocho meses de 2011 estuvieron asociados con choques de corto plazo en los precios internacionales de materias primas estratégicas para las economías de la región, en particular de los alimentos y bebidas, y del petróleo crudo y demás hidrocarburos. No obstante, algunos otros choques internos como los provenientes de ajustes a precios y/o tarifas de bienes y servicios regulados o proporcionados por entes públicos sufrieron alzas importantes que generaron impactos de corto plazo en el ritmo inflacionario. También es importante destacar que ha habido efectos de segunda ronda en los precios al consumidor proveniente de estos choques, que podrían estar incidiendo sobre las expectativas y otros factores de demanda interna, factores que serán analizados con detalle en la sección sobre inflación subyacente.

## **2.2 Alivio de las presiones inflacionarias en el último cuatrimestre de 2011.**

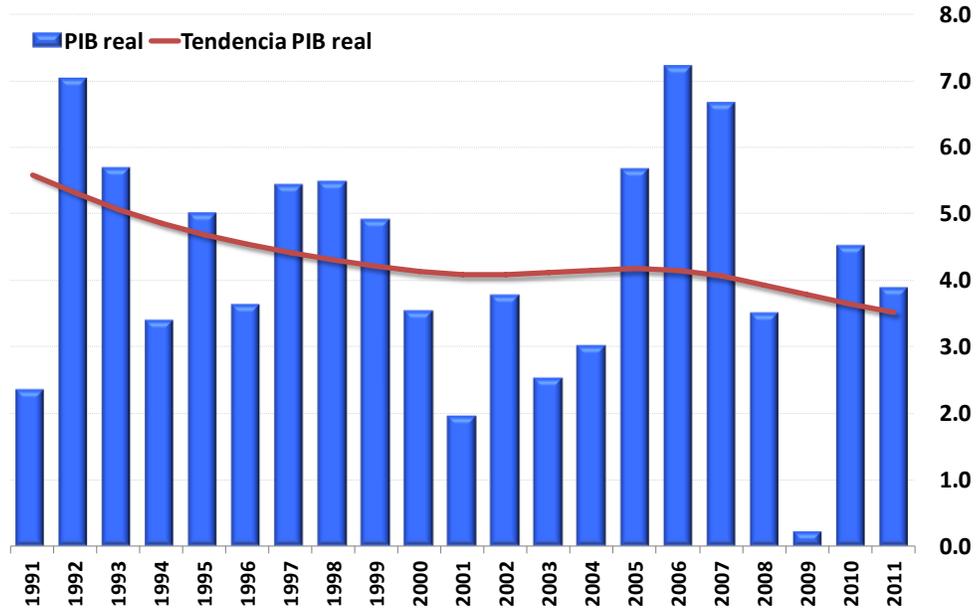
Entre septiembre y diciembre de 2011 se presenció en la región un punto de quiebre con lo observado durante los primeros ocho meses del año, y se inició una desaceleración de la variación anual de los precios al consumidor que se correspondió con un aplanamiento del índice regional (efecto estadístico), que a su vez obedece a la menor variación de los precios internacionales de las materias primas estratégicas para la región, en particular, alimentos, bebidas, e hidrocarburos (choque externo). Durante 2011 el precio del petróleo se mantuvo sustancialmente por arriba del nivel observado en 2010, lo que se demuestra a partir de la tasa de variación promedio anual de 31.5% para 2011 (27.9% para 2010). A partir de mayo de 2011 el precio se mantuvo más o menos constante, variando en torno a los US \$100 por barril.

De igual forma, el precio internacional de los alimentos y bebidas estuvo en 2011 en niveles por arriba de los observados en 2010, lo que se aprecia a partir de la tasa de variación promedio anual de 19.3% para 2011 (11.7% para 2010). A partir de mayo de 2011, los precios de los alimentos y bebidas comenzaron una tendencia hacia la reducción, lo cual fue transmitido a los precios al consumidor de la región con algún rezago. La estabilidad de los precios del petróleo y la contracción de los precios de los alimentos y bebidas explica, con algunos rezagos, la desaceleración del ritmo inflacionario a partir de septiembre de 2011. El promedio del ritmo inflacionario para 2011 fue de 6.7% (5.1% como promedio para 2010).

La brecha del producto medida por el diferencial del crecimiento económico observado respecto de la tendencia de largo plazo ha sido positiva en los años subsiguientes a la crisis financiera, lo que podría justificar las presiones de demanda interna que han podido presionar al alza los precios de algunos bienes y servicios no transables. Lo anterior sería consistente con la evidencia de incrementos generalizados en los precios al consumidor, excluidos alimentos e hidrocarburos, derivados de choques de precios internacionales.

Gráfico 2.2

Centroamérica y República Dominicana: PIB anual, tasas de variación anual (1991 - 2011)

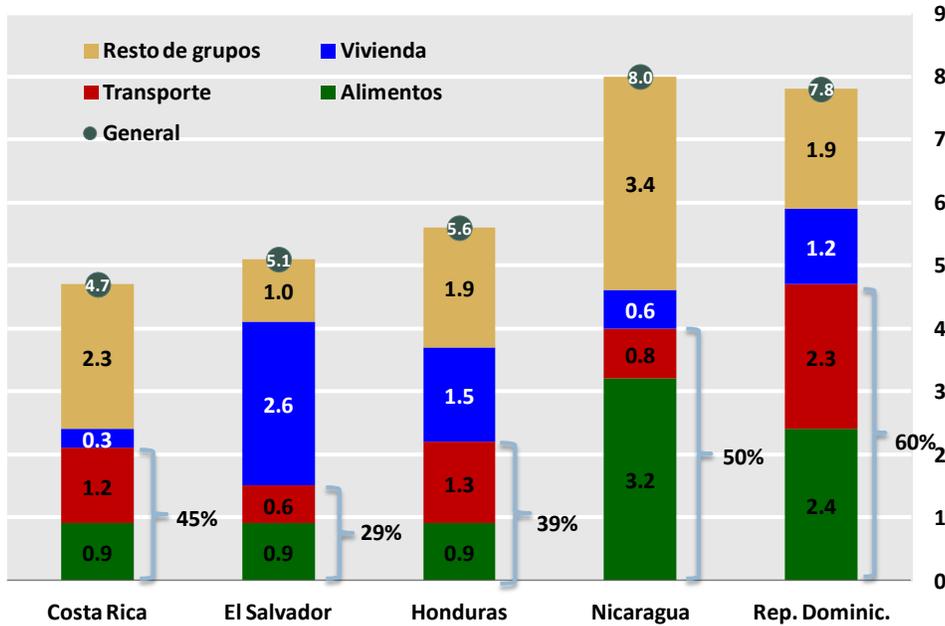


Fuente: Elaboración propia con base en datos de SIMAFIR/SECMCA.

La tendencia de los precios al consumidor en la región siguen, con algunos rezagos, el comportamiento de los precios internacionales de las materias primas estratégicas, a saber, petróleo, alimentos y bebidas. La incidencia de estos precios en el ritmo inflacionario total ha disminuido en todos los países. En la actualidad, la participación de ambos grupos de bienes en el total oscila entre 30% y 60%, cuando en meses pasados dicha participación tenía como piso 50%.

Gráfico 2.3

Centroamérica y República Dominicana: IPC. Composición de la Inflación General por Principales Subgrupos de Bienes y Servicios. Diciembre de 2011.



Fuente: Elaboración propia con base en datos de SIMAFIR/SECMCA.

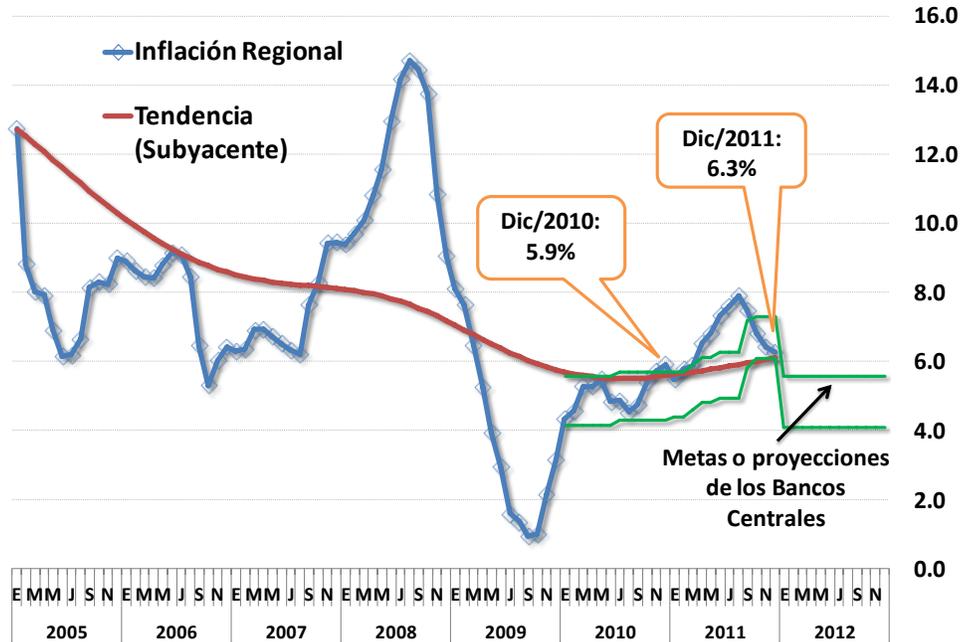
2.3 Inflación subyacente, expectativas inflacionarias y señalización de la política monetaria

A pesar de la desaceleración del ritmo inflacionario a partir de septiembre de 2011, la tendencia de largo plazo, *proxi* de la inflación subyacente, se mantiene en niveles del 6%, lo que podría haber ameritado la gestión de instrumentos de política monetaria para atenuar efectos de segunda vuelta, provocados principalmente por los precios de los *commodities*. Pasarán algunos meses más para que los efectos de segunda vuelta de los choques de precios internacionales se reduzcan y el indicador de inflación subyacente se desacelere y recupere la tendencia de largo plazo descendente que venía mostrando previo a la crisis financiera de 2009.

En definitiva y dada la volatilidad en los precios internacionales de las materias primas que sirven para la producción de alimentos en Centroamérica y República Dominicana, resulta conveniente monitorear la evolución de indicadores de inflación subyacente, con el propósito de ajustar las medidas de política monetaria a fin de atenuar los efectos de segunda vuelta que pudieran estarse generando ante choques, como los provenientes del petróleo y alimentos.

Gráfico 2.4

Centroamérica y República Dominicana: Inflación General, Subyacente y Metas de los Bancos Centrales (2005:01 – 2012:12)



Fuente: Elaboración propia con base en datos de SIMAFIR/SEC/MCA.

En efecto, la mayoría de bancos centrales incrementó a lo largo de 2011 la tasa de política monetaria para atender algunas presiones de demanda que fueron evidentes en la inflación subyacente. Como resultado de la aplicación de esas medidas, y dado el horizonte de mediano plazo para el objetivo inflacionario, los bancos centrales ubicaron sus metas de inflación entre 4.4% y 5.9% para 2012, niveles similares a los observados a inicios de 2010.

El Banco Central de la República Dominicana modificó la tasa de política en febrero de 2011 en 1 punto porcentual, pasando de 5.0% a 6.0% anual. Posteriormente, la modificó en marzo en 25 puntos básicos, pasando de 6.0% a 6.25% anual. A finales de abril volvió a incrementarla en 50 puntos básicos, pasando de 6.25% a 6.75%. Seguidamente, el Banco Central desactivó la señalización a través de incrementos de la tasa de política ante los pronósticos de que la inflación futura convergería en un rango de entre 5 y 6% en 2012.

En marzo de 2011, la Junta Monetaria del Banco de Guatemala decidió elevar el nivel de la Tasa de Interés Líder de Política Monetaria en 25 puntos básicos, de 4.50% a 4.75%. En julio de 2011, aumentó en 25 puntos básicos hasta llegar a 5.0%. En septiembre de 2011, se incrementó en 50 puntos básicos hasta colocarse en 5.50%. En octubre y noviembre de 2011, la Junta Monetaria mantuvo el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 5.50%. Todos estos incrementos se justificaron debido a presiones de demanda interna que se vieron reflejadas en la tendencia de la inflación subyacente; dichas presiones estuvieron relacionadas con efectos de segunda vuelta originados en

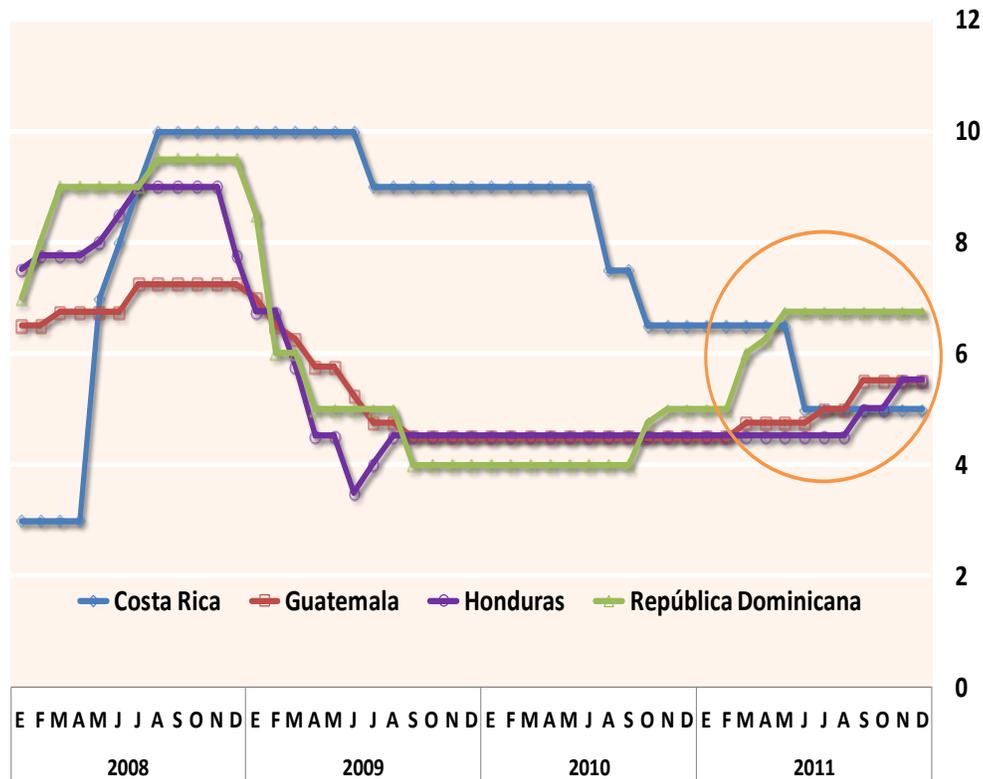
incrementos en los precios internacionales de alimentos y energía, que condiciona las expectativas inflacionarias alcistas.

De igual forma, el Banco Central de Honduras decidió aumentar la TPM en 50 puntos básicos en septiembre de 2011 hasta ubicarla en 5.0%. Posteriormente en noviembre de 2011 aumentó otros 50 puntos básicos hasta dejarla en 5.5%. La justificación de dichos incrementos se fundamenta en los efectos de segunda vuelta del incremento en los precios de alimentos e hidrocarburos.

En el resto de países ha conservado una política monetaria prudente, intentando aprovechar los espacios de la desaceleración del ritmo inflacionario de finales de 2011 con el propósito de implementar medidas de estímulo a la actividad económica.

**Gráfico 2.5**

**Costa Rica, Guatemala, Honduras y República Dominicana: Tasas de Política Monetaria (2008:01 – 2011:12)**



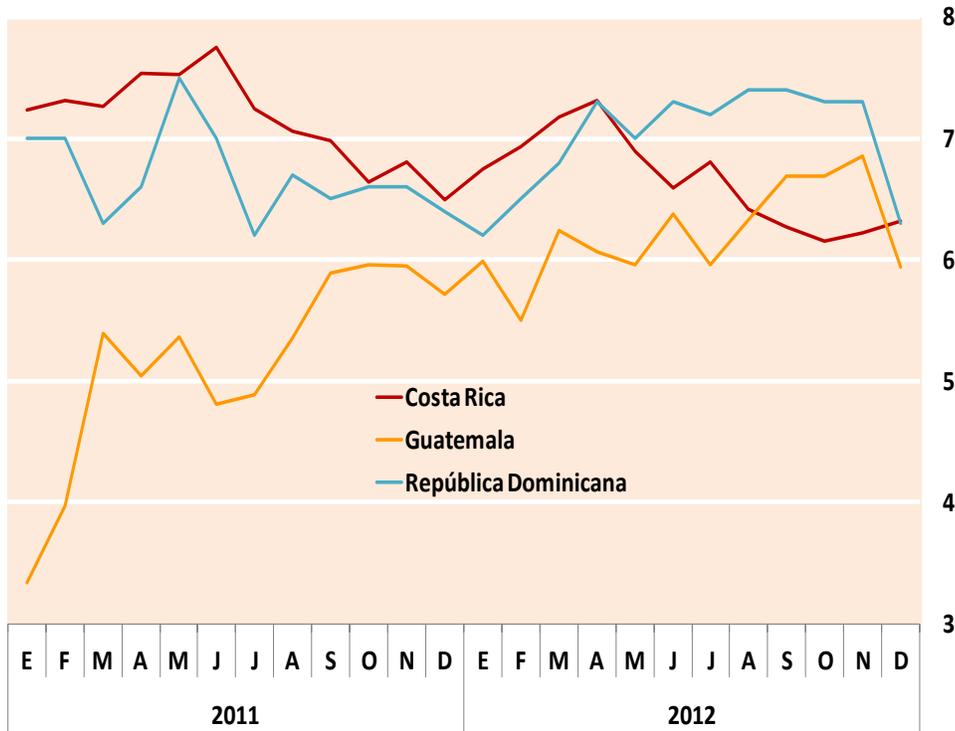
Fuente: Elaboración propia con base en datos de SIMAFIR/SECMCA.

Los agentes económicos se mantienen cautelosos respecto de sus expectativas de inflación para los próximos 12 meses. En la región, los tres países que realizan la consulta mensual de expectativas en forma sistemática con horizonte de 12 meses son Costa Rica, Guatemala y la República Dominicana. Para ese grupo de países, las expectativas inflacionarias se mantuvieron ancladas para finales de 2012 en un rango de entre 6% y 7%, con un quiebre hacia la baja en el último mes para el caso de Guatemala y la República

Dominicana. Lo que se desprende de este análisis es que los agentes continúan basando sus expectativas con base en la historia reciente de inflación, y menos con base en las previsiones de metas de inflación que realizan sus respectivos Bancos Centrales.

**Gráfico 2.6**

**Costa Rica, Guatemala y República Dominicana: Expectativas de Inflación a 12 meses (2011:01 – 2012:12)**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de SIMAFIR/SECMA.

Un caso especial fue lo acontecido en Costa Rica. En primer lugar porque las expectativas inflacionarias se han ido reduciendo paulatinamente junto con una desaceleración consistentemente el ritmo inflacionario. En segundo lugar, durante 2011, el Banco Central de Costa Rica redefinió su tasa de señalización como resultado la instauración de nuevos instrumentos para administrar el mercado de liquidez, incluyendo facilidades de crédito y depósito, cuyas tasas conforman un corredor en torno a la nueva tasa de política monetaria. Como resultado de lo anterior, la tasa de señalización se ubicó en 5%, un punto porcentual menor que la tasa de referencia anterior. De acuerdo por lo expresado por el BCCR este nivel nuevo nivel refleja dos condiciones básicas: i) coincidía con la tasa a la que en promedio se estaban registrando las operaciones en el mercado interbancario; y ii) era consistente con la meta de inflación de largo plazo del Banco Central.

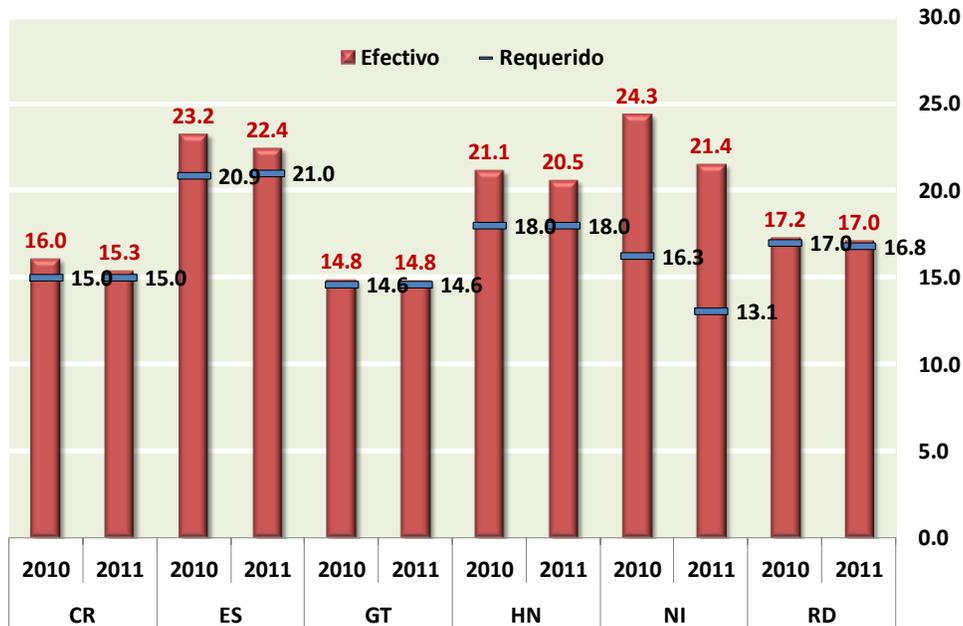
**2.4 Instrumentos Directos e Indirectos de Política Monetaria.**

El instrumento directo de política monetaria utilizado por los bancos centrales de la región ha sido el encaje legal. En la mayoría de países el encaje legal se mantuvo sin modificaciones. Fueron modificados los encajes, a la baja, en Nicaragua y República

Dominicana. En éste último país, el encaje legal se redujo en los últimos meses de 2011, por lo que el encaje legal y efectivo promedio anual, no reflejan todavía dicha disminución<sup>4</sup>. El objetivo de la reducción del encaje, en ambos casos, fue apoyar las medidas de política macroeconómicas orientadas a estimular la actividad productiva, en un intento de paliar los efectos adversos en las economías domésticas derivado de la crisis de deuda en el ámbito mundial. En el resto de países los requerimientos de encaje se mantuvieron prácticamente sin modificación. La comparación del encaje legal y el encaje efectivo, da como resultado una situación dual en la región.

Por un lado, países como Costa Rica, El Salvador y Honduras, cuyos bancos centrales no modificaron el encaje legal, vieron cómo durante 2011 se fue reduciendo el excedente sobre el encaje exigido (Véase Gráfico 2.7). La reducción fue de 0.7 puntos porcentuales (p.p.), 0.8 p.p. y 0.6 p.p. respectivamente. En Guatemala tanto el encaje legal como el efectivo se mantuvieron prácticamente sin modificaciones. En República Dominicana, el encaje legal y el efectivo, se contrajeron en la misma proporción, por lo que no se deduce una disminución del excedente. Y en Nicaragua, el encaje legal fue contraído en aproximadamente 3.2 puntos porcentuales, en tanto que el encaje efectivo lo hizo en 2.9 puntos porcentuales, por lo que si bien el excedente disminuyó, no lo hizo en la misma proporción del encaje requerido.

**Gráfico 2.7. Centroamérica y República Dominicana: Encaje Requerido y Efectivo en moneda nacional<sup>1/</sup> (Porcentajes promedio anuales, 2010 - 2011)**



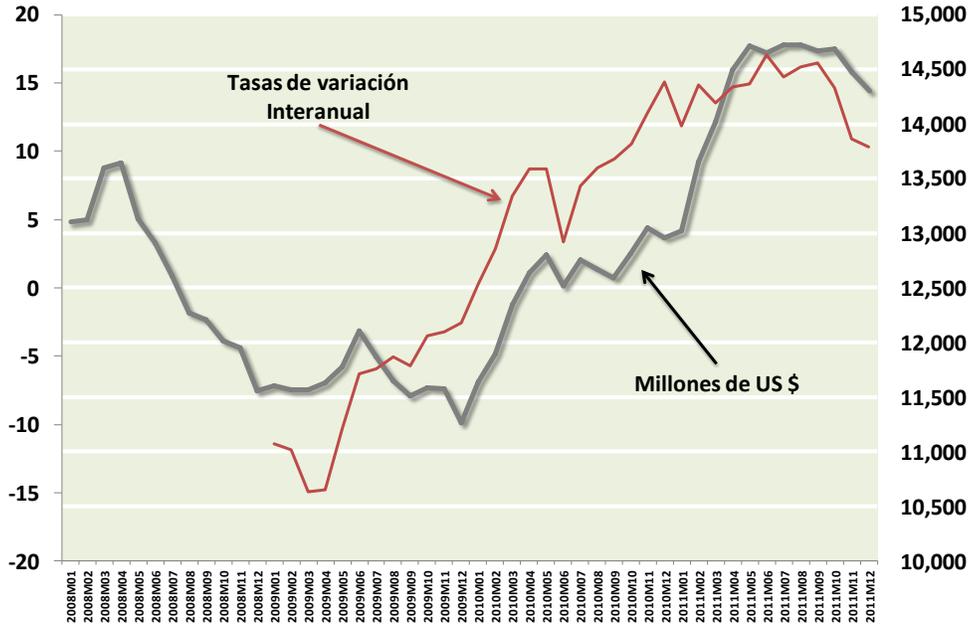
Fuente: Elaboración propia con base en las EMFA-2.  
1/ Para El Salvador se refiere a la reserva de liquidez.

<sup>4</sup> Consultar el siguiente capítulo y el anexo sobre la Matriz de Principales Medidas de Política Macroeconómica.

En términos generales se deduce que las otras sociedades de depósito obligadas a encajar, han visto reducidos sus excedentes de liquidez, lo que guarda consistencia con el dinamismo observado en las operaciones activas de estas sociedades, como se verá en el capítulo dedicado al análisis de los agregados de crédito (Véase Capítulo VII). En el caso de los Bancos Centrales que disminuyeron el requerimiento obligatorio de encaje, el objetivo explícito fue estimular las actividades productivas, como se verá en el siguiente capítulo.

El análisis de los instrumentos indirectos de política monetaria se basa en la evaluación del comportamiento de los valores distintos de acciones emitidos por los Bancos Centrales - excluyendo los títulos por concepto de encaje legal- a los que se denominará, por simplicidad, títulos emitidos por los Bancos Centrales. Al ser emisiones de valores y al poder adquirirse en el mercado por el resto de sectores institucionales residentes, pueden ser considerados como operaciones de mercado abierto.

**Gráfico 2.8. Centroamérica y República Dominicana: Títulos Emitidos por los Bancos Centrales<sup>1/</sup> (Saldos en millones de US \$ y tasas de variación interanual, 2008 - 2011)**



Fuente: Elaboración propia con base en las EMFA-2.

1/ Excluye los títulos por concepto de encaje legal de las OSD en los Bancos Centrales.

A partir de la información que se presenta en el Gráfico 2.8, se deduce que la colocación de títulos por parte de los Bancos Centrales fue dinámica durante los primeros cinco meses de 2011, habiéndose alcanzado montos de colocación por más de US \$14.5 mil millones (el promedio en 2010 fue de US \$12.6 mil millones), lo que fue equivalente a un incremento anual en torno al 14% (el promedio para 2010 fue de 7.9%). Así, durante los primeros meses de 2011, los Bancos Centrales utilizaron la emisión de títulos propios con el objetivo de esterilizar excedentes de liquidez que de otra forma hubiesen elevado la demanda interna y presionado los precios al alza, generando incrementos inflacionarios no deseados. En una segunda etapa de 2011, el saldo de los títulos de emisión propia se estabilizó e inició su descenso en los últimos meses del año. Este comportamiento fue

consistente con la desaceleración del proceso inflacionario regional en los últimos meses de 2011, como se indicó anteriormente. Esta mayor colocación de títulos de los Bancos Centrales es consistente con el aporte negativo de los activos internos netos en la variación de la base monetaria en el ámbito regional (Véase capítulo VII).

### III. Medidas de Política Monetaria y Financiera a Disposición de los Bancos Centrales para Enfrentar los Efectos de la Crisis de Deuda

El Banco Central de Costa Rica (BCCR) ha venido adoptando acciones concretas de carácter contingente para blindar el sistema financiero, ya que, subsidiariamente, debe velar por el robustecimiento, solidez, estabilidad y competencia del sistema financiero nacional. A ese respecto, en diciembre de 2011, entró en vigencia el Reglamento de Instrumentos Contingentes de Provisión de Liquidez por parte del BCCR, cuyo objetivo fue poner a disposición de los participantes del Sistema Financiero Nacional (SFN), instrumentos crediticios que les permitiese atender faltantes sistémicos y extraordinarios de liquidez. Los instrumentos de crédito que se pusieron a disposición de los participantes del SFN son dos: i) Facilidad de crédito contingente en moneda nacional y extranjera, disponibles para los participantes en el MIL<sup>5</sup>; y ii) Línea de crédito para atender faltantes sistémicos de liquidez en moneda nacional y extranjera, para las entidades supervisadas por la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF)<sup>6</sup>. Adicionalmente, el BCCR pudo haber recurrido a la suscripción de convenios contingentes (tipo *Stand By*, por sus siglas en inglés) con organismos financieros internacionales con el objetivo de blindar su sistema financiero ante la eventualidad de efectos adversos de una nueva crisis.

De acuerdo con la ley orgánica del Banco Central de Reserva de El Salvador (BCRES) reformada en 2011, el Banco Central puede sustituir activos de los bancos e instituciones del sistema financiero (incluidas cooperativas, sociedades de ahorro, seguros, fondos de pensiones y casas de bolsa) por documentos e inversiones propias. Asimismo, tiene la facultad para conceder créditos o cualquier forma de financiamiento de liquidez a los bancos utilizando recursos externos para atender retiros de depósitos. El Banco Central puede también realizar operaciones de reporto con títulos emitidos por el Estado, por el Banco Central o por el Instituto de Garantía de Depósitos, con los fondos que para tal efecto le deposite el Estado. Y finalmente, puede otorgar financiamiento al Instituto de Garantía de Depósitos.

De otra parte, el BCRES cuenta con una estrategia de liquidez que establece límites de endeudamiento del Banco Central, un perfil de maduración de vencimientos de títulos, renovación de vencimientos de títulos y líneas de crédito externas y el diseño de una política integral de liquidez (PIL). La PIL está constituida por el fortalecimiento de la normativa prudencial para el manejo adecuado de liquidez de las instituciones, un fondo de liquidez, las funciones en el marco de prestamista de última instancia y el desarrollo del mercado interbancario. Desde la perspectiva de regulación de los intermediarios financieros, los bancos del sistema administran liquidez propia (autónoma, 3%) para cubrir operaciones de corto plazo. Adicionalmente, manejan inversiones financieras (6%) que pueden convertir fácilmente en liquidez. Los bancos pueden usar los Tramos I y II de la Reserva de Liquidez, y acceder al tramo III con autorización del Banco Central.

---

<sup>5</sup> Mercado Integrado de Liquidez.

<sup>6</sup> Los detalles de ambos instrumentos se encuentran en el anexo sobre Matriz de Principales Medidas de Política Macroeconómica.

Adicionalmente, el BCRES definió directrices complementarias y contingentes orientadas al blindaje del sistema financiero ante una eventual contracción de la liquidez internacional. Las gestiones realizadas fueron las siguientes: i) Líneas de crédito externo contingentes mediante acuerdo *Stand-By* con el FMI que le permitiría acceder a recursos por cerca de US \$800 millones para atender corridas de depósitos del sistema bancario; y ii) La implementación del Sistema Financiero para Fomento al Desarrollo, constituido por el Banco de Desarrollo de El Salvador, el Fondo de Desarrollo Económico y el Fondo Salvadoreño de Garantías.

En Guatemala, ante la eventualidad de que la crisis de deuda pudiese transmitirse por cualquiera de los dos canales (financiero o real), el Banco de Guatemala pudo haber tomado en consideración reducciones en la tasa de interés líder hasta el punto en que las mismas no comprometiesen significativamente la convergencia a la meta de inflación de mediano plazo. Asimismo, estuvo en la disposición de implementar los mecanismos de provisión de liquidez tradicionales para las instituciones del sistema financiero. Al respecto, el Banco de Guatemala pudo haber otorgado 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 la Superintendencia de Bancos.

El Banco Central de Honduras (BCH) se mantuvo expectante al contexto externo al mismo tiempo que fortaleció el marco de política monetaria y cambiaria. Con la flexibilización de la política cambiaria se generó mayor independencia de la política monetaria, al mismo tiempo que se contó con una variable de ajuste ante la posible turbulencia en los flujos corrientes y de capital. Adicionalmente, el BCH condujo activamente su política monetaria lo que permitió, además del relativo control de los precios internos, salvaguardar una posición externa favorable para hacerle frente a las turbulencias que pudiera haber generado la crisis de deuda. Bajo este contexto durante septiembre y noviembre de 2011 el BCH adoptó decisiones restrictivas de política monetaria incrementando la TPM. Según declaró el BCH en sus comunicados, la medida pretendió ajustar el rendimiento real de las inversiones en moneda nacional, con el propósito de proteger el ahorro doméstico y salvaguardar la posición externa internacional, ante un entorno internacional incierto.

Bajo el marco legal del BCH, se pudo haber otorgado 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. Adicionalmente, el BCH tuvo a disposición la ventanilla de facilidades permanentes de crédito (FPC) y los Acuerdos de Recompra (reportos), los cuales permiten el fondeo *overnight* y a seis días, respectivamente, sujeto a la firma de un convenio con el BCH. Adicionalmente, Honduras contó durante 2011 con un Servicio de Crédito *Stand-By* a 18 meses con el Fondo Monetario Internacional, acuerdo aprobado el 1 de octubre de 2010 por un monto de DEG 129.5 millones (alrededor de US \$202.1 millones), mismo que está siendo revisado trimestralmente pero que mantiene su carácter precautorio.

El Banco Central de Nicaragua (BCN) posee instrumentos tradicionales para facilitar liquidez al sistema financiero en caso de insuficiencias imputadas a problemas transitorios

de liquidez. El BCN pudo haber concedido a los bancos y sociedades financieras préstamos o anticipos como apoyo para enfrentar esas dificultades por un plazo máximo de treinta (30) días, con garantía de valores y otros activos. Adicionalmente, el BCN consideró aplicar las siguientes medidas a su disposición: i) Flexibilización de las condiciones de la línea de crédito “overnight” en córdobas destinado exclusivamente a atender insuficiencias de liquidez de los bancos comerciales derivados de los resultados de la Cámara de Compensación Interbancaria; ii) Asistencia financiera a los bancos comerciales y sociedades financieras en calidad de línea de crédito en córdobas destinada a resolver situaciones de iliquidez de corto plazo a un plazo máximo de treinta (30) días calendario; iii) Reducción de la tasa de encaje obligatorio que pasó de 16.25 a 12% tanto en moneda nacional como en moneda extranjera; iv) Redención neta de títulos valores emitidos por el BCN acorde con la política de reducción de deuda interna de la Autoridad Monetaria; y v) Contratación de línea de crédito extraordinaria con el BCIE.

El Banco Central de la República Dominicana (BCRD) puso a disposición de los intermediarios financieros, distintos instrumentos consuetudinarios para hacer política monetaria, ergo tasa de política monetaria (TPM), tasa de encaje, operaciones de mercado abierto (OMA), operaciones cambiarias, etc. Si hubiese existido la necesidad de implementar una política expansiva, el BCRD podría haber implementado políticas adicionales a la reducción del encaje legal, como son: reducir su TPM, vender reservas internacionales (RIN), recomprar sus letras o una combinación de esas medidas. En caso inverso, también es posible, en la coyuntura actual, contraer mediante los instrumentos antes mencionados.

En noviembre de 2011, el BCRD emitió el Instructivo para Disminuir el Coeficiente de Encaje Legal Aplicado a las Entidades de Intermediación Financiera en Moneda Nacional. El instructivo estableció los montos liberados para cada tipo de institución: Banca múltiple RD\$5,895.9 millones, Asociaciones de Ahorro y Préstamo RD\$1,156.6 millones, Banco de Ahorro y Crédito RD\$188.9 millones y Corporaciones de crédito RD \$26.8 millones. El requerimiento de encaje legal de los bancos múltiples se redujo a 15.6%; y el de las asociaciones de ahorro y préstamo, bancos de ahorro y crédito, y corporaciones de crédito se redujo a 11.1%<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Los detalles se pueden analizar en el anexo relacionado con la Matriz de Principales Medidas de Política Macroeconómica.

## IV. Crecimiento Económico Regional Comprometido.

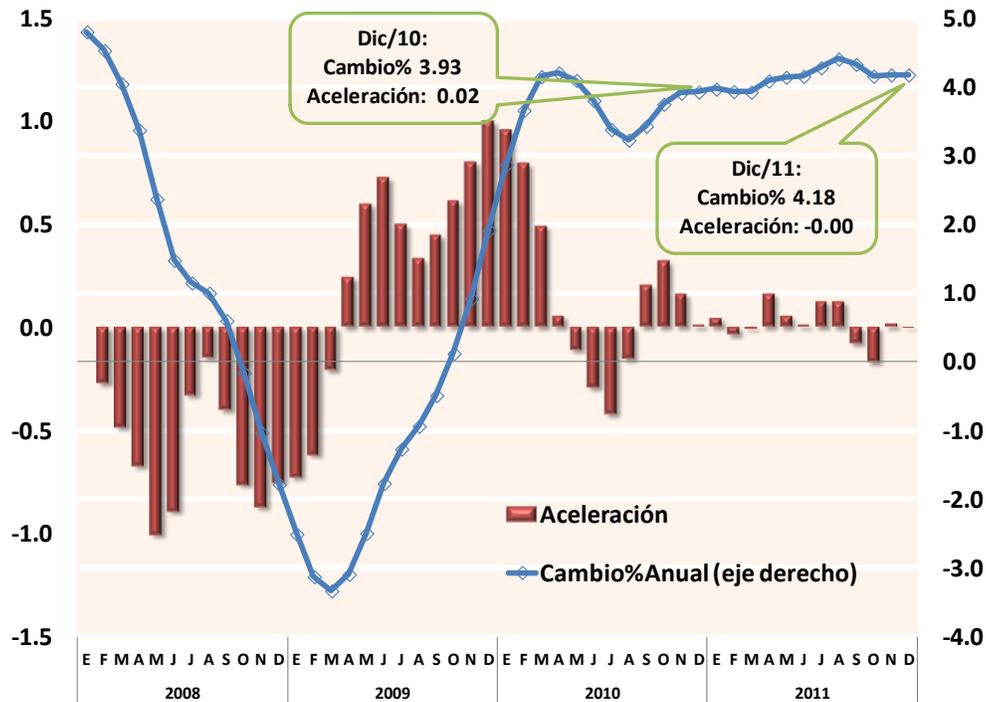
### 4.1 Crecimiento económico comprometido.

El Índice Mensual de Actividad Económica Regional de alta frecuencia (IMAER) se ha mantenido variando positiva y sostenidamente con tasas en torno al 4% durante los últimos 22 meses (Gráfico 4.1).

Este ritmo de crecimiento económico de la región centroamericana ha sido resultado de una suerte de compensación de tendencias entre los países, algunas al alza y otras a la baja. La actividad productiva medida por este indicador se ha acelerado en Costa Rica hasta alcanzar tasas de 6% a finales de 2011; en Guatemala el indicador se mantiene creciendo a tasas constantes en torno a 4%; mientras que en El Salvador, Honduras y Nicaragua el indicador mensual está reportando una tendencia clara hacia la desaceleración.

La economía dominicana presenció una suerte de desvanecimiento de amenazas de sobrecalentamiento que venían cerniéndose sobre su economía después de la crisis internacional. En la actualidad, la economía dominicana crece a tasas trimestrales anualizadas en torno a 4 y 5%. La autoridad monetaria detuvo los incrementos en la tasa de política monetaria ante las expectativas de una menor inflación en el mediano plazo, y se comprometió en cambio, con medidas de estímulo a la actividad productiva mediante la reducción del encaje.

**Gráfico 4.1. Centroamérica: Índice Mensual de Actividad Económica. (Cambio Porcentual Anual y Aceleración) (2008: 01 – 2011:09)**



Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR.

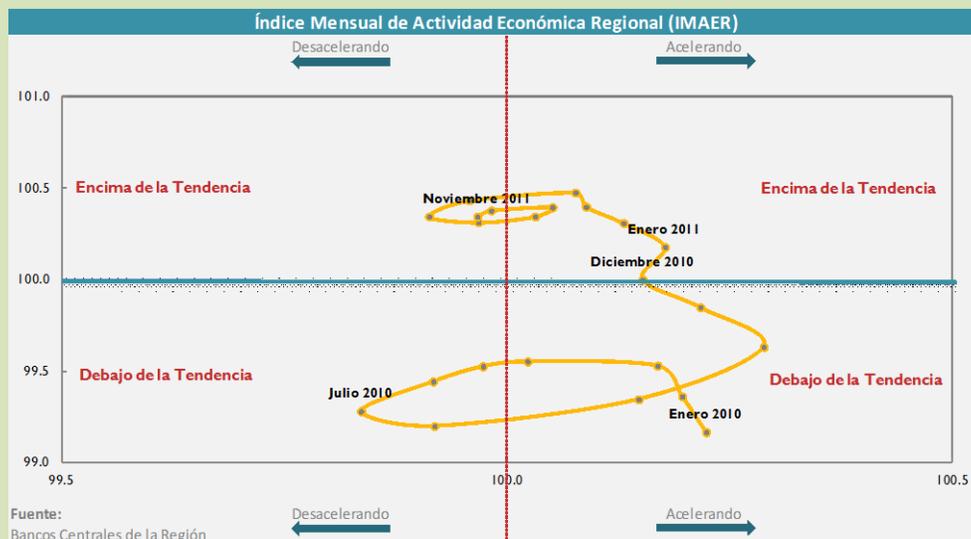
A pesar de que todos los países de la región están sujetos a factores externos comunes, como la demanda proveniente de los Estados Unidos y la Unión Europea, inciden también factores internos que explican el comportamiento de la actividad productiva doméstica, algunos ligados con la productividad del trabajo y el capital; otros con dificultades derivadas de procesos político-institucionales que inciden sobre las decisiones de ahorro, inversión y crecimiento económico; y algunos más vinculados con factores extraeconómicos como los derivados de la inseguridad, el cambio climático y los desastres naturales.

#### Recuadro 4.1. Reloj del Ciclo Económico

Con el objetivo de identificar la fase del ciclo en el que se encuentra el ritmo de actividad productiva en la región y con base en la metodología del *Reloj del Ciclo Económico* de la OECD, se elaboró un gráfico de cuatro cuadrantes que muestra si la tendencia ciclo del índice mensual de actividad económica regional (IMAER) se ubica por arriba o debajo de su tendencia de largo plazo. Si se encuentra por arriba de la tendencia de largo plazo, puede estar en fase ascendente o descendente; y si se ubica por debajo de la tendencia de largo plazo, puede estar igualmente en fase descendente o ascendente. En el eje de las abscisas se muestra si el IMAER se ubica por arriba o por debajo de la tendencia de largo plazo; y en el eje de las ordenadas, si se encuentra en fase ascendente o descendente.

Con base en el análisis del Gráfico 4.4, se deduce que el IMAER se ha ubicado por arriba de la tendencia de largo plazo durante 2011; sin embargo, a partir del segundo semestre de 2011, el indicador ha oscilado entre ubicarse en la fase ascendente y descendente del ciclo económico. En particular, para noviembre de 2011, el indicador se ubicaba por arriba de la tendencia de largo plazo en fase descendente.

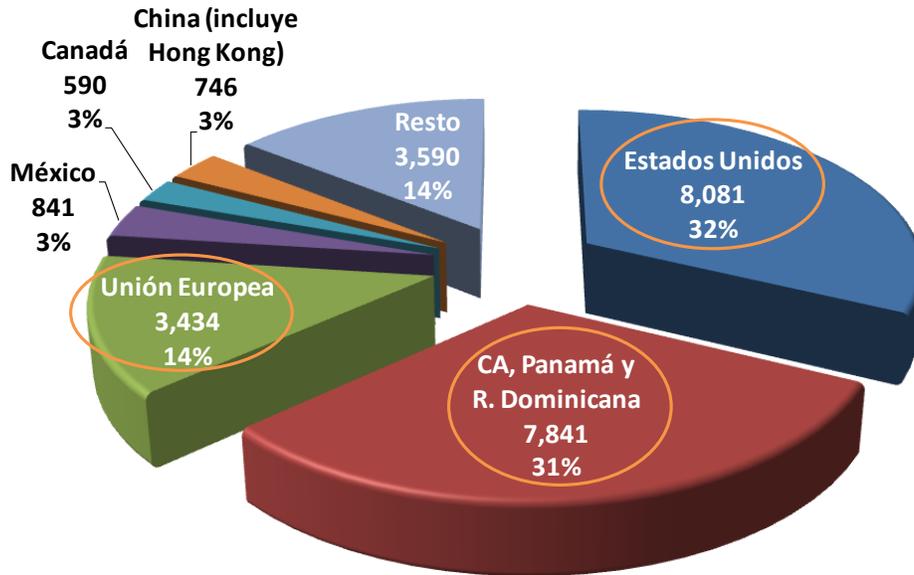
**Gráfico 4.4. Centroamérica y República Dominicana: Reloj del Ciclo Económico.**



En vista de que el principal canal de transmisión de las crisis internacionales es el comercial (en términos de volumen y precio), resulta importante identificar los principales

socios comerciales desde la perspectiva de la demanda externa, esto, con el objetivo de enfocar el análisis y obtener conclusiones interesantes respecto de las posibles incidencias de una desaceleración económica en las economías avanzadas. De acuerdo con información de la SIECA a noviembre de 2011, los principales destinos de las exportaciones de los países centroamericanos para 2011 fueron en su orden, los Estados Unidos con un 32% del total, Centroamérica, Panamá y República Dominicana con un 31%, la Unión Europea con 14%, México con 3%, Canadá con 3% y China con 3% (Gráfico 4.2). Entre esos destinos suman el 85% de las exportaciones totales. Entre los EEUU y el Istmo CADR suman un 63% de las exportaciones.

**Gráfico 4.2. Países Centroamericanos: Principales Destinos de las Exportaciones (Datos a noviembre/2011 en millones US \$ y estructura porcentual)**



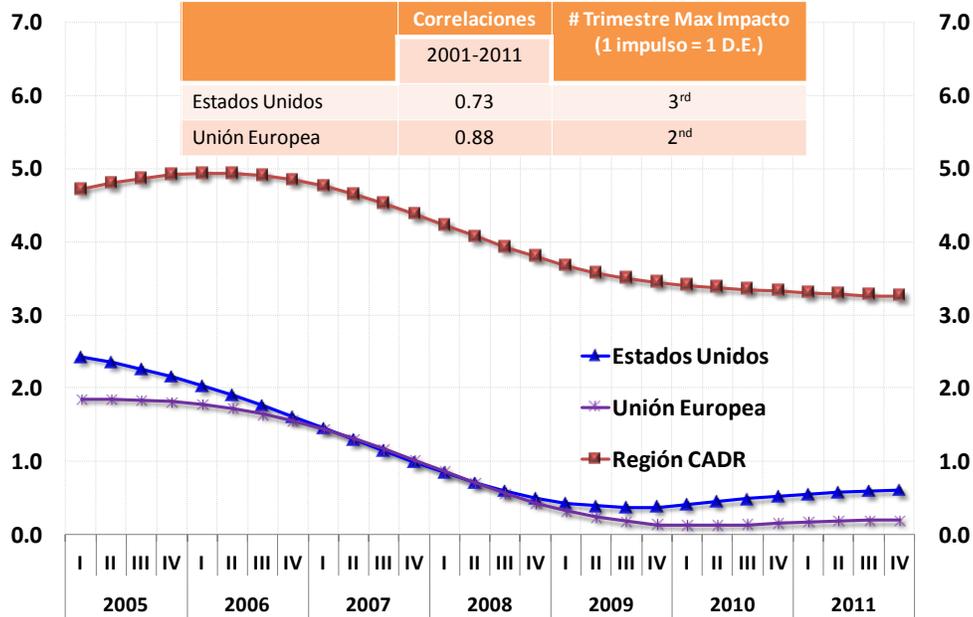
Fuente: Elaboración propia con base en estadísticas de la SIECA.

El mercado europeo aunque es relativamente importante, lo es menos que el de los EEUU. El mercado de los Estados Unidos ha ido perdiendo relevancia en el conglomerado de socios comerciales de la región en tanto ha ido ganando terreno el mercado regional, el de México, China y Canadá. El mercado de la Unión Europea se ha mantenido constante. Esta información es relevante para explicar las razones por las que el crecimiento económico regional, si bien sufrió un fuerte revés con motivo de la crisis financiera de 2008-2009, después de la recuperación, se ha mantenido en tasas relativamente superiores a las de sus socios comerciales.

En efecto, el crecimiento económico, estimado a partir del índice de actividad económica trimestral de largo plazo para la región, se estabilizó en torno al 3% durante el período de recuperación económica y al inicio de la crisis de deuda, a pesar de que los principales socios extrarregionales estaban creciendo a tasas inferiores al 1% (Gráfico 4.3). El

crecimiento económico regional se explicaría en parte por la demanda externa, pero principalmente por la demanda intrarregional y la doméstica.

**Gráfico 4.3. Economías Avanzadas vs Región CADR: Indicador del PIB trimestral, tasa de variación anual (2005:I – 2011:IV)**



Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR.

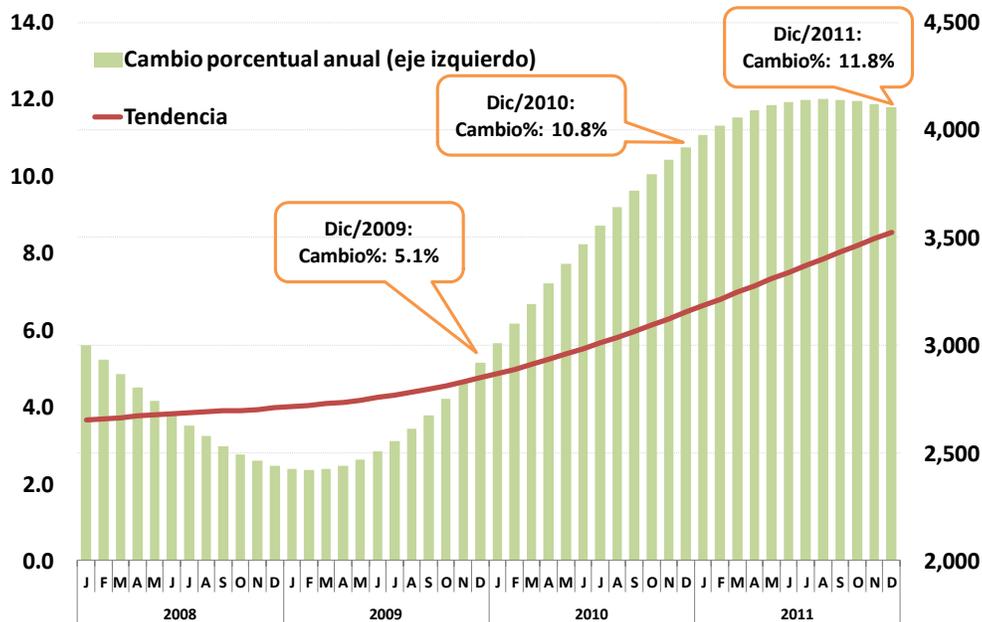
En el ámbito geográfico, el crecimiento económico regional estuvo liderado en su mayor parte, por la dinámica productiva de Costa Rica, Guatemala y República Dominicana, las tres economías más grandes de la región. De otra parte, es evidente que existe una fuerte asociación del crecimiento económico regional con el de los principales socios comerciales extrarregionales pertenecientes a economías avanzadas. En particular, es notable la asociación con el ciclo económico de los Estados Unidos y la Unión Europea, con quienes la región tiene una correlación de 0.73 y 0.88, respectivamente.

La mayor asociación del ciclo económico con la Unión Europea responde a factores estadísticos y menos a vinculaciones comerciales, ya que como se indicó arriba, el porcentaje de las exportaciones a ese destino fue del 14% en 2011. Esta situación podría estar relacionada con fenómenos estadísticos originados por la incidencia de la actividad económica de los EEUU en la Unión Europea que terminan incidiendo en la asociación con Centroamérica y República Dominicana. Asimismo, resulta interesante que el número de períodos que se rezaga un shock en el crecimiento económico de los países desarrollados en mención sobre la dinámica productiva regional alcanza un máximo de hasta tres trimestres en el caso de un shock proveniente de los Estados Unidos; y de dos trimestres en el caso de la Unión Europea.

## 4.2 Impulsores exógenos del crecimiento económico.

La demanda externa de los países de Centroamérica y República Dominicana, medida a partir del indicador suavizado de las exportaciones totales mensuales, está reportando tasas de variación anual del 11.8% a finales de 2011 (10.8% en 2010) (Gráfico 4.4). A pesar de que el ritmo de expansión es fuerte, la tasa de variación interanual se ubicó en la fase de desaceleración hacia finales de 2011, al haber hecho su punto de inflexión en el tercer trimestre del año. Si el resto de variables asociadas con la demanda externa e interna no compensaran esta desaceleración, sería previsible también una desaceleración en el ritmo de crecimiento económico regional, situación que podría estar visualizándose en los primeros meses de 2012. La desaceleración del ritmo de crecimiento de la zona euro, tendría un reducido impacto en las exportaciones de Centroamérica y República Dominicana dada la baja proporción del comercio con esas economías. Sin embargo, de continuar deteriorándose las expectativas económicas y financieras en el ámbito mundial y de transmitirse la recesión al mercado estadounidense, el impacto en la región podría representar un problema en términos de dinamismo en la actividad productiva.

**Gráfico 4.4. Centroamérica y República Dominicana: Exportaciones totales (tendencia en millones de US \$ y tasa de variación anual; 2008:01 – 2011:12)**



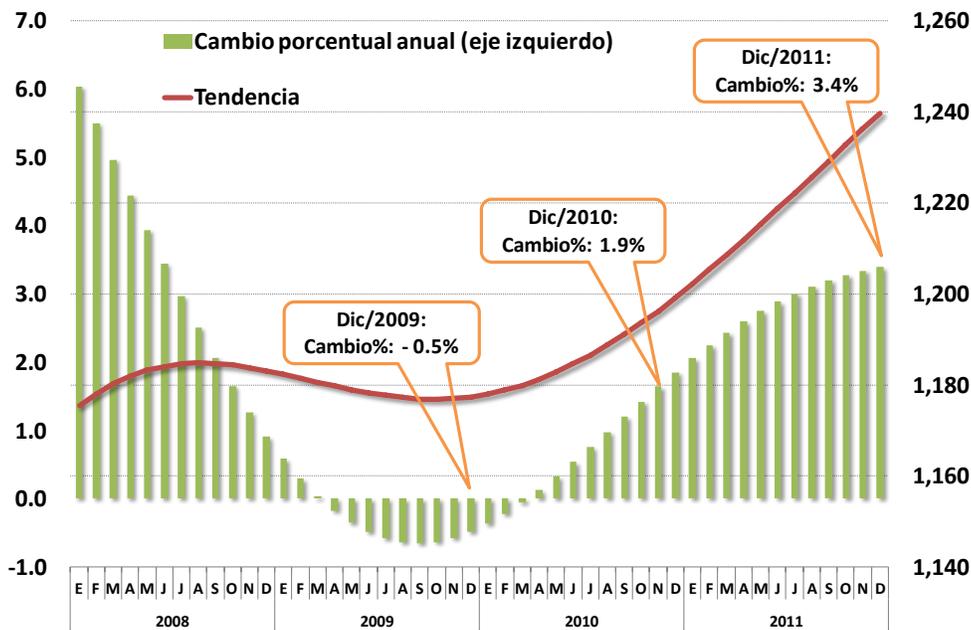
Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR.

Las exportaciones de bienes regionales se han beneficiado por los incrementos en los precios de las materias primas agrícolas (café, banano y azúcar); pero también es cierto que ha habido un esfuerzo sostenido por diversificar las exportaciones de bienes, lo cual aplica también para el destino de las mismas. Desde la perspectiva de la venta de servicios, la mayoría de países han podido aprovechar los recursos naturales y ofrecer servicios de turismo, venta de software y centros de llamadas. Indudablemente, ha sido clave la recuperación de la economía de los Estados Unidos, como principal socio

comercial de la región en la expansión de estos servicios. Aunque también ha sido evidente que varios países han diversificado notablemente el destino de sus servicios y atraído visitantes de diversos países de Europa y de Sur América. Aun con todos estos esfuerzos, el principal socio comercial y financiero lo siguen siendo los Estados Unidos, por lo que la región podría resentir, dentro de un par de trimestres, los efectos adversos de la lenta recuperación económica en ese país. Alternativamente, si bien el comercio intrarregional es también afectado por el ciclo económico de los principales socios extrarregionales, se ha observado que su tendencia es más suave. La demanda interna de los países de la región ha promovido el crecimiento económico de los vecinos, provocando efectos de derrame e incrementado la correlación entre los ciclos económicos nacionales.

Las remesas provenientes de emigrantes centroamericanos ubicados en economías avanzadas también fueron un elemento determinante en el rumbo del crecimiento económico regional durante 2011, al promover el consumo, y en menor medida la inversión. La región recibió mensualmente durante 2011 un monto aproximado de US \$1,200 millones mensuales por concepto de remesas familiares. La tasa de variación anual ascendió hasta 3% a finales de 2011 (Gráfico 4.5); no obstante, antes de la crisis financiera, el cambio porcentual anual de las remesas sobrepasaba el 20%. Con todo, las remesas se han recuperado sustancialmente respecto del año de crisis.

**Gráfico 4.5. Centroamérica y República Dominicana: Remesas familiares (tendencia en millones de US \$ y tasa de variación anual; 2008:01 – 2011:12).**



Fuente: Elaboración propia con base en estadísticas de SIMAFIR.

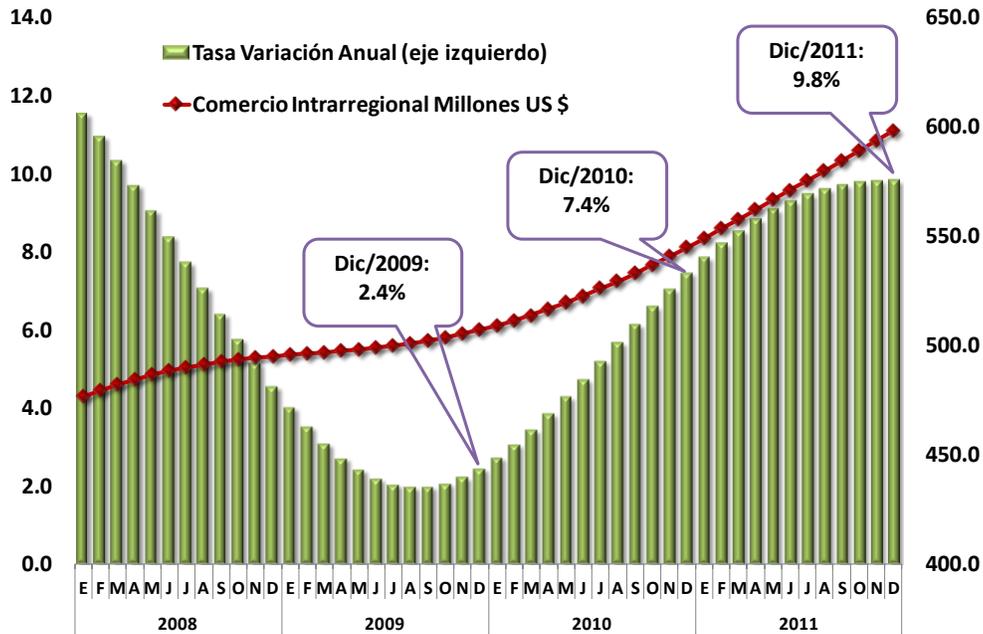
En torno a las remesas se ciernen amenazas vinculadas con el letargo en la creación de empleos en los Estados Unidos, y en particular, sus implicaciones para la generación de empleo para trabajadores de origen centroamericano y dominicano. También es posible imputar algún impacto de la deportación de inmigrantes indocumentados sobre la

evolución de las remesas. De profundizarse la crisis de deuda en las economías europeas y al trasladarse hacia los Estados Unidos, es muy probable que los países de la región deban revisar a la baja sus expectativas respecto de las remesas familiares y crecimiento económico para 2012.

### 4.3 Impulsores endógenos del crecimiento económico.

Las exportaciones de los países centroamericanos que tienen por destino el mercado regional, han representado aproximadamente el 21% de las exportaciones totales. La demanda intrarregional y la dinámica interna de las economías centroamericanas, ha tenido un rol importante en el mantenimiento de las tasas de crecimiento económico de sus países miembros. El comercio intrarregional medido a partir de las exportaciones alcanzó niveles de US \$600 millones mensuales a finales de 2011, registrando una variación anual de 9.8% (7.4% en diciembre de 2010) (Gráfico 4.6). Es importante señalar que, de manera similar que las exportaciones totales, las exportaciones intrarregionales están presentando un punto de inflexión al final de 2011, lo que podría adelantar una desaceleración para los primeros meses de 2012, lo cual dependerá entre otros factores, del dinamismo de la demanda interna, la situación fiscal, las remesas familiares, el crédito y el clima de inversiones al interior de los países.

**Gráfico 4.6. Centroamérica: Comercio Intrarregional (Tendencia en millones US \$ y tasa de variación anual; 2008:01 – 2011:12).**

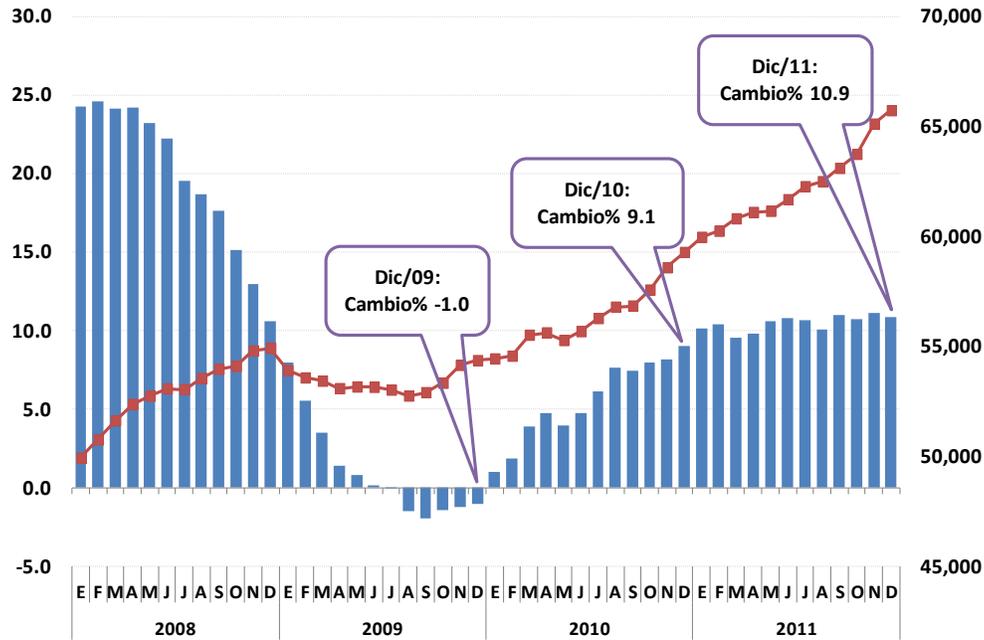


Fuente: Elaboración propia con base en estadísticas de SIECA.

De otra parte, la demanda interna ha sido un factor fundamental para explicar el mantenimiento de tasas de crecimiento económico positivas en la región considerada en su conjunto. Dentro de las variables más relevantes de origen interno se encuentra el crédito otorgado por las instituciones intermediarias al sector privado. El crédito de las otras sociedades de depósito al sector privado, estuvo reportando tasas de variación

anual en torno al 11% a lo largo de 2011. En diciembre de 2011 la tasa registrada fue de 10.9% (9.1% en diciembre de 2010 y -1.0% en diciembre de 2009), las cuales impulsaron el consumo y crecimiento económico en forma procíclica.

**Gráfico 4.7. Centroamérica y República Dominicana: Crédito al Sector Privado (Millones US \$ y cambio porcentual anual; 2008:01 – 2011:12).**



Fuente: Elaboración propia con base en estadísticas de SIMAFIR.

Por el lado del producto resulta interesante identificar las ramas de actividad que fueron las más dinámicas durante 2011, tomando como referencia el índice mensual de actividad económica por rama de actividad para cada país (Cuadro 4.1). A partir de esa información, se pudo identificar –como característica común a los seis países de la región– que las ramas más dinámicas fueron, en su orden, comercio, industria manufacturera, agropecuario y transporte y comunicaciones. Sobresale la dinámica de los sectores considerados productores de bienes transables con el resto del mundo como pueden ser la industria y el agropecuario. Adicionalmente, algunos servicios que son comercializados con no residentes –como turismo, centros de llamadas y software– han continuado siendo importantes para ciertos países.

**Cuadro 4.1. Centroamérica y República Dominicana: Ramas de Actividad Económica más Dinámicas en cada país (Puntos porcentuales de aporte a la variación promedio anual de 2011)**

<i>Costa Rica</i>	Transporte, almacenamiento y comunicaciones 1.1	Industria manufacturera 0.9	Otros servicios prestados a Empresas 0.8	Comercio 0.6	% del total 79
<i>El Salvador</i>	Comercio, Restaurantes y Hoteles 1.1	Industria Manufacturera 0.5	Transporte, Almacenaje y Comunicaciones 0.5	Construcción 0.5	% del total 87
<i>Guatemala</i>	Comercio al por mayor y al por menor 1.0	Servicios Privados 1.0	Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca 0.6	Administración pública y defensa 0.3	% del total 80
<i>Honduras</i>	Comercio 1.2	Banca y Seguros 1.0	Agricultura, Silvicultura y Pesca 0.9	Transp. y Comunicaciones 0.9	% del total 86
<i>Nicaragua</i>	Comercio 1.9	Pecuario 0.9	Industria 0.9	Transporte y comunicaciones 0.4	% del total 90
<i>R. Dominicana</i>	Industria Manufacturera 1.4	Agropecuario 0.5	Comercio, hoteles, bares y restaurantes 0.6	Transporte y Almacenamiento 0.2	% del total 66

Fuente: Elaboración propia con base en estadísticas de SIMAFIR.

#### Recuadro 4.2. Análisis de Vulnerabilidad Real

Con el objetivo de evaluar la volatilidad en las variables asociadas con el sector real de la economía, se cuenta con la metodología de indicadores de vulnerabilidad macroeconómica que fue desarrollado por la Secretaría Ejecutiva del CMCA en el documento “*Vulnerabilidad Macroeconómica en Centroamérica y República Dominicana en Tiempos de Crisis*” de diciembre de 2011. La situación de la vulnerabilidad real de la región en su conjunto se ubicó en 2011 en la zona media-baja acercándose a la zona de vulnerabilidad alta (Gráfico 4.8).

Las razones de ese incremento en la vulnerabilidad están asociadas con el fuerte aumento que se ha observado en las exportaciones y en menor medida en el crédito interno de las otras sociedades de depósito. Usualmente un incremento en la volatilidad de variables reales debiera estar asociado con amenazas de un sobrecalentamiento de la economía, entendiéndose como tal un incremento de la demanda agregada por arriba del producto potencial que amenace con incrementos en los precios al consumidor y por ende en el ritmo inflacionario. Sin embargo, el producto regional no parece estar expandiéndose fuertemente ni el ritmo inflacionario acelerándose.

Gráfico 4.8 Centroamérica y República Dominicana: Vulnerabilidad Real (2008 – 2011)



Fuente: Actualización propia con base en la metodología propuesta por la SECMCA.

De otra parte, las exportaciones –como fue analizado en la sección de factores de demanda externa– están en una fase de desaceleración, lo que es concomitante con la lenta recuperación de la economía estadounidense y la recesión observada en las economías de la zona euro. Por países, las mayores amenazas de sobrecalentamiento se encuentran en Nicaragua, Guatemala y República Dominicana. Sin embargo, únicamente en Nicaragua se observan amenazas de presiones inflacionarias de importancia, situación que deberá ser monitoreada a efecto de recomendar medidas de política que aseguren la estabilidad macroeconómica y financiera en esa economía.

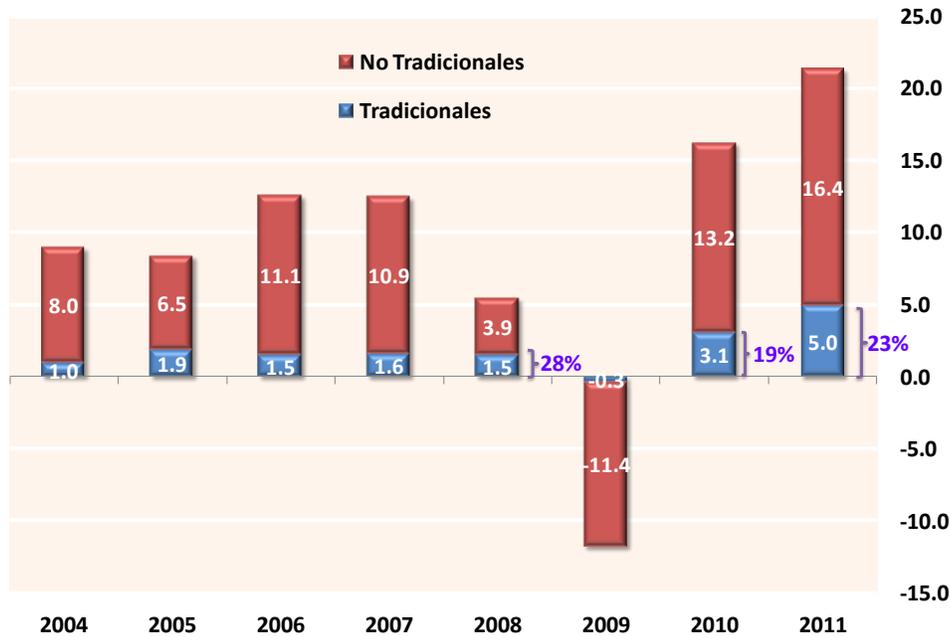
## V. Desbalance Externo Regional.

### 5.1 Evolución de indicadores de comercio exterior.

Las exportaciones continuaron mostrando una importante recuperación durante 2011, como resultado, en su mayor parte, de la dinámica de la demanda externa (extra e intrarregional), y en alguna medida, por la evolución favorable en los precios de los productos tradicionales de exportación (café, banano y azúcar). La tasa de variación interanual de las exportaciones totales superó la registrada en años previos a la crisis. Un poco menos de la cuarta parte de los 21.4% que aumentaron las exportaciones totales en 2011, tuvo su origen en las exportaciones tradicionales (Gráfico 5.1).

Sin embargo, un análisis más detallado para el último trimestre de 2011, revela que la serie mensual de las exportaciones totales está mostrando signos de desaceleración, lo cual podría estar asociado a una desaceleración de la demanda externa –derivado del ambiente de incertidumbre en el ámbito mundial– y a la disminución en los precios internacionales de materias primas exportados por la región en ese período.

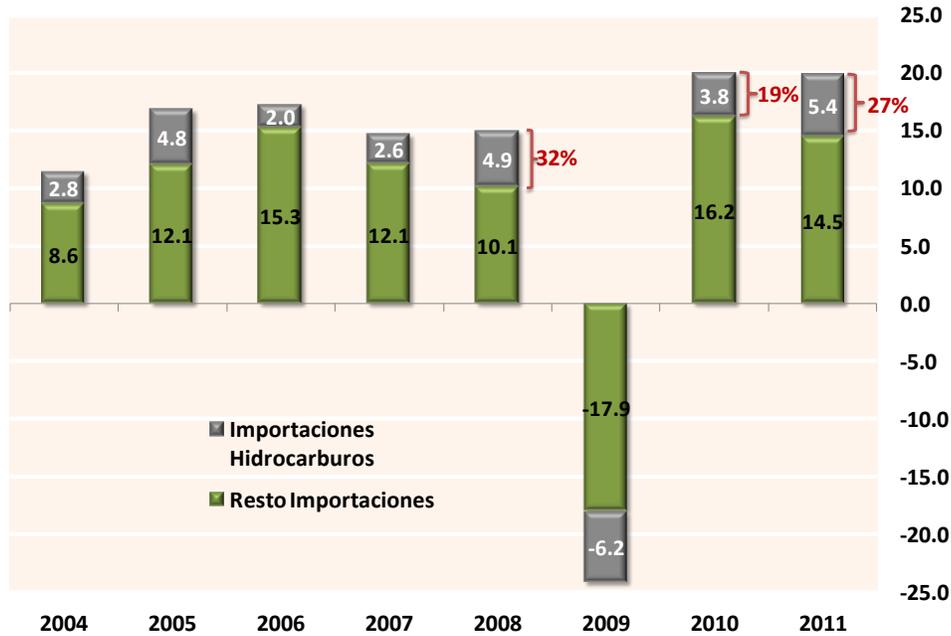
**Gráfico 5.1. Centroamérica y República Dominicana: Exportaciones Tradicionales y No Tradicionales (Puntos porcentuales de la variación anual total; 2004 – 2011).**



Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR.

En forma semejante, las importaciones totales estuvieron reportando elevadas tasas de variación interanual. En 2011, las importaciones totales reportaron un aumento de 19.9%, de los cuales, casi una tercera parte fueron importaciones de hidrocarburos (Gráfico 5.2), lo que representó una fuga de divisas hacia los países productores y exportadores de dicha materia prima. Las importaciones totales estuvieron creciendo en forma muy similar a la experimentada en 2010, lo que constituye un elemento a favor de aceptables tasas de crecimiento económico para los subsiguientes períodos.

**Gráfico 5.2. Centroamérica y República Dominicana: Importaciones de Hidrocarburos y Resto de Importaciones (Puntos porcentuales de la variación anual total; 2004 – 2011).**

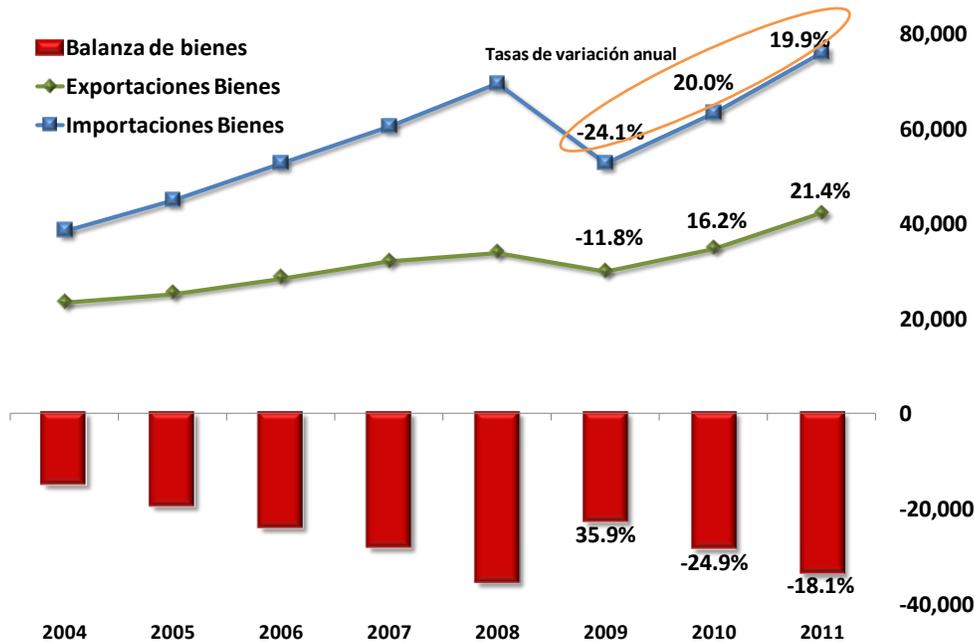


Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR.

De forma contraria a lo acontecido con los precios de las principales materias primas producidas y exportadas por la región –café, banano y azúcar–, las principales materias primas importadas por la región –hidrocarburos, en particular–, podrían mantener y hasta aumentar sus precios, debido principalmente, a los problemas de abastecimiento que podrían generarse tras el estallido de conflictos bélicos en países productores y exportadores en el orbe. Esta situación alentaría a un ensanchamiento en el déficit de bienes, y en el de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

El monto de las importaciones totales, casi duplicó el de las exportaciones totales, dando origen a un saldo en la balanza de bienes de dimensiones muy similares al monto de las exportaciones. Luego de la corrección que tuvo el saldo en la balanza de bienes en 2009, ésta se ha venido deteriorando consecutivamente en los subsiguientes años, hasta alcanzar una variación negativa de 18.1% en 2011 (Gráfico 5.3).

**Gráfico 5.3. Centroamérica y República Dominicana: Exportaciones, Importaciones y Balanza de Bienes (Millones de US \$; 2004 – 2011)**

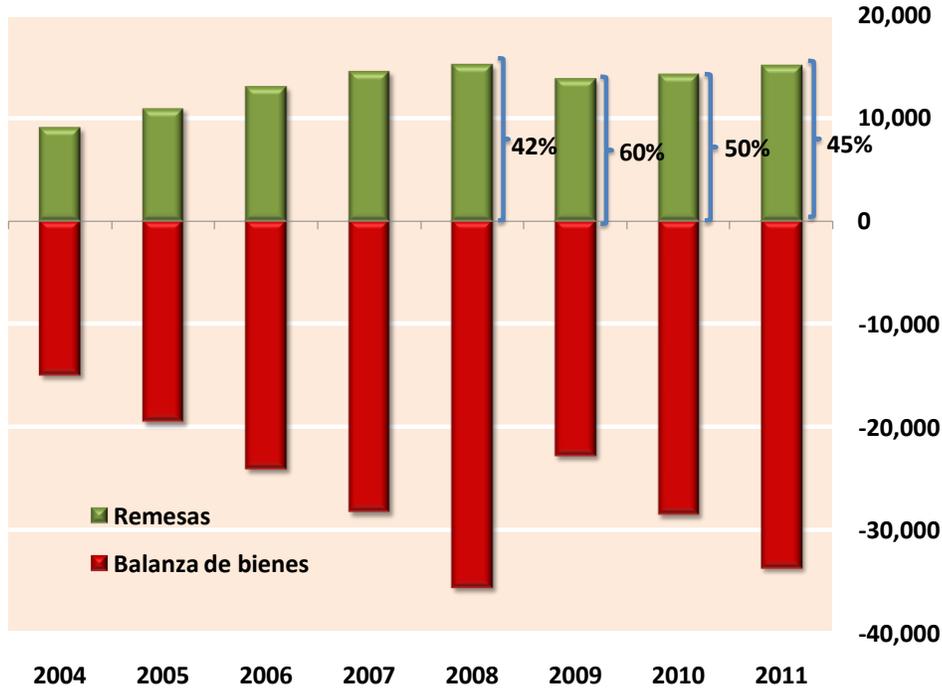


Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR.

## 5.2 Importancia de las transferencias corrientes.

Las serias dificultades que ha tenido el empleo total y en particular el empleo hispano en los Estados Unidos, ha motivado que las transferencias corrientes, y en particular las remesas familiares, muestren un lento dinamismo en años recientes y en particular en 2011. Eso explica que las remesas familiares se han mantenido en montos anuales alrededor de los US \$15 mil millones durante los últimos años (Gráfico 5.4). Asimismo, debido al deterioro de la balanza de bienes descrito anteriormente, las remesas han representado apenas el 45% de dicho déficit, lo que implica un ensanchamiento en el resultado deficitario de cuenta corriente para 2011.

**Gráfico 5.4. Centroamérica y República Dominicana: Remesas familiares y Balanza de Bienes (Millones de US \$ y porcentaje de cobertura; 2004 – 2011).**

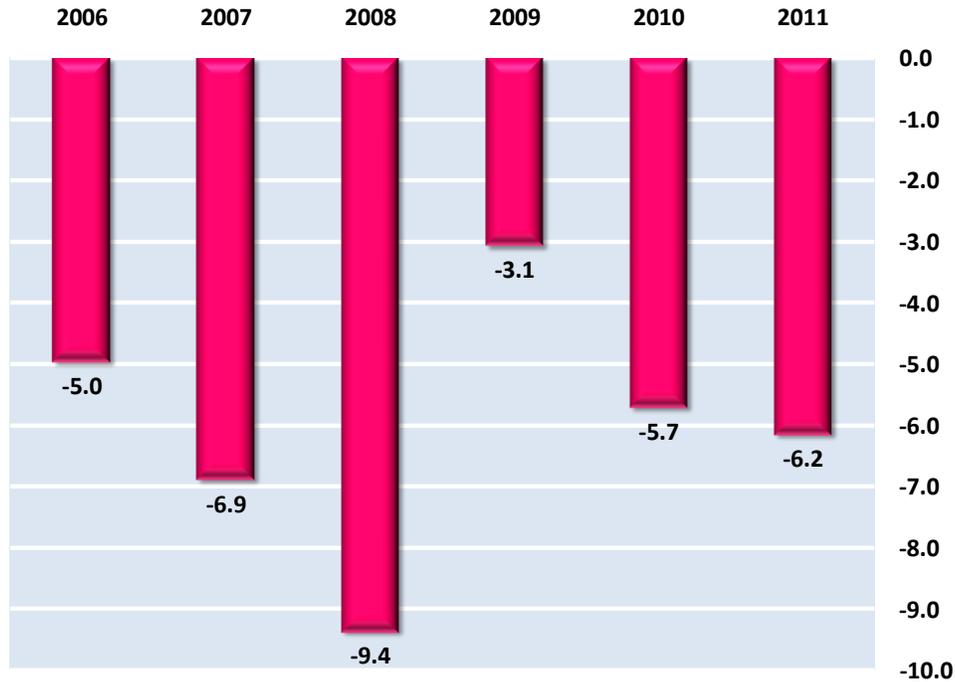


Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR.

### 5.3 Deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos, su relación con la actividad económica.

En efecto, para 2011 se estima un déficit en cuenta corriente de 6.2% del PIB regional lo que se explica, principalmente, por el fuerte incremento observado en las importaciones totales, en particular en la factura petrolera, que superó con creces el crecimiento en las exportaciones totales, incluidas las materias primas. Asimismo, incide en ese deterioro, la lenta recuperación de las remesas familiares, así como la lenta recuperación en los ingresos por la venta de servicios como el turismo, venta de software y centro de llamadas.

**Gráfico 5.5. Centroamérica y República Dominicana: Resultado en Cuenta Corriente (2006-2011)**

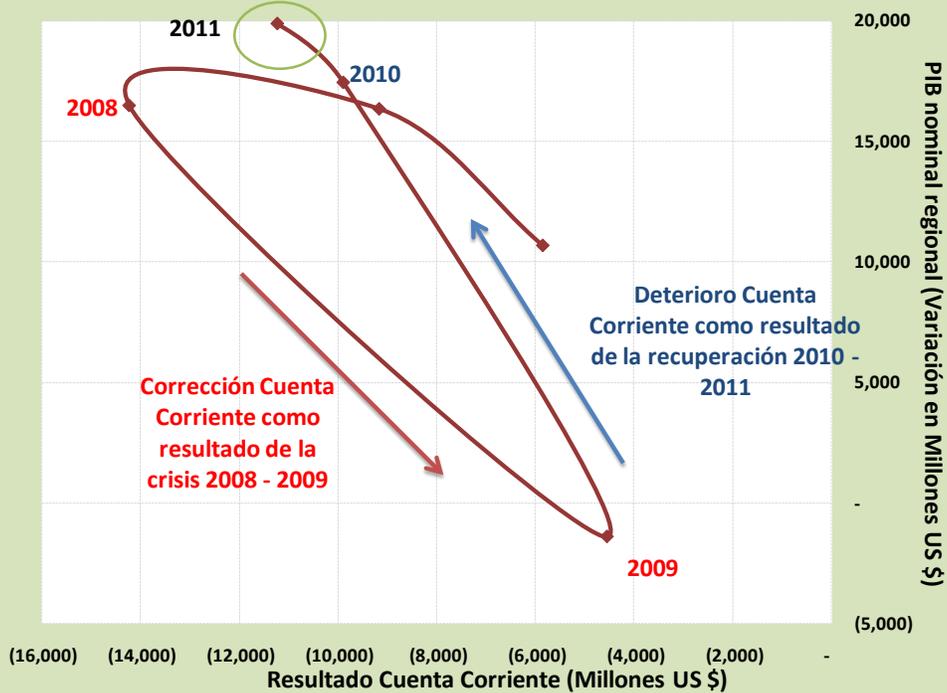


Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR.

**Recuadro 5.1. Asociación entre el resultado en Cuenta Corriente de la BP y el PIB nominal**

Desde otra perspectiva, se ha observado que el resultado en cuenta corriente de la balanza de pagos, guarda una relación inversa con la variación del PIB nominal, ambas medidas para la región. Siguiendo el Gráfico 5.6 se cuenta en el eje de las abscisas el resultado en la cuenta corriente de la balanza de pagos; y en el eje de las ordenas la variación anual del PIB nominal. Se puede observar cómo en 2008 el resultado negativo en la cuenta corriente se venía ensanchando y se obtenía una de las variaciones más elevadas del PIB nominal. En 2009 con el advenimiento de los efectos de la crisis financiera, se contrajo fuertemente la variación del PIB hasta alcanzar montos negativos con la consecuente contracción de las importaciones y corrección del resultado negativo de la cuenta corriente. Para 2010 y 2011, años de recuperación, el PIB nominal ha crecido por arriba de los últimos cuatro años, lo que ha traído como resultado un repunte en las importaciones que han variado más que proporcionalmente que el resto de ingreso de divisas, generando un abultado déficit en cuenta corriente.

Gráfico 5.6. Centroamérica y República Dominicana: Resultado en Cuenta Corriente y PIB nominal (2006 – 2011)

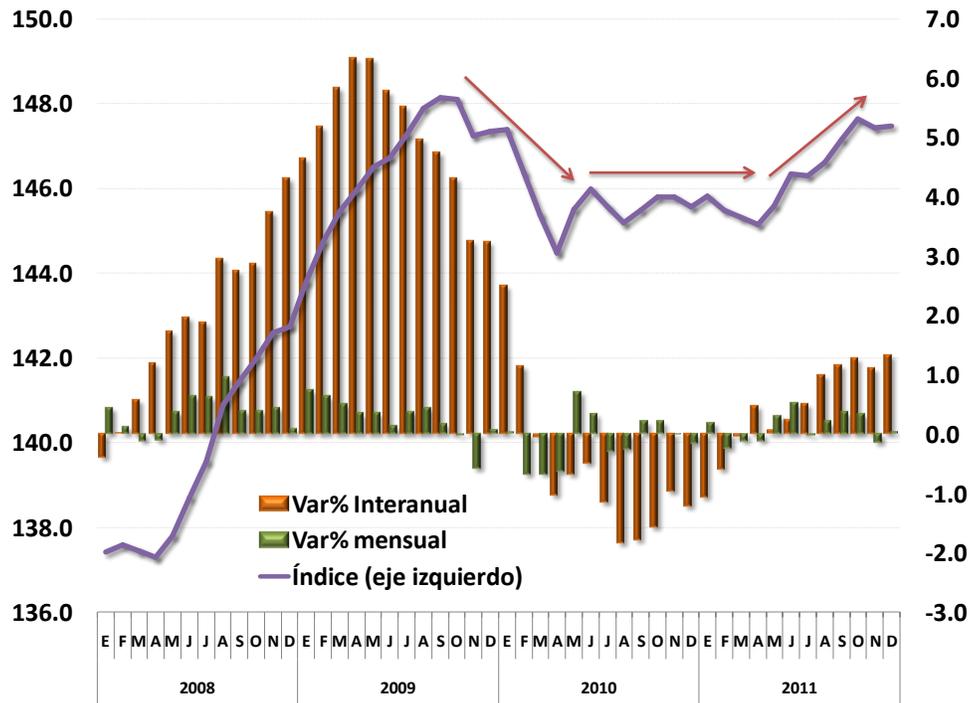


Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR.

#### 5.4 Evolución del indicador regional de paridad nominal y real.

Como resultado de la fuerte presión sobre la demanda de divisas para hacer frente al crecimiento de las importaciones, el índice regional de paridad cambiaria nominal registró durante la mayor parte de 2011 una tendencia hacia la depreciación. Si bien, a finales de 2009 y un significativo tramo de 2010 se aquejó una masiva afluencia de capitales que apreció algunas de las monedas nacionales, hacia finales de 2010 y primeros meses de 2011, hubo una relativa estabilidad en el indicador de paridad, lo que desembocó en una depreciación del indicador en toda la segunda mitad de 2011 (Gráfico 5.7).

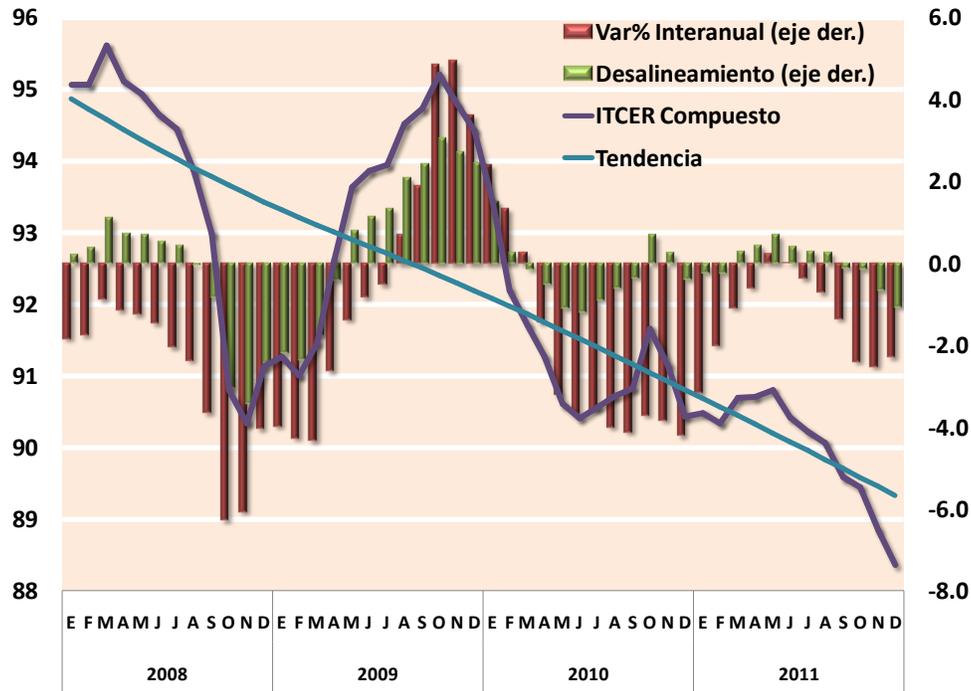
**Gráfico 5.7. Centroamérica y República Dominicana: Índice Regional de Paridad Cambiaria Nominal (2008:01 – 2011:12)**



Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR.

El índice de tipo de cambio efectivo real (ITCER) es estimado a partir de los precios al consumidor y los tipos de cambio nominales, constituyéndose en una medida próxima del costo relativo de los bienes y servicios de las economías de la región respecto de sus principales socios comerciales. La apreciación del tipo de cambio real marca la pérdida de competitividad y rentabilidad de los bienes y servicios generados domésticamente respecto de los producidos por los socios comerciales. Esta situación genera también un efecto perverso al interior de las economías, ya que los empresarios al darse cuenta que es menos rentable la generación de bienes y servicios tanto para el mercado externo como para el doméstico, aumenta la compra de bienes y servicios a menores precios desde el extranjero, incentivando la importación de bienes y servicios provenientes del extranjero, deteriorando el resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

**Gráfico 5.8. Centroamérica y República Dominicana: Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real. Promedio ponderado, tendencia, tasa de variación interanual y desalineamiento como % de la tendencia (2008:01 – 2011:12)**



Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR.

De conformidad con los resultados observados al cierre de 2011, el indicador regional para el tipo de cambio real continuó reportando una tendencia marcada hacia la apreciación de las monedas en términos reales; lo que significa que las exportaciones han dejado de ser rentables o competitivas, y se incentiva la importación de bienes por ser éstos más baratos en términos relativos que los bienes producidos internamente. Esto sería un elemento adicional que explicaría el incremento en las importaciones totales descritas anteriormente, y el deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

### 5.5 Principales fuentes de financiamiento de la cuenta corriente por debajo de la línea.

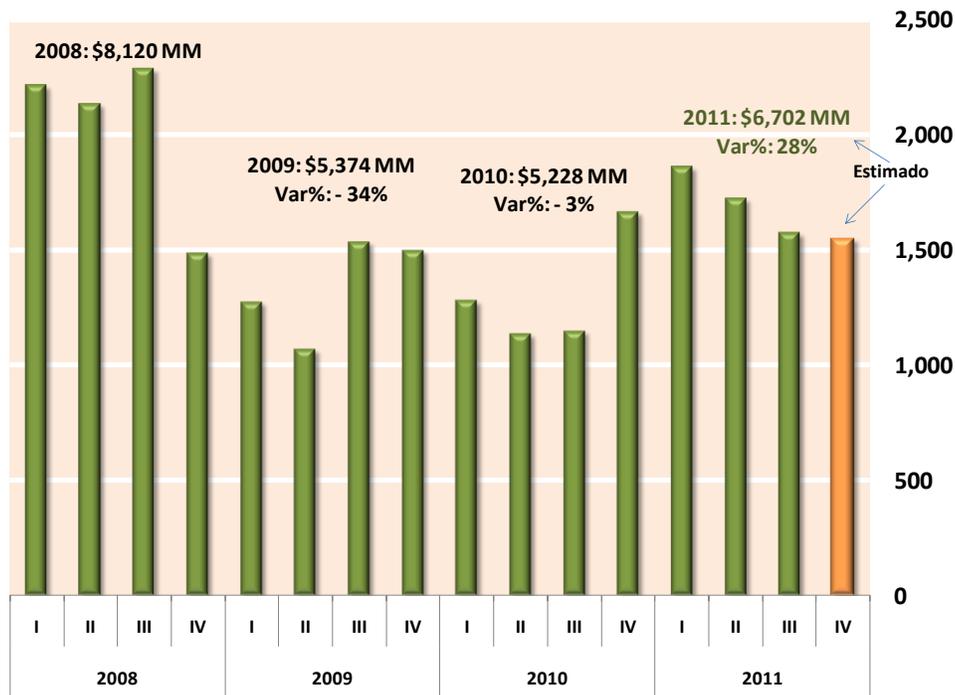
Por el lado del financiamiento del déficit en cuenta corriente, una de las principales variables lo constituye la inversión extranjera directa. De acuerdo con estimaciones de la SECMCA, la inversión extranjera directa cubriría aproximadamente, la mitad del déficit en cuenta corriente, dejando el resto del financiamiento a empréstitos netos del sector privado, sector público, y las inversiones de cartera.

Según las estadísticas de endeudamiento externo del sector público como porcentaje del PIB para 2011, éste se habría reducido en ese año (Véase sección de análisis fiscal). Por lo anterior, se desprende que el resto del financiamiento ha sido obtenido vía endeudamiento del sector privado e inversión de cartera. En el caso particular del sector privado bancario, y con base en las estadísticas monetarias armonizadas (Véase sección de análisis monetario), la variación de los activos externos netos, habría sido negativa en 2011 por US \$1,546 millones, equivalente al 0.8% del PIB regional. Si la inversión

extranjera directa, representa aproximadamente la mitad del déficit en cuenta corriente estimado en 6.2% del PIB regional, significa que los empréstitos para el resto del sector privado y la inversión de cartera financian más de 2.3% del déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB regional en 2011.

De otra parte, si bien el afluente de inversión extranjera directa aumentó en un 28% en 2011 (Gráfico 5.9), éste no se distribuyó homogéneamente entre los países miembros de la región, siendo los más favorecidos Costa Rica con el 30% y la República Dominicana con el 28% del total.

**Gráfico 5.9. Centroamérica y República Dominicana: Inversión Extranjera Directa (Millones US \$; 2008:01 – 2011:04)**



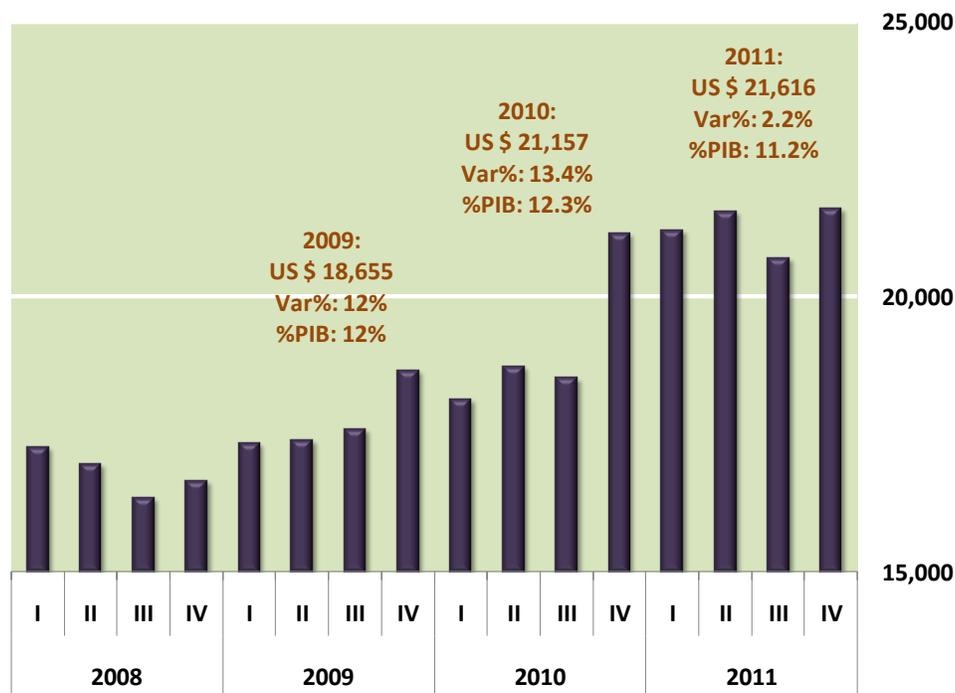
Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR.

### 5.6 Situación de las reservas internacionales e indicadores de adecuación

El financiamiento proveniente por los empréstitos externos del sector público y del banco central fue apenas suficiente para lograr cubrir el remanente cubierto por la inversión extranjera y los empréstitos del sector privado. Esto quedó reflejado en el lento avance que reportaron las reservas internacionales netas en 2011. Si bien la cifra de RIN fue un récord para la región al alcanzarse un monto por US \$21,616 millones, éstas crecieron en apenas 2.2% en términos anuales y representaron el 11.2% del PIB en 2011 (12.3% del PIB en 2010) (Gráfico 5.10). Lo anterior representa un reto para las autoridades monetarias a efecto de obtener un monto de reservas internacionales que sea suficiente para el

blindaje de las economías de la región ante shocks externos y corridas de divisas en los mercados domésticos<sup>8</sup>.

**Gráfico 5.10. Centroamérica y República Dominicana: Reservas Internacionales Netas (Millones de US \$; 2008:01 – 2011:04)**



Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR.

### Recuadro 5.2. Vulnerabilidad Externa.

El indicador de volatilidad para el sector externo en el ámbito regional, está mostrando un nivel de vulnerabilidad medio-bajo en 2011, aunque hay algunas excepciones por país, que están dando alertas respecto de un posible deterioro en el corto plazo (Gráfico 5.11).

En el ámbito país, el indicador de volatilidad externa de Costa Rica está en el umbral entre volatilidad media y alta. El deterioro de las cuentas externas en Costa Rica está asociado con los requerimientos de ahorro externo que demanda su sistema productivo y el sector público. El deterioro de las cuentas externas podría vincularse con el déficit en la cuenta financiera del sector público y las mayores necesidades financieras del sector privado. Asimismo, resulta trascendente monitorear la evolución de mediano y largo plazo del tipo de cambio nominal y real con

<sup>8</sup> Según un estudio realizado para las economías de la región, la cobertura de las reservas era bajo tanto en términos absolutos como relativos, sugiriendo el fortalecimiento de la acumulación de reservas internacionales como un medio para reducir la vulnerabilidad externa de las economías. Magnusson Bernard, Kristin (2011). *International Reserve Adequacy in Central America*. IMF, WP/11/144.

tendencias hacia la apreciación.

Gráfico 5.11. Vulnerabilidad Externa.



Fuente: Actualización propia con base en la metodología propuesta por la SECMCA.

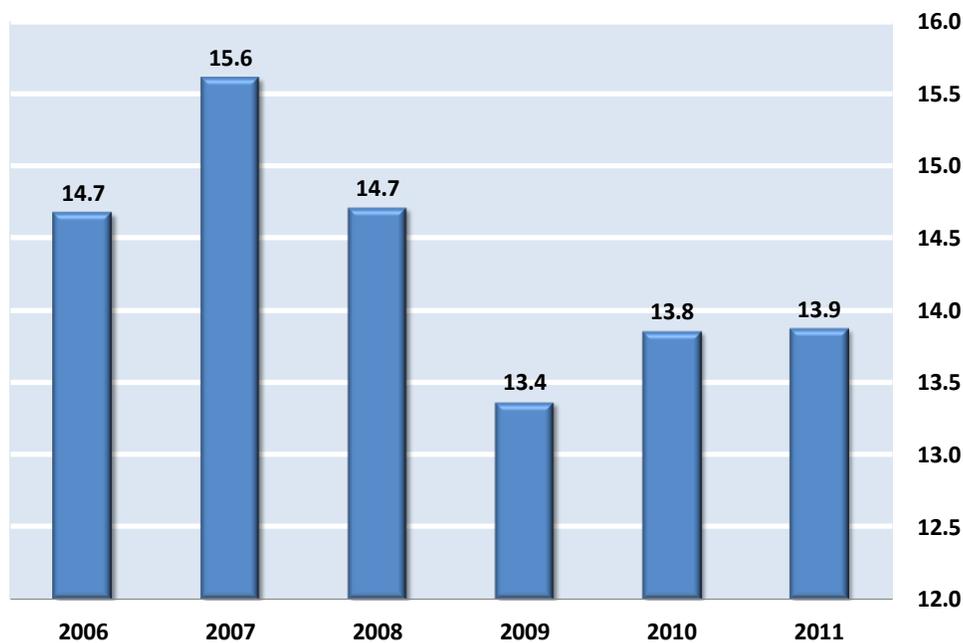
De las lecciones del pasado reciente, es importante resaltar la corrección en la cuenta corriente observada en 2009 cuando la región en su conjunto enfrentó el impacto de la crisis financiera, en particular, los efectos derivados de la contracción de la economía de los Estados Unidos y demás socios comerciales de economías avanzadas. En la actualidad, es importante continuar monitoreando el desempeño de la actividad económica en los Estados Unidos, y el desenlace de la crisis de deuda en Europa que amenaza con una recesión que podría transmitirse al resto de economías avanzadas y en definitiva, impactar indirectamente a la región.

## VI. Desbalance Fiscal Regional y el Mapa de Balances Financieros

### 6.1 Ingresos y Gastos Fiscales

Los ingresos fiscales como porcentaje del PIB mejoraron levemente durante 2011 como resultado en parte, de la mejor dinámica de la actividad productiva, así como del fuerte incremento en las importaciones totales. Los ingresos fiscales representaron el 13.9% del PIB regional en 2011 (13.8% en 2010) (Gráfico 6.1). A pesar de esta buena dinámica, aun no se recuperan los niveles de ingresos fiscales observados antes de la crisis financiera, ni los niveles de ingreso tributario comparados con los de otras economías en desarrollo similares a las de la región.

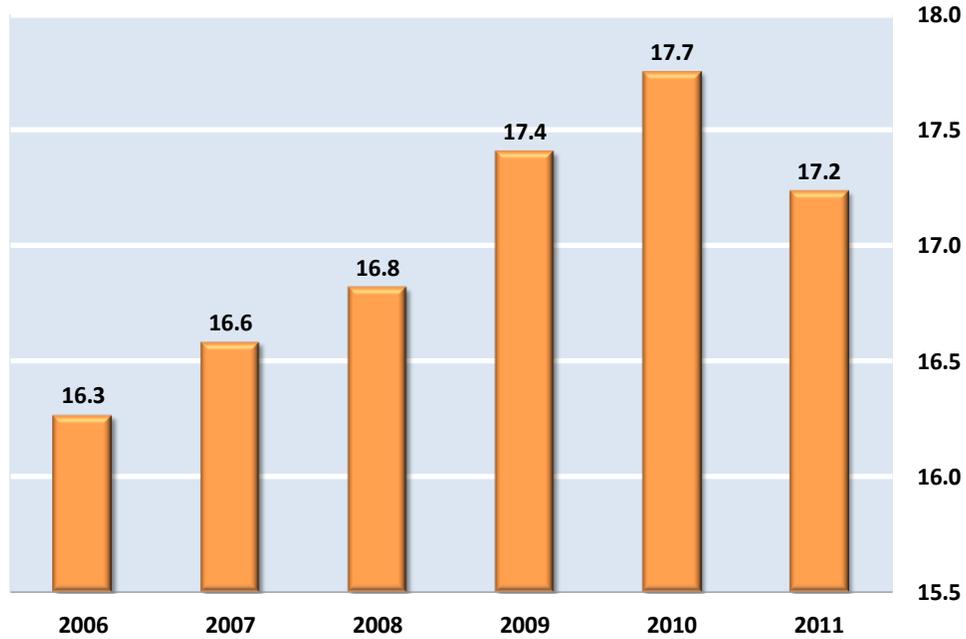
**Gráfico 6.1. Centroamérica y República Dominicana: Ingresos Fiscales (porcentaje del PIB regional; 2006 – 2011)**



Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR.

Los gastos fiscales totales como porcentaje del PIB se redujeron en 2011 como parte del proceso de consolidación fiscal llevado a cabo por los gobiernos centrales. Hasta 2010 la tendencia de los gastos fiscales totales había sido de expansión, con un fuerte impulso en 2009, año en el que la región fue afectada directamente por la crisis financiera internacional. Sin embargo, una vez se comenzaron a percibir señales de recuperación económica en las actividades productivas, los gobiernos de la región fueron alertados sobre los problemas de sostenibilidad en la deuda pública que podría implicar una política fiscal expansiva sin límites. Las medidas de prudencia fiscal adoptadas por la mayoría de los gobiernos centrales en la región, han dado por resultado la contención del déficit de las finanzas públicas. Para 2011 los gastos totales de los gobiernos representaron el 17.2% del PIB regional (17.7% en 2010) (Gráfico 6.2).

**Gráfico 6.2. Centroamérica y República Dominicana: Gastos Fiscales Totales (porcentaje del PIB regional; 2006 – 2011).**

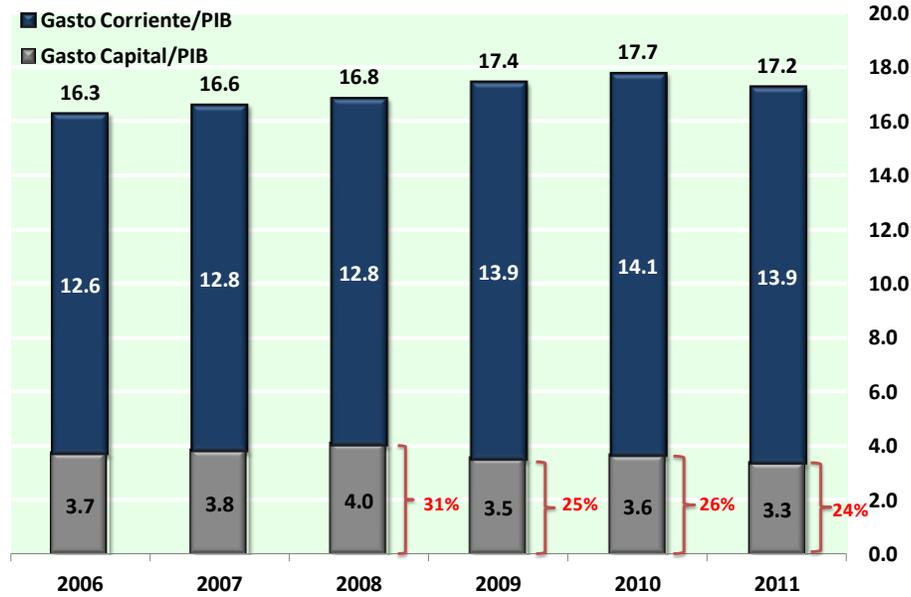


Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR.

Lamentablemente, el recorte de gastos fue más evidente en los de capital que en los corrientes. El recorte de gastos totales en 2011 fue de 0.5 puntos del PIB regional, que se componen de 0.2 puntos del gasto corriente y de 0.3 puntos del gasto de capital. Los gastos de capital representaron el 24% de los gastos totales en 2011, cuando previo a la crisis ese porcentaje ascendía a 31% (Gráfico 6.3).

La contracción en los gastos de capital como porcentaje del PIB regional, acontece en situaciones que ameritan un impulso de la inversión pública para el desarrollo y crecimiento económicos entre los países de la región, en particular, en aquellos con menor grado de desarrollo relativo. La formación de capital pública es medular en la creación de condiciones materiales para incentivar la inversión privada, la atracción de inversionistas extranjeros, la promoción del consumo privado, así como blindar los aparatos productivos ante eventos de desastres a los que con mayor intensidad se enfrenta la región del istmo –incluida la República Dominicana–.

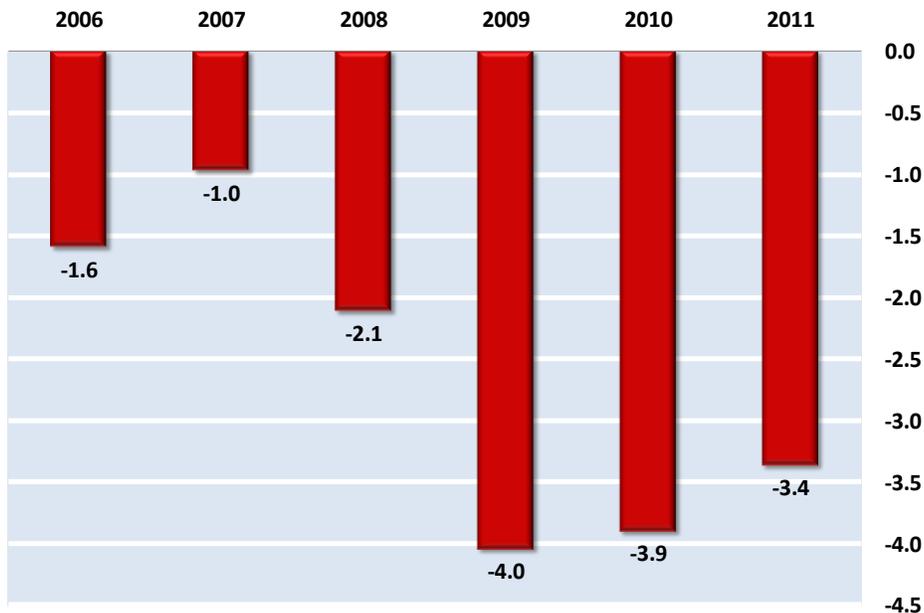
**Gráfico 6.3. Centroamérica y República Dominicana: Gasto Corriente y de Capital (porcentaje del PIB regional; 2006 – 2011)**



Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR.

Producto de lo descrito, el proceso de consolidación fiscal consistente en la contención de los gastos fiscales totales, así como lamejoría en la captación de ingresos, dio como resultado una reducción del déficit fiscal en 2011, registrando un 3.4% del PIB (déficit de 3.9% en 2010) (Gráfico 6.4).

**Gráfico 6.4. Centroamérica y República Dominicana: Resultado Fiscal (porcentaje del PIB regional; 2006 – 2011)**



Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR.

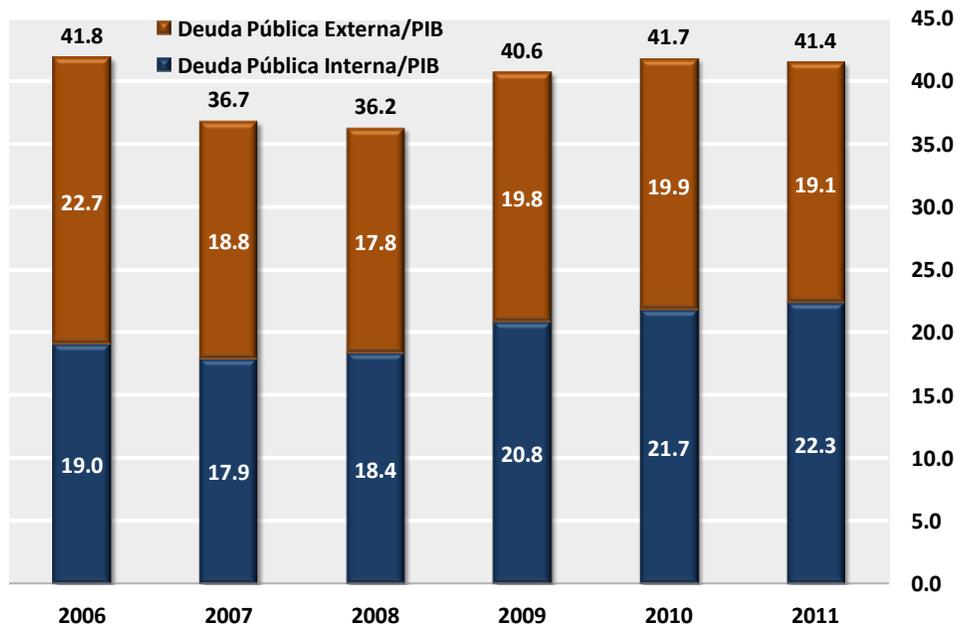
## 6.2 Evolución de la deuda pública

Consistentemente con la orientación de las finanzas del gobierno central, la deuda pública total se redujo levemente en 2011 a 41.4% del PIB regional (41.7% en 2010) (Gráfico 6.5). Si bien la deuda pública ha repuntado en términos absolutos, como porcentaje del PIB se mantiene relativamente estable. El salto más importante se observó en 2009 cuando el ratio se incrementó en más de 4 puntos porcentuales, en parte, derivado de las medidas de estímulo fiscal adoptadas para apuntalar el ritmo de actividad productiva y el deterioro social provocado por la crisis. En ese año, tanto la deuda interna como la externa aumentaron en proporciones similares; a diferencia de 2011, cuando se observó una reducción en la participación de la deuda externa e incrementos en la interna.

El incremento en la deuda externa podría estar asociado a las primas de riesgo que son imputadas en las tasas de los bonos de gubernamentales negociados en los mercados internacionales, habida cuenta de los eventos de default en economías en desarrollo y el ambiente de crisis de deuda que imperó en buena parte de 2011. Adicionalmente, varios países en la región, tienen restricciones para la colocación de bonos en el exterior, para lo cual requieren la autorización de sus respectivos congresos.

De otra parte, el incremento en la deuda interna en términos absolutos y relativos, mantiene elevadas las tasas de interés en los mercados domésticos, encareciendo el financiamiento del sector privado, y elevando los riesgos asociados con proyectos de inversión que exigen mayores niveles de rentabilidad.

**Gráfico 6.5. Centroamérica y República Dominicana: Deuda Pública Interna y Externa (porcentaje del PIB regional; 2006 – 2011)**

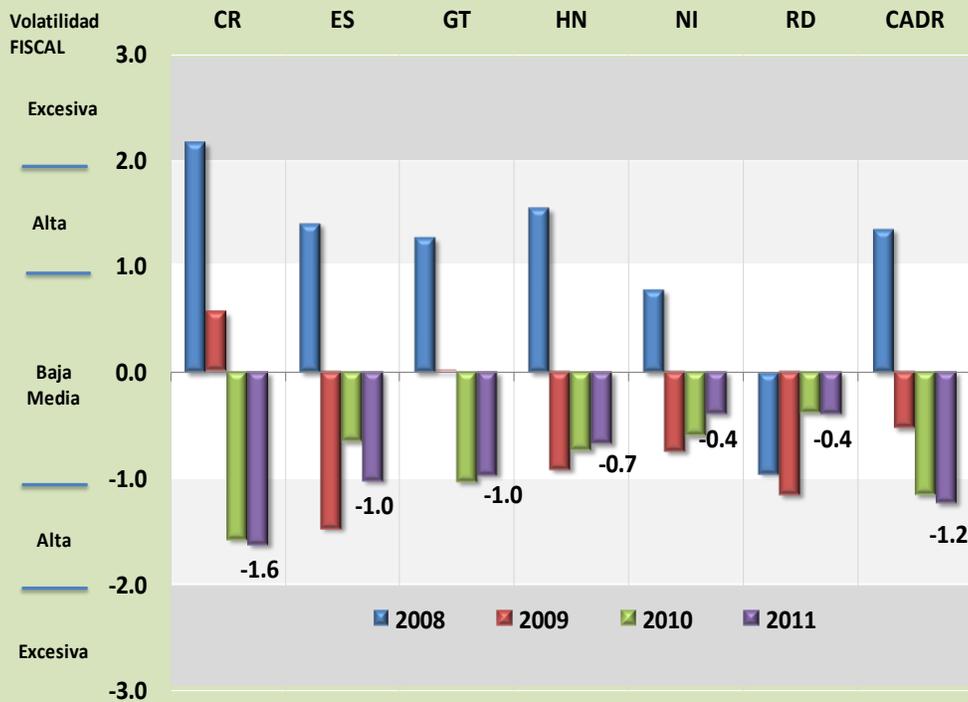


Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR.

**Recuadro 6.1. Vulnerabilidad Fiscal.**

El indicador de volatilidad fiscal está mostrando que las finanzas públicas de la región en su conjunto, y de una buena parte de los países por separado, se encontraban en un nivel de vulnerabilidad alta en 2011. Esta evaluación surge a partir de la medición de las series de déficit fiscal y de deuda pública, que al no ser ponderadas respecto del PIB, mostraron un crecimiento por arriba de sus respectivas tendencias de largo plazo. Para 2011, las situaciones más apremiantes se observaron en Costa Rica, El Salvador y Guatemala. El indicador para Honduras, Nicaragua y República Dominicana se ubicó en zona de vulnerabilidad media-baja. Es importante anotar que si bien el indicador está reportando un nivel de vulnerabilidad fiscal alto para 2011, el análisis debería complementarse con una evaluación de la sostenibilidad de la deuda pública utilizando los indicadores sugeridos por Blanchard (1990) y Talvi-Végh (1998). Sin embargo, es posible advertir que los gobiernos de los países miembros del CMCA, están afrontando dificultades para el financiamiento de sus presupuestos públicos, lo cual se torna preocupante cuando la emisión de deuda pública interna es utilizada para el pago de gastos corrientes como sueldos y salarios, para el sostenimiento de los regímenes de seguridad social o bien para el servicio de emisiones de deuda previas.

**Gráfico 6.6. Centroamérica y República Dominicana: Vulnerabilidad Fiscal (2008 – 2011).**



Fuente: Actualización propia con base en la metodología propuesta por la SECMCA.

### 6.3 El Mapa de Balances Financieros.

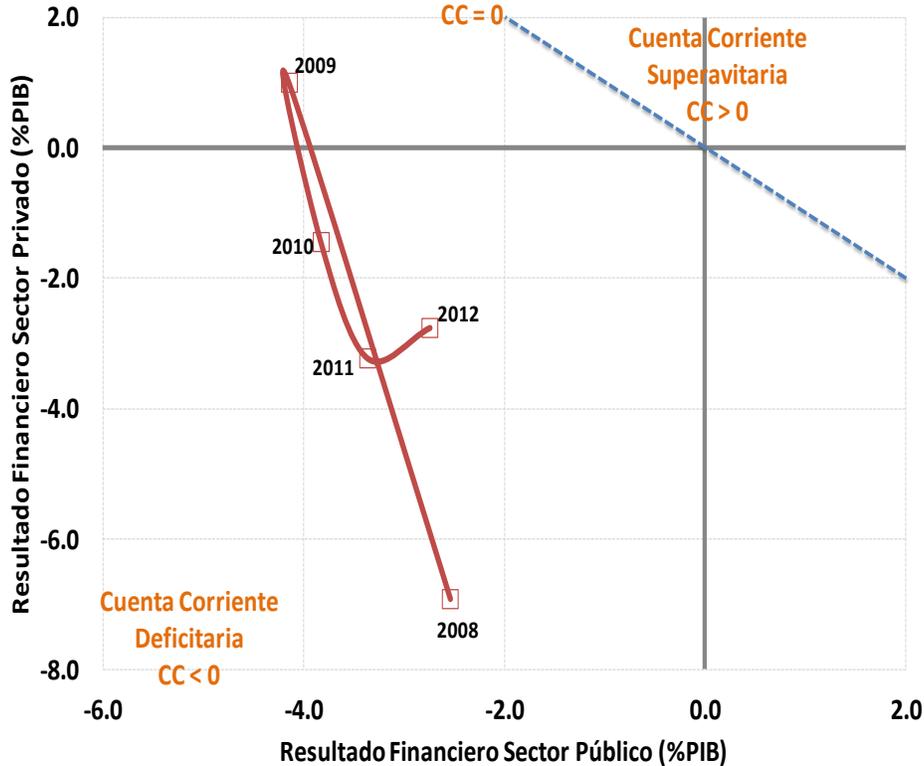
Una vez abordado la situación de déficit estructural en la cuenta corriente de la balanza de pagos, y las finanzas públicas de los países de la región, puede integrarse el análisis macroeconómico utilizando la metodología conocida como “el mapa de balances financieros”<sup>9</sup>. El mapa de balances financieros es una herramienta gráfica que se basa en el modelo de las tres brechas y que contribuye, igualmente, a la comprensión de la interrelación entre los sectores fiscal, externo y privado. Dada la información del balance fiscal y de la cuenta corriente para un período determinado, es posible encontrar las modificaciones en el saldo financiero del sector privado para mantener el equilibrio de una economía con el resto del mundo. Con la inclusión del balance financiero del sector privado (modelo de las tres brechas), se cierra el círculo de los flujos entre los sectores residentes y no residentes que se capturan a través del saldo en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Además, permite identificar los cambios en la posición financiera que ha realizado el sector privado como resultado de los ajustes inducidos por el sector público, y por la variación en los términos de intercambio y la demanda de los no residentes.

Previo a la crisis financiera, la situación de la región de Centroamérica y República Dominicana en su conjunto, fue de un elevado proceso de endeudamiento del sector privado, que fue financiado en su mayor parte, por sectores no residentes. En promedio, el déficit financiero del sector privado fue de 6.9% del PIB en 2008 (Gráfico 6.7). Por su parte, los sectores públicos de los países habían gozado de una importante bonanza económica que les permitió no solamente reducir el déficit financiero, sino contraer el saldo de la deuda pública y su proporción con el PIB. En promedio para la región, el déficit del sector público fue de 2.5% del PIB (Gráfico 6.7). Por tanto, los sectores residentes no generaron ahorros para financiar las necesidades de inversión del sector público y privado, lo que requirió hacer uso del ahorro externo equivalente al déficit en cuenta corriente como proporción del PIB, que para dicho año fue de 9.5%.

---

<sup>9</sup> Para detalles sobre la metodología puede consultarse el documento de la SECMCA (2011) sobre “*Las Crisis y los Desequilibrios Macroeconómicos en Centroamérica y República Dominicana: Una Aplicación del Mapa de Balances Financieros (2008 – 2016)*”.

**Gráfico 6.7. Centroamérica y República Dominicana: Evolución del Balance Financiero del Sector Público, Privado y Externo. (2008 – 2012)**



Fuente: Actualización propia con base en el documento original de la SECMCA.

Una vez sentidos los efectos de la crisis financiera en la región en 2009, los gobiernos adoptaron medidas de estímulo al crecimiento económico, al tiempo que se deterioraban sus ingresos, dando por resultado un incremento en el resultado deficitario del sector público. En promedio, el déficit fiscal reportó un aumento de 1.6 puntos porcentuales en 2009 y alcanzó una cifra record de 4.1% del PIB (2.5% en 2008) (Gráfico 6.7). Por otra parte, la contracción de la demanda interna en 2009 redujo fuertemente las importaciones de bienes y servicios de manera más que proporcional de como se redujeron las exportaciones de bienes y servicios, lo que originó un menor déficit en cuenta corriente en ese año. En promedio, el ajuste del déficit en cuenta corriente fue de aproximadamente 6.3 puntos porcentuales, llegando a 3.1% del PIB en 2009 (9.5% del PIB en 2008) (Gráfico 6.7). Del análisis anterior se deduce que los hogares y empresas en general, soportaron dos efectos: por un lado, vieron caer sus ingresos y por tanto redujeron sus tributaciones al gobierno, y por otro, contrajeron sus gastos en general, incluidas las importaciones, habiendo obtenido en promedio, un superávit financiero de 1% del PIB a finales de 2009. Este resultado es además consistente con un proceso de desapalancamiento con el sector bancario.

Para 2010, el sector público en el ámbito regional, fue comprometido interna y externamente, a consolidar sus finanzas como se desprende de la revisión de los acuerdos con el FMI. Esto condujo a reducir el déficit financiero hasta alcanzar 3.8% del PIB (4.1%

en 2009) (Gráfico 6.7). Por su parte, en línea con la recuperación económica, el sector privado en el ámbito regional, pasó de ser superavitario a deficitario, lo que significó un financiamiento con sectores no residentes. El resultado fue deficitario para el sector privado en 1.4% del PIB, como promedio regional. Adicionalmente, se deduce que el crecimiento de las importaciones de servicios y de bienes de consumo, intermedios y de capital fue proporcionalmente mayor al de las exportaciones de bienes y servicios, originando un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de 5.3% del PIB en dicho año (3.1% del PIB en 2009). Por tanto, en 2010 el déficit del sector público se redujo en tanto el sector privado pasó de una posición superavitaria a otra deficitaria, lo que aceleró el financiamiento externo que se evidenció en la ampliación del déficit en cuenta corriente.

Para 2011 se experimentó una lenta recuperación del equilibrio de las finanzas públicas; por lo que el incremento en el endeudamiento se originó, principalmente, en los hogares y empresas, y se reflejó en un deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Efectivamente, en el ámbito regional el déficit del sector público se reduciría a 3.4% del PIB (3.8% del PIB en 2010) (Gráfico 6.7). Desde la perspectiva del mapa de balances, el sector privado sufragaría parte de ese mejor resultado financiero del sector público, y en vista de que ya están incluidos todos los sectores residentes, la única vía de financiamiento es con no residentes. Esto provocaría, como contrapartida, un mayor déficit en cuenta corriente, dado que la reducción del déficit público no compensa el aumento del déficit privado. Las necesidades de financiamiento de los sectores público y privados se reflejarían en un déficit en cuenta corriente en el ámbito regional de 6.6% del PIB (5.3% en 2010)

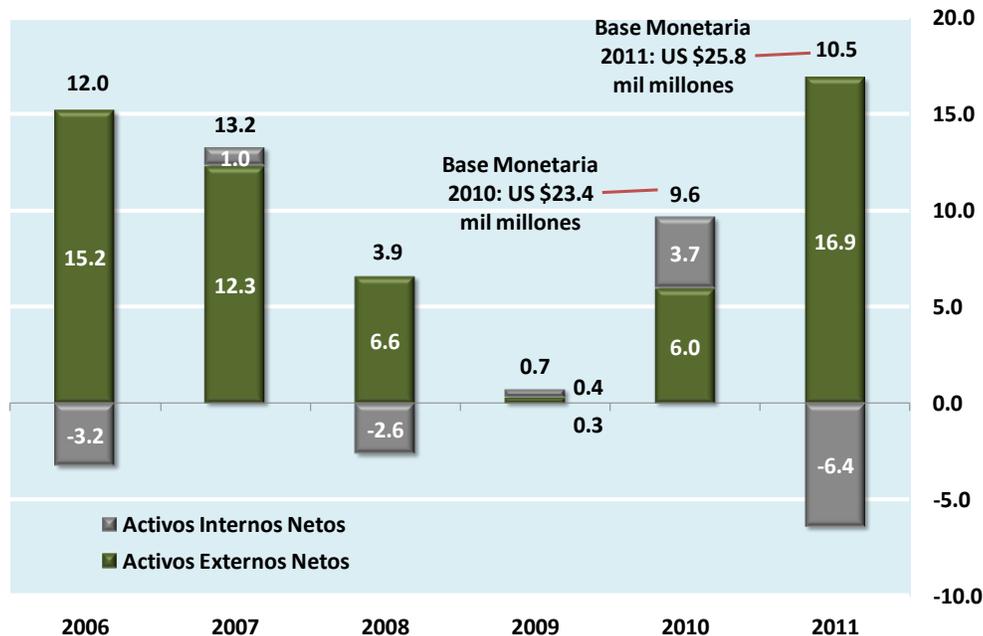
## VII. Análisis del Sector Monetario

### 7.1 Balances Sectoriales y Panoramas del Banco Central y de las Otras Sociedades de Depósito.

El comportamiento de la base monetaria fue consistente con las necesidades de liquidez primaria de los agentes económicos. De acuerdo con el Panorama Monetario de Estadísticas Monetarias y Financieras Armonizadas (EMFA), la base monetaria registró un incremento de 10.5% en 2011 (9.6% en 2010), alcanzando un monto de US \$25.8 mil millones (US \$23.4 mil millones en 2010) (Gráfico 7.1). La principal fuente de expansión de la base monetaria fueron los activos externos netos, en virtud de que los activos internos netos registraron una contracción y por tanto aportaron negativamente a su expansión. La evolución reciente de la base monetaria fue muy similar a la observada en años previos a la crisis.

En cuanto a la evolución de la base monetaria explicada por sus componentes, los billetes y monedas participaron con un 3.0% de 10.5% de crecimiento total, y los depósitos y valores distintos de acciones, lo hicieron con el otro 7.5%; lo que pone de manifiesto que la evolución de la base monetaria amplia está más en función de los agregados monetarios que de las preferencias del público por circulante.

**Gráfico 7.1. Centroamérica y República Dominicana: Base Monetaria Amplia (Participación de los Activos Externos Netos y Pasivos Externos Netos en la tasa de variación total; 2006 – 2011)**



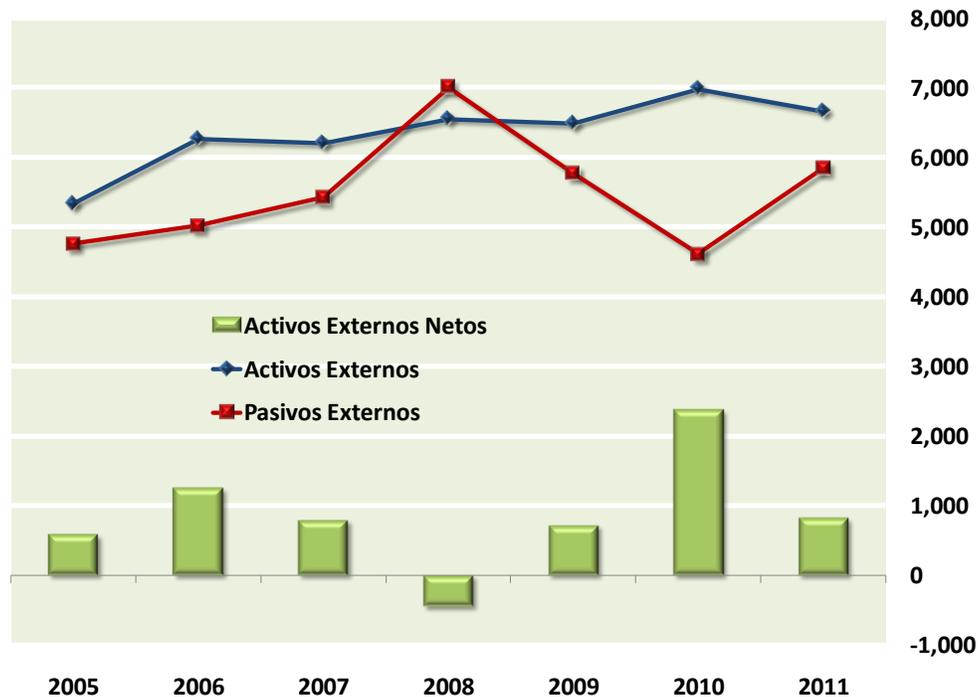
Fuente: Elaboración propia con base en información de las EMFA-1.

Por su parte, los activos externos netos de las otras sociedades de depósito se redujeron su saldo en 2011 respecto de la tendencia observada en 2010. En años anteriores se había observado una reducción de los pasivos externos como resultado de la menor contratación de deuda con no residentes, o el pago de deudas contraídas previamente

aprovechando la fuerte reducción de las tasas de interés internacionales. Sin embargo, en 2011 se ha vuelto a observar una recuperación de los empréstitos externos de las otras sociedades de depósito con no residentes, lo que se combinó con una leve disminución de los activos externos (Gráfico 7.2).

Como se indicó en la sección correspondiente al análisis del sector externo, los empréstitos del sector privado bancario, fueron importantes en la explicación de aproximadamente un punto porcentual del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Resulta importante monitorear el endeudamiento externo de las OSD, en el sentido de que una presión al alza de los tipos de cambio, y dependiendo de si los recursos son colocados en préstamos para generadores de divisas o no, se podrían estar asumiendo riesgos que vulneren la estabilidad de los sistemas financieros nacionales y regionales.

**Gráfico 7.2. Centroamérica y República Dominicana: Activos y Pasivos Externos de las OSD (Promedio anual de saldos mensuales en millones de US \$; 2005 – 2011)**



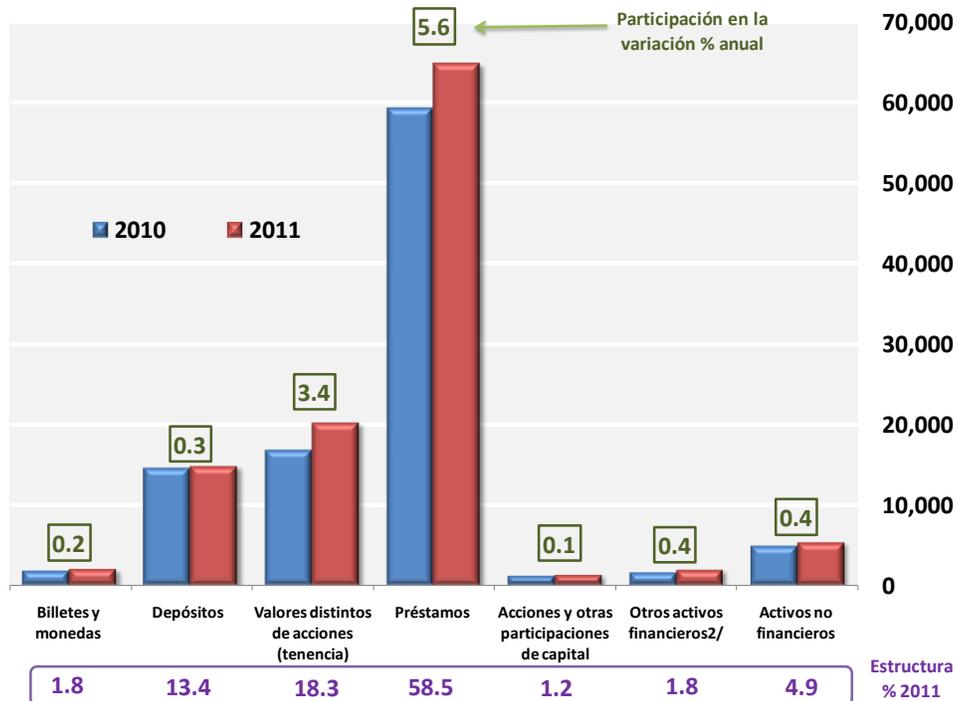
Fuente: Elaboración propia con base en información de las EMFA-1.

Los activos internos de las otras sociedades de depósito tuvieron un repunte importante en 2011, reportando una variación anual de 10.3% (9.1% en 2010) (Gráfico 7.3). De este crecimiento sobresale la participación de los préstamos con un aporte de 5.6 puntos porcentuales y de los valores distintos de acciones con una participación de 3.4 puntos porcentuales<sup>10</sup>. Ambos tipos de instrumentos representaron aproximadamente el 77% del

<sup>10</sup> El cálculo de las tasas de variación se realizó sobre el promedio anual de los saldos mensuales en millones de US \$. El objetivo fue tener un indicador que reflejara el comportamiento del año, y no el de un mes en particular, como puede ser diciembre, mes que posee una elevada estacionalidad, lo que sesgaría el análisis al vincularlo con otras variables macroeconómicas como el crecimiento económico.

total de activos. La evolución de los préstamos es consistente con la evolución reciente del crecimiento económico, principalmente aquellos préstamos destinados al sector privado que encuentra en el financiamiento de las OSD, recursos vitales para el desempeño de sus actividades productivas.

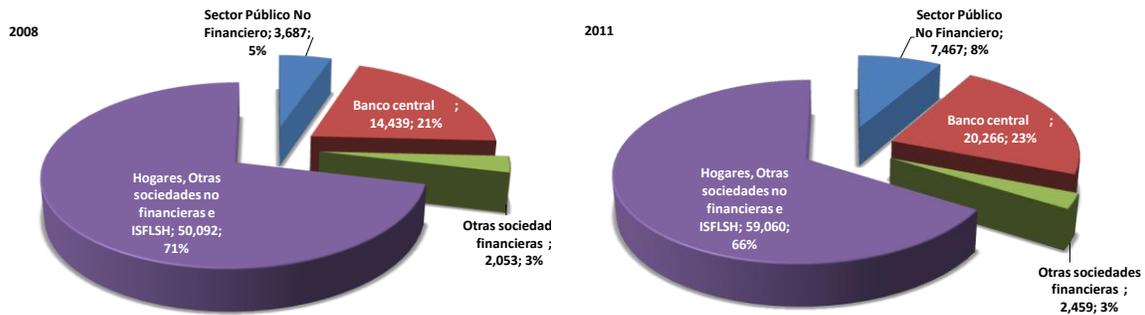
**Gráfico 7.3. Centroamérica y República Dominicana: Activos de las OSD por Instrumentos Financieros (Promedio anual de saldos mensuales en millones de US \$ y tasas; 2010 – 2011)**



Fuente: Elaboración propia con base en información de las EMFA-1.

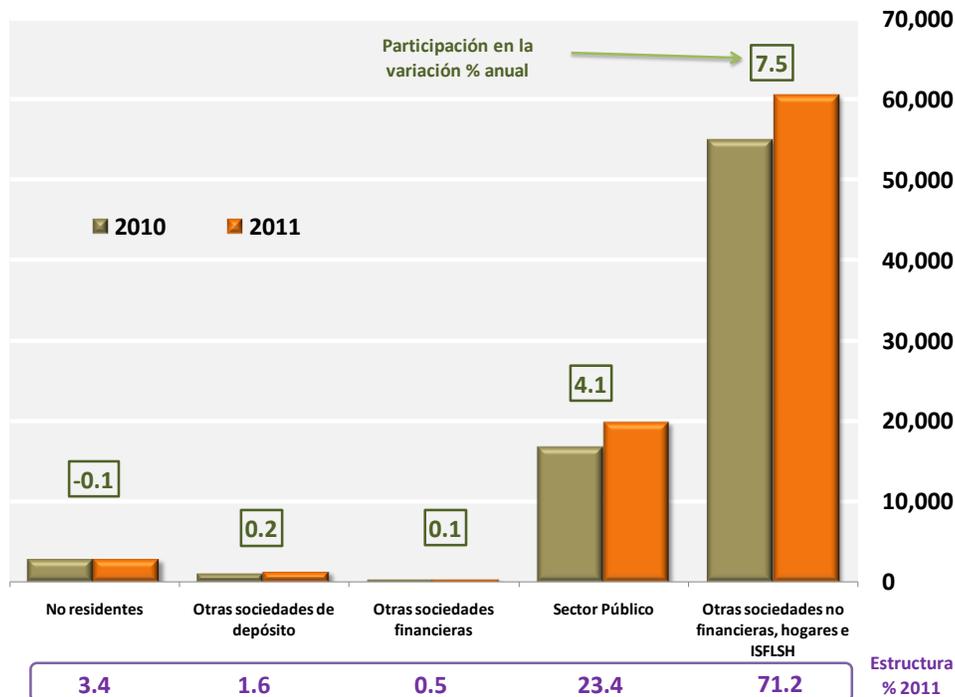
Por sector de contrapartida, sobresale la colocación de activos hacia los hogares, las otras sociedades no financieras (corporaciones privadas) y las instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares, con quienes las otras sociedades de depósitos contrataron el 66% de sus activos en 2011 (Gráfico 7.4). Esa participación ha disminuido respecto de 2008, cuando dichos sectores y subsectores institucionales eran la contraparte del 71% de los activos internos de las otras sociedades de depósito. Los sectores institucionales que recibieron una proporción mayor de recursos de las OSD fueron el sector público no financiero pasando de 5% a 8%; y el banco central, pasando de 21% a 23% (Gráfico 7.4).

**Gráfico 7.4. Centroamérica y República Dominicana: Activos Internos de las Otras Sociedades de Depósito (Distribución porcentual; 2008 y 2011)**



Fuente: Elaboración propia con base en información de las EMFA-1.

**Gráfico 7.5. Centroamérica y República Dominicana: Crédito de las OSD por Sector Institucional (Promedio anual de saldos mensuales en millones de US \$ y tasas; 2010 – 2011)**



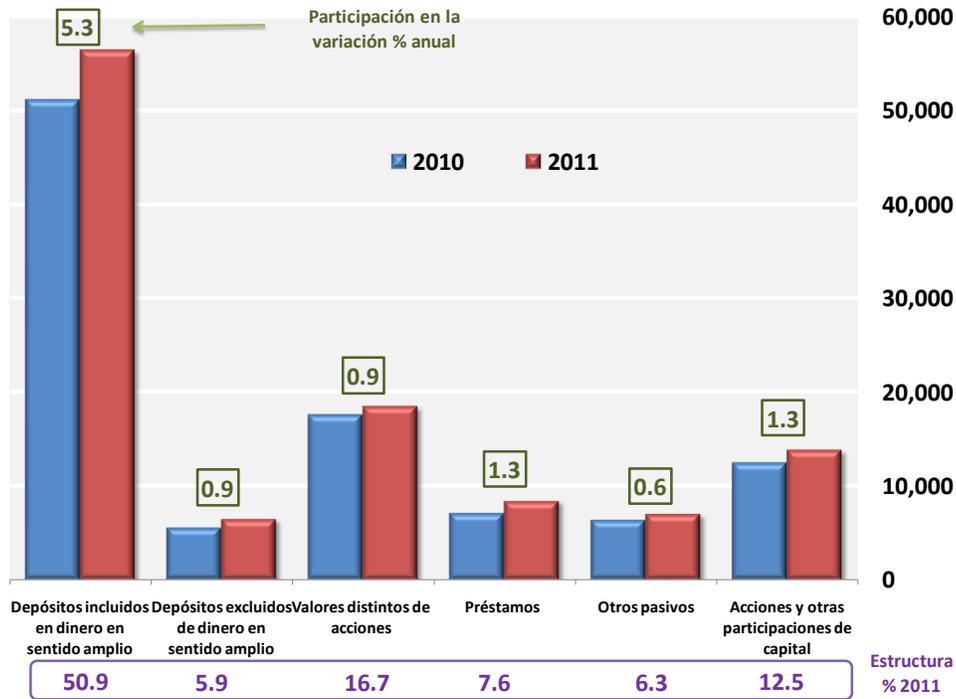
Fuente: Elaboración propia con base en información de las EMFA-1.

El rubro de crédito de las otras sociedades de depósito por sector de contrapartida, posee dos tenedores principales: el sector privado, formado por las otras sociedades no financieras (corporaciones privadas), los hogares e instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares, y el sector público. Entre este grupo de sectores y subsectores institucionales se concentra cerca del 95% del crédito. El crédito dirigido a todos los sectores institucionales reportó un incremento de 11.8%, de los cuales 11.6 puntos porcentuales fueron aportados por el sector privado y público. El sector privado concentró

7.5 puntos porcentuales y el público 4.1 puntos porcentuales de la variación total indicada de 11.8% (Gráfico 7.5).

Desde la perspectiva de los pasivos y el capital, las otras sociedades de depósito, continuaron obteniendo la mayor parte de sus recursos a partir de los depósitos del público (tanto los incluidos como los no incluidos en la definición de dinero en sentido amplio); y a través de la colocación de valores distintos de acciones. Entre ambos tipos de instrumentos, se recolectan aproximadamente las dos terceras partes de los recursos totales (Gráfico 7.6). Consecuentemente, el aporte de los depósitos y los valores distintos de acciones a la variación total de los pasivos fue también relevante en 2011, acumulando 6.9 puntos porcentuales de una variación total de 10.3% anual. Entre los instrumentos de fondeo menos importantes pero que mostraron un aporte sustancial en 2011 se encontró a los préstamos. La participación de los préstamos en el total de los pasivos y capital es de 7.6%; en tanto que su aporte a la variación total fue de 1.3 puntos porcentuales de 10.3% de crecimiento anual.

**Gráfico 7.6. Centroamérica y República Dominicana: Pasivos y Capital de las OSD por Instrumentos Financieros (Promedio anual de saldos mensuales en millones de US \$ y tasas; 2010 – 2011)**

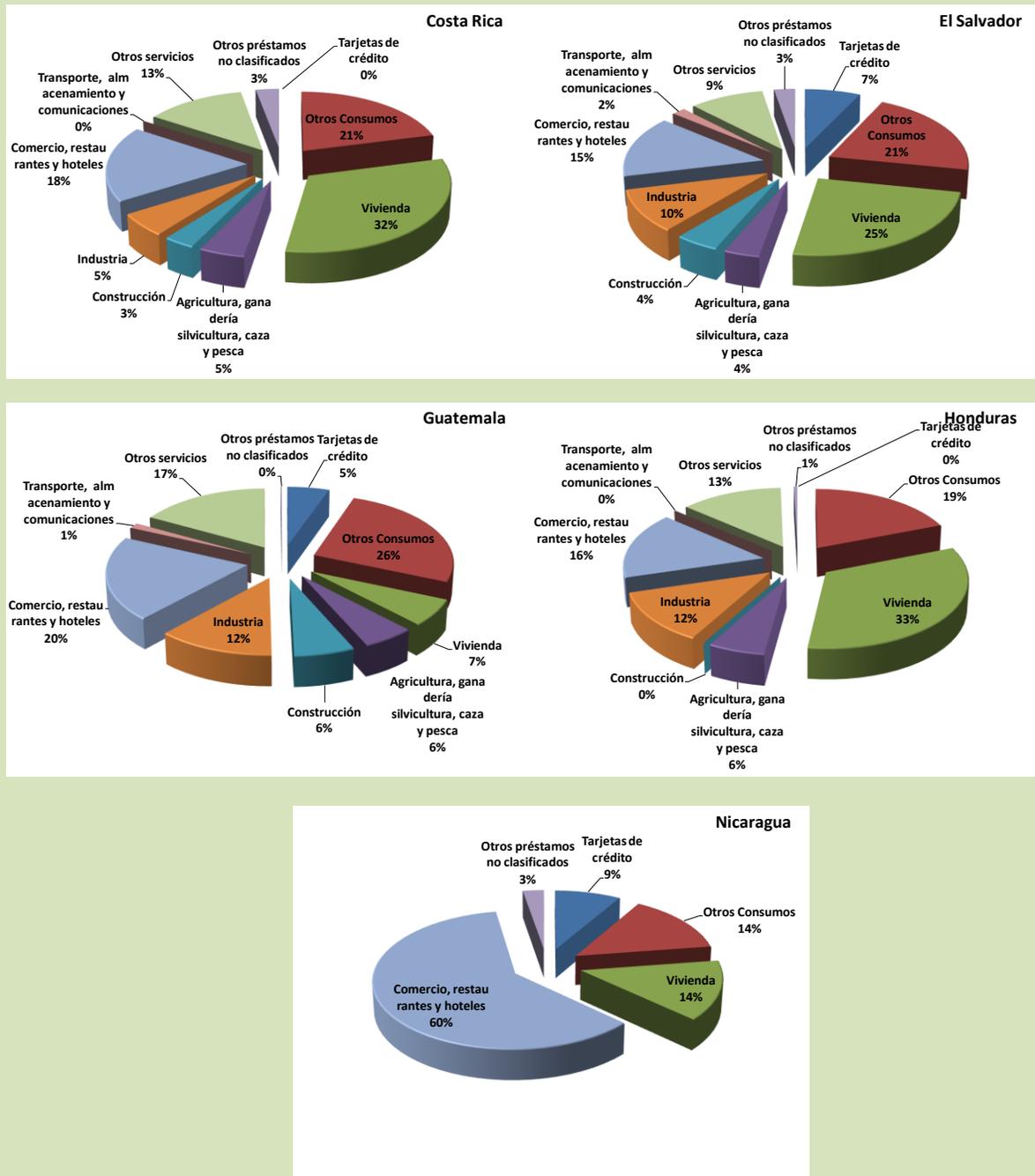


Fuente: Elaboración propia con base en información de las EMFA-1.

**Recuadro 7.1 Crédito por Actividad Económica.**

La clasificación del crédito por actividad productiva, según las estadísticas monetarias y financieras armonizadas, muestra que las actividades más favorecidas fueron las vinculadas con la adquisición de bienes inmobiliarios, como vivienda, seguido del llamado “crédito al consumo” (créditos personales), el comercio, y restaurantes y hoteles; Las actividades productivas con menos participación fueron la industria manufacturera, el sector agropecuario y la construcción.

**Gráfico 7.7 Centroamérica y República Dominicana: Crédito de las OSD por actividad económica en moneda nacional y extranjera. (Estructura porcentual con base en saldos a diciembre de 2011).**

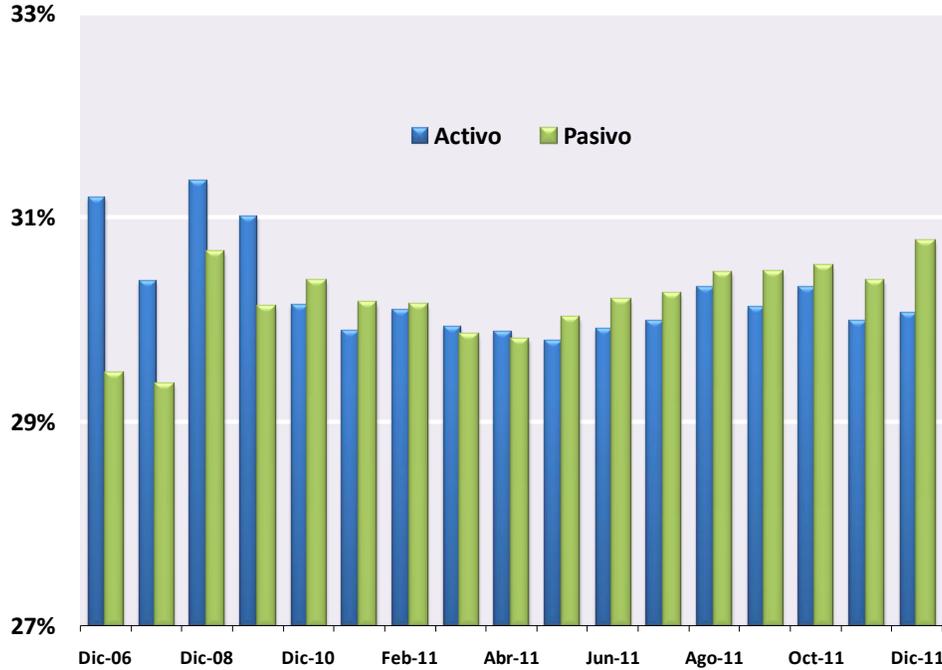


Fuente: Elaboración propia con base en información de las EMFA-2.

Respecto de la dolarización de los activos y pasivos de las otras sociedades de depósito, se observó que en 2011 se mantiene una tasa de dolarización entre 29 y 31%. Como hecho relevante, se destaca que entre 2006 y 2009 los activos estaban más dolarizados que los

pasivos, situación que se revirtió a partir de 2010 y estuvo vigente a lo largo de 2011 (Gráfico 7.8).

**Gráfico 7.8. Centroamérica y República Dominicana: Dolarización de los Activos y Pasivos de las OSD. (Porcentajes; 2006 – 2011)**



Fuente: Elaboración propia con base en información de las EMFA-1.

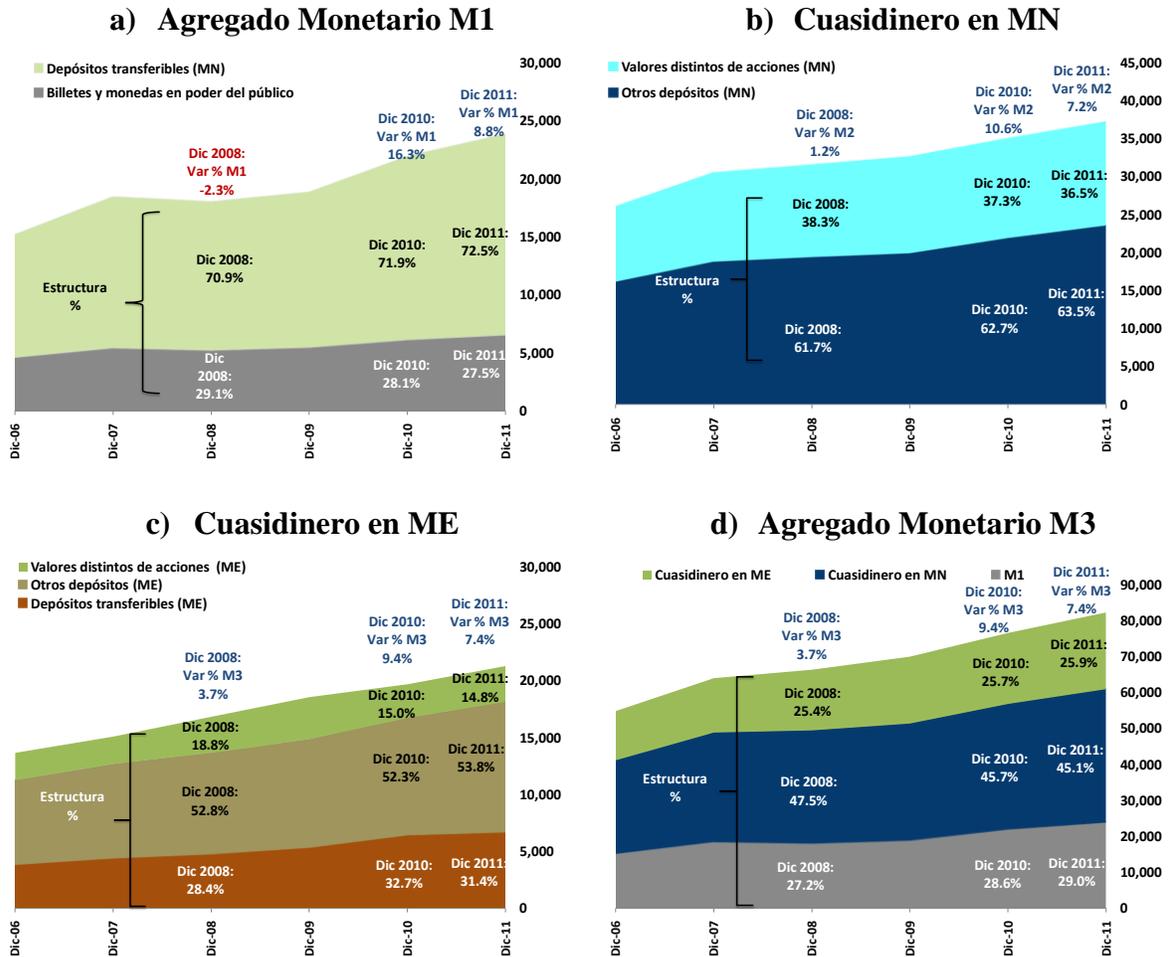
## 7.2 Evolución de los Agregados Monetarios.

El agregado monetario M1, que incluye los billetes y monedas en poder del público y los depósitos transferibles en moneda nacional, registró una variación anual de 8.8% en diciembre de 2011 (16.3% en diciembre de 2010) (Gráfico 7.9.a). Esta desaceleración obedeció a la menor demanda de numerario en poder del público. La estructura porcentual de este agregado monetario fue de 27.5% para los billetes y monedas, y de 72.5% para los depósitos transferibles, lo que refleja las preferencias del público del circulante, y el peso que poseen las cuentas corrientes para el desempeño de las actividades productivas.

El agregado monetario M2 reportó una variación anual de 7.2% en diciembre de 2011 (10.6% en diciembre de 2010) (Gráfico 7.9.b). Este comportamiento es compatible con la dinámica de la actividad productiva. El cuasidinero en moneda nacional está formado por los otros depósitos (depósitos de ahorro y a plazo) y los valores distintos de acciones. La participación de los otros depósitos ha aumentado ligeramente respecto del cuasidinero en moneda nacional, en detrimento de la participación de los valores distintos de acciones. Para diciembre de 2011 esta participación era de 63.5% para los otros depósitos y de 36.5% para los valores distintos de acciones.

A partir de esta información, se ponen de manifiesto las preferencias del público para conservar riqueza financiera en forma de depósitos de ahorro y certificados de depósito a plazo en moneda nacional; lo cual además, constituye una de las principales fuentes de fondeo de las otras sociedades de depósito para el desempeño de su labor de intermediación financiera.

**Gráfico 7.9. Centroamérica y República Dominicana: Composición y Evolución de los Principales Componentes de los Agregados Monetarios (Millones de US \$; participación porcentual, 2006 – 2011)**



Fuente: Elaboración propia con base en información de las EMFA-1.

El cuasidinero en moneda extranjera está formado por los depósitos transferibles, otros depósitos y los valores distintos de acciones, todos en moneda extranjera. La estructura porcentual del cuasidinero en moneda extranjera se ha movido a favor de los otros depósitos, en detrimento de los transferibles y los valores distintos de acciones. Para diciembre de 2011, el cuasidinero en moneda extranjera estaba distribuido de la siguiente forma: depósitos transferibles con 31.4%; otros depósitos con 53.8%; y valores distintos de acciones con 14.8% (Gráfico 7.9.c). El agregado monetario M3 varió a diciembre de

2011 en 7.4%, habiéndose desacelerado respecto de diciembre de 2010 cuando creció en 9.4%.

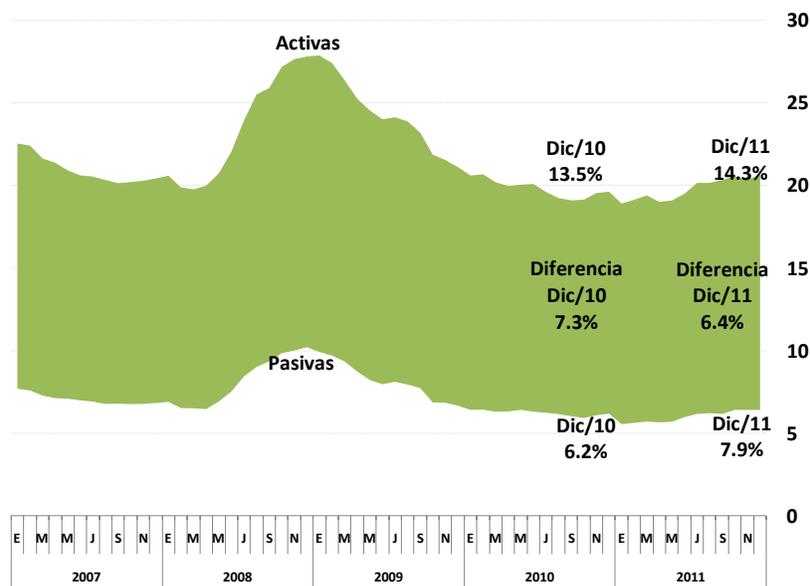
La riqueza financiera de los agentes económicos en moneda extranjera, se conserva en su mayor parte en forma de depósitos de ahorro y certificados de depósito a plazo. La participación del cuasidinero en moneda extranjera en el agregado monetario amplio, pondrá de manifiesto el grado de dolarización de las economías desde la perspectiva del mantenimiento de la riqueza por parte de los agentes económicos, y su impulso al desarrollo de las actividades productivas.

A manera de síntesis, el principal componente del agregado monetario M3 sigue siendo el cuasidinero en moneda nacional con una participación de 45.1%; seguido del agregado monetario M1 con 29% y del cuasidinero en moneda extranjera con 25.9% (Gráfico 7.9.d). No obstante, la participación de estos dos últimos ha aumentado en detrimento del cuasidinero en moneda nacional, lo cual, como se indicó, es una muestra del grado de dolarización de las economías.

### 7.3 Tasas de Interés, margen de intermediación y sus determinantes.

Las tasas de interés activas y pasivas se han mantenido relativamente estables en los últimos dos años. Sin embargo, se puede apreciar que hay un giro hacia incrementos consecutivos a partir de la segunda mitad de 2011. Las tasas pasivas en moneda nacional aumentaron en 1.7 puntos porcentuales, en tanto las pasivas en moneda nacional lo hicieron en 0.8 puntos, dando por resultado la contracción del diferencial de tasas. El incremento en las tasas pasivas fue superior al de las activas, lo que originó una contracción del diferencial de tasas, es decir, el margen de intermediación se redujo en 0.9 puntos porcentuales.

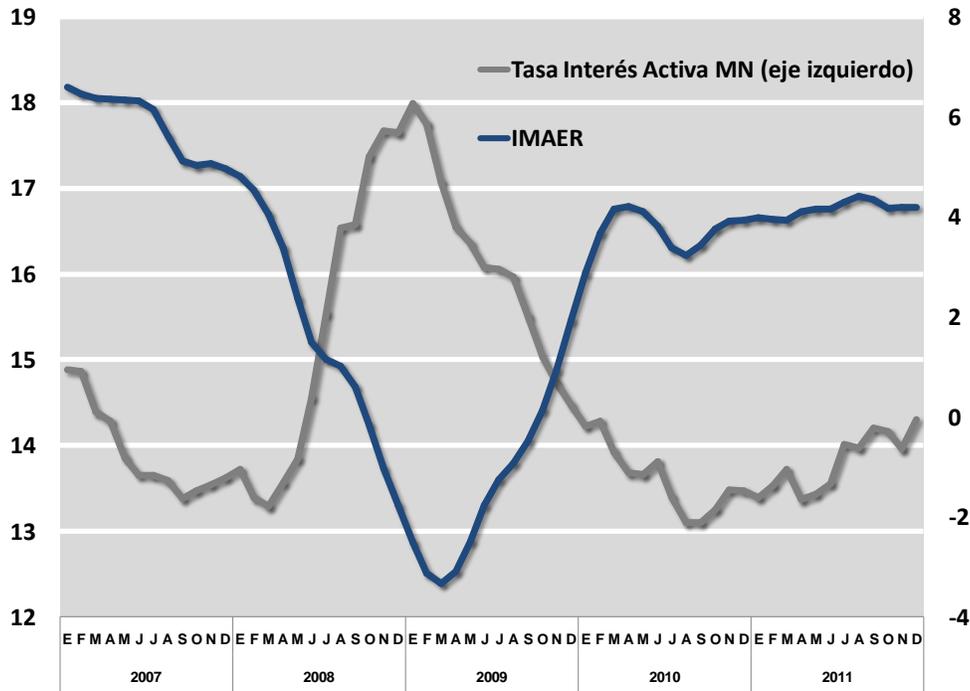
**Gráfico 7.10. Centroamérica y República Dominicana: Tasas de Interés Activas y Pasivas en MN, ponderadas (2007:01 – 2011:12)**



Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR.

Las tasas de interés activas han evolucionado inversamente al comportamiento del crecimiento económico. Un mejoramiento del clima de negocios, expectativas de aumentos en la demanda interna y externa, promueve incrementos en la demanda de crédito para actividades productivas, lo que a su vez, vuelve más escasos los recursos disponibles del sistema financiero, encareciendo su costo, lo cual se reflejaría en las tasas de interés activas (Véase Gráfico 7.11).

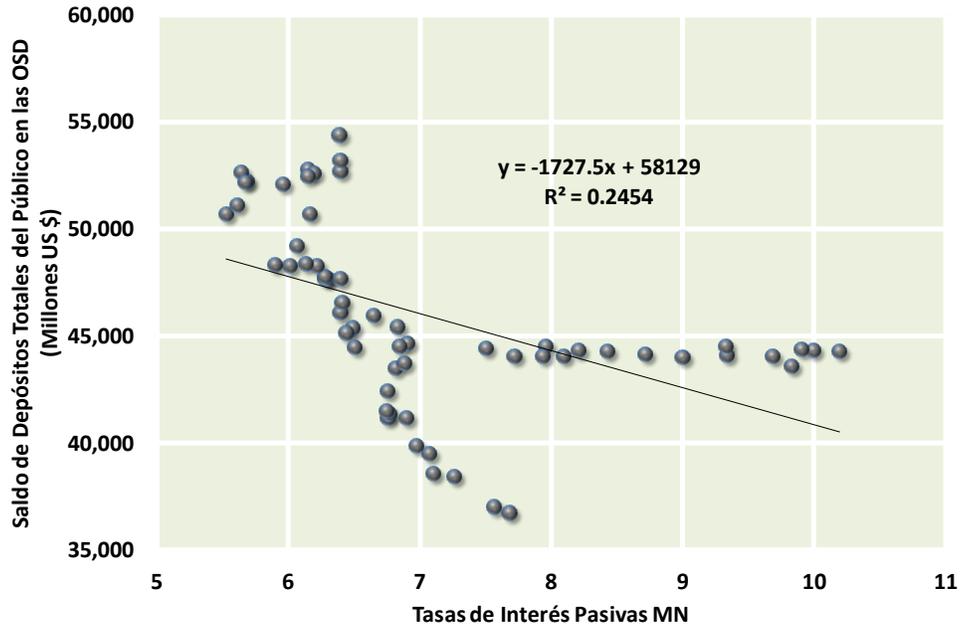
**Gráfico 7.11. Centroamérica y República Dominicana: Tasas de Interés Activas y tasas de variación del IMAER (2007:01 – 2011:12)**



Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR.

Las tasas de interés pasivas, por su parte, reaccionan inversamente al comportamiento de la riqueza financiera de los agentes privados. Un incremento en la riqueza financiera de las familias y empresas, hace abundante la liquidez, reduciendo los rendimientos de los depósitos de las cuentas de ahorro de los intermediarios financieros. Por el contrario, cuando la riqueza financiera se contrae, se vuelve menos líquido el mercado y se encarece el costo de fondeo para las sociedades de depósito (Gráfico 7.12).

**Gráfico 7.12. Centroamérica y República Dominicana: Tasas de Interés Pasivas en MN y Saldo de los Depósitos del Público en las OSD en Millones de US \$<sup>1/</sup> (2007:01 – 2011:12)**



Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR.

1/ En el eje de las abscisas se ha ubicado las tasas de interés pasivas en MN promedio ponderado regional; y en el eje de las ordenadas el saldo en millones de US \$ de los depósitos totales del público en las OSD.

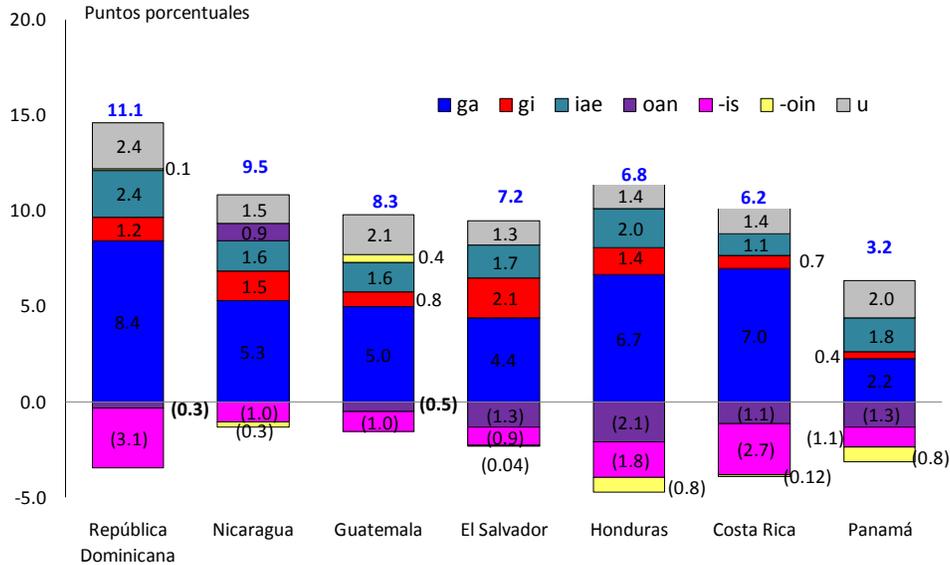
Con relación al margen de intermediación, a partir de una extensión del estudio realizado por Marroquín y Herrera (2011) siguiendo una metodología recomendada por la SECMCA para desagregar los componentes del margen de intermediación financiera, se estimó dichos componentes para el sistema financiero guatemalteco y para el resto de economías de países miembros del CMCA. Los principales componentes del margen de intermediación utilizados fueron los siguientes (Véase Gráfico 7.13):

- i) costo por gastos administrativos (ga);
- ii) costos por incobrables (gi);
- iii) costo por encaje, ponderado por tasa activa que está dejando de ganar (iae);
- iv) costo por otros activos netos, ponderados por lo que están dejando de ganar (oan);
- v) factor que reduce el margen como consecuencia de obtener ingresos por servicios (-is);
- vi) factor que reduce el margen como consecuencia de obtener otros ingresos (-oin); y
- vii) costo por la utilidad obtenida por el intermediario (u).

A partir de las estimaciones, se puede comprobar que el principal componente del margen de intermediación de entre los factores que lo expanden, fueron los gastos

administrativos, seguido de los costos por encaje, costos por gastos incobrables y las utilidades (Gráfico 7.13)<sup>11</sup>.

**Gráfico 7.13. Centroamérica y República Dominicana: Determinantes del Margen de Intermediación Bancario (Marzo de 2011)**



Fuente: Marroquín y Herrera (2011).

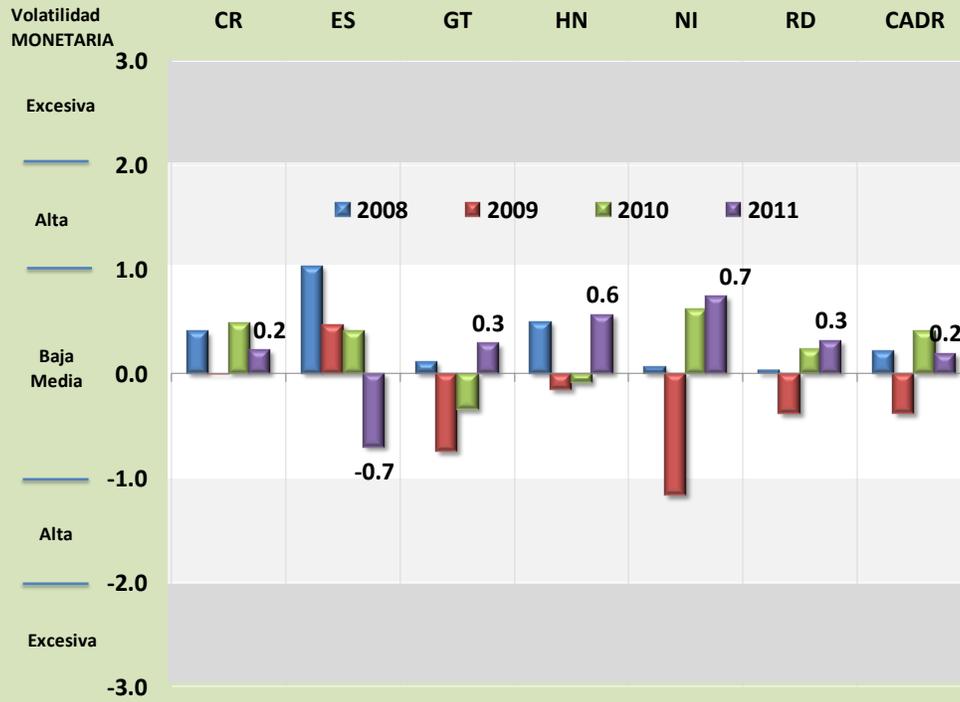
### Recuadro 7.2. Vulnerabilidad Monetaria

El sector monetario-financiero, como principal contraparte de la actividad real, es uno de los sectores macroeconómicos más estables en la región, con algunas excepciones, como se analizará más abajo. En el promedio regional, el índice de volatilidad monetaria está mostrando un riesgo bajo de vulnerabilidad, que se asocia con la estabilidad y supervisión del sistema financiero, y con las regulaciones y medidas de política monetaria y financiera adoptadas por los bancos centrales para blindar a los sistemas financieros de posibles amenazas externas.

La estabilidad del sistema financiero y monetario, se fundamenta, en parte, en la gestión de los bancos comerciales y demás sociedades de depósito, para ceñirse a los estándares internacionales de estabilidad financiera, que dieron por resultado un normal funcionamiento de los sistemas financieros antes, durante y después de la crisis financiera. En la actual crisis de deuda de las economías europeas, no existen elementos de análisis desde el punto de vista meramente financiero que hagan pensar que existe una situación de riesgo inminente en los sistemas financieros domésticos.

<sup>11</sup> El gráfico pertenece a una presentación en Power Point del estudio, y no al estudio mismo.

Gráfico 7.14. Centroamérica y República Dominicana: Vulnerabilidad Monetaria (2008 – 2011).



Fuente: Actualización propia con base en la metodología propuesta por la SECMCA.

La excepción es El Salvador, donde el sistema financiero aqueja un fenómeno de desintermediación a juzgar por la evolución de los depósitos y el crédito de las sociedades de depósito. Dichos indicadores estuvieron desacelerándose durante 2011. A pesar de los esfuerzos realizados por las autoridades responsables de la supervisión y regulación del sistema financiero, pareciera que son más fuertes los problemas extra-económicos que inciden sobre el normal desenvolvimiento de la labor de intermediación financiera, que factores fundamentales relacionados con la estabilidad macroeconómica y financiera de ese país. En el caso de Nicaragua, la volatilidad media que presentó su indicador durante 2011 está motivada por una expansión de los activos externos netos y del agregado monetario M3, situación que deberá continuar monitoreándose con el propósito de adelantar posibles riesgos de canalización a través del crédito de un sobrecalentamiento de esa economía.

## VIII. Perspectivas macroeconómicas regionales y principales retos para 2012.

### 8.1 La inflación regional será baja aunque volátil

Las metas y perspectivas de inflación definidas por los Bancos Centrales de la región, asumen, aunque no descartan el riesgo, que para 2012 se relajarán los choques externos que originaron en el pasado incrementos en los precios al consumidor, así como los efectos de segunda ronda en la estructura de precios. Los Bancos Centrales estarían apostando a alcanzar tasas de inflación menores que las observadas en 2011. Como promedio regional, se espera que la inflación regional se ubique en el rango de entre 4.4% – 5.9% en 2012 (6.3 en 2011) (Gráfico 8.1).

**Gráfico 8.1. Centroamérica y República Dominicana: Inflación Observada y Metas Pronósticos. (2011 – 2012)**



Fuente: Elaboración propia con base en estadísticas de SIMAFIR. Para El Salvador corresponde a pronósticos.

Los bancos centrales que se encuentran vinculados con la estrategia de metas de inflación son lo que poseen las perspectivas inflacionarias más bajas para 2012: Costa Rica (5.0% +/- 1 p.p.); Guatemala (4.5% +/- 1p.p.); y República Dominicana (5.0% - 6.0%). El Salvador, con un régimen dolarizado, espera converger a las inflaciones del principal socio comercial, en un rango entre 3.0 – 4.0%. Por su parte, Honduras y Nicaragua guardan la expectativa de presiones internas que mantendrían elevadas sus inflaciones. Adicionalmente, estas proyecciones fueron elaboradas en momentos de fuertes incrementos en las expectativas, por lo que muy probablemente, ambos bancos centrales, harán los correspondientes ajustes a la baja.

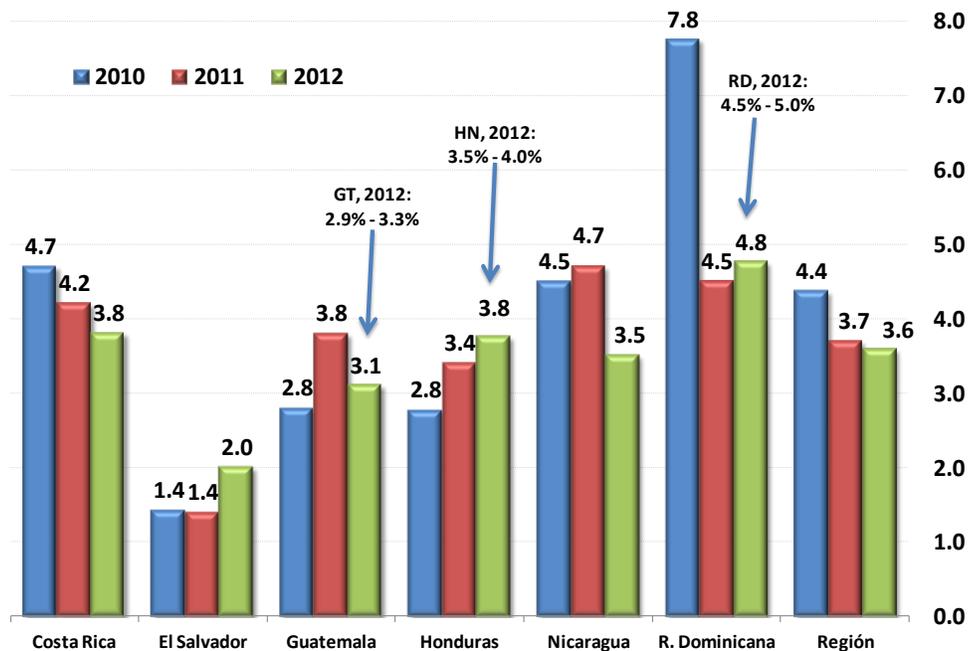
Uno de los factores que propiciaría una inflación baja y estable en 2012 está relacionado con el compromiso de las autoridades monetarias para ejercer modificaciones en sus

instrumentos de política; esto, con el objetivo de acercarse y obtener las respectivas metas de inflación en el mediano plazo. De hecho, las autoridades macroeconómicas, en cuenta las fiscales, gozan de muy buena reputación como resultado de la estabilidad macroeconómica que posee la región heredada desde la década de los 1990s. Adicionalmente, las perspectivas respecto de los precios internacionales de las principales materias primas, son de incrementos moderados, en particular, los precios de las bebidas y alimentos. Se ciernen algunas amenazas en torno al precio de los hidrocarburos como resultado de los posibles conflictos geopolítico-militares circundantes en algunos países productores y exportadores de petróleo, en particular, Irán.

### 8.2 El Crecimiento económico continuará comprometido

Con base en las perspectivas de crecimiento económico según los Bancos Centrales miembros del Consejo Monetario Centroamericano, se estima un crecimiento económico para Centroamérica y República Dominicana de 3.6% para 2012 (3.7% en 2011) (Gráfico 8.2). Los Bancos Centrales han revisado a la baja sus perspectivas de crecimiento económico, luego de que en el último trimestre de 2011 se conociera la elevada propensión de la zona euro de entrar en recesión y la lenta recuperación del crecimiento económico de los Estados Unidos. De acuerdo con el Banco Mundial, el crecimiento de los países en desarrollo –excluyendo China e India– sería de 3.8% para 2012 y de 4.5% para 2013 (4.4% en 2011). Según el Fondo Monetario Internacional, el crecimiento económico para América Latina sería de 3.6% en 2012 y 3.9% en 2013.

**Gráfico 8.2. Centroamérica y República Dominicana: Crecimiento Económico (2010 – 2012)**



Fuente: Elaboración propia con base en estadísticas de SIMAFIR e información de los Bancos Centrales.

Las perspectivas de crecimiento económico para 2012 están en función de la demanda externa, principalmente la proveniente del mercado estadounidense y europeo, las

remesas familiares, los ingresos por turismo, la formación de capital público y privado (doméstico y extranjero), el crédito de las otras sociedades de depósito al sector privado y la demanda intrarregional y doméstica, estas últimas, estimuladas por el consumo privado y público.

Respecto de la inversión extranjera directa y alianzas comerciales extrarregionales, la región posee vasta experiencia en la negociación de acuerdos comerciales y de inversión en forma conjunta habiendo establecido estándares armonizados de negociación. Esto ha contribuido a equilibrar los incentivos para la atracción de inversión extranjera de corto y largo plazo. Además, es importante reforzar la diversificación de los mercados, en particular sería conveniente explorar la posibilidad de entrar en negociación en forma conjunta con China, India y las economías grandes de América del Sur.

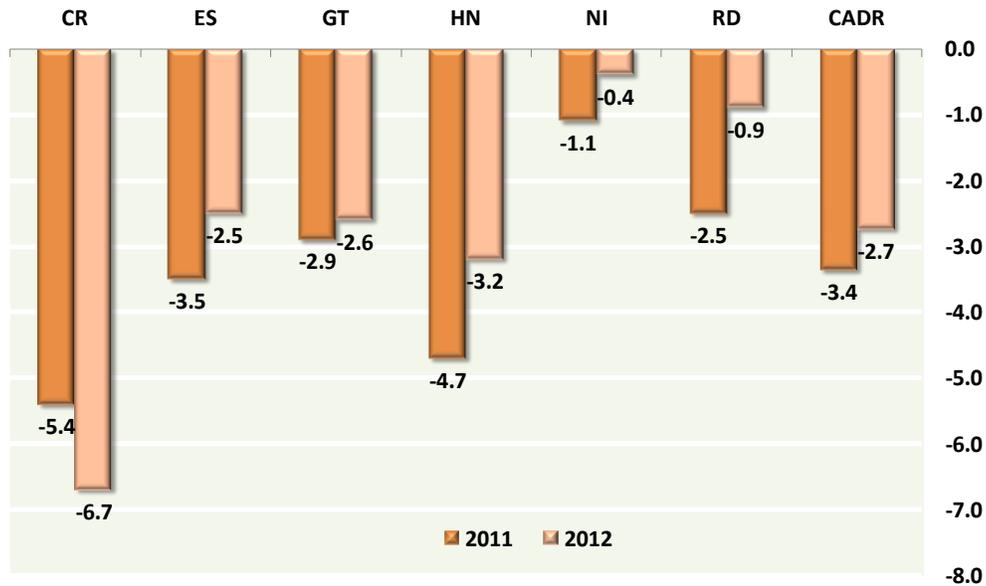
Otro elemento dinamizador lo constituyen las bajas tasas de interés en los mercados internacionales, lo cual ya ha comenzado a ser utilizado por el subsector de las otras sociedades de depósito. Éstas han comenzado a demandar empréstitos con sectores no residentes, lo cual ha constituido una fuente de fondeo para seguir otorgando crédito al sector privado y público.

Como resultado del esfuerzo de las autoridades monetarias para anclar las expectativas de inflación en el mediano plazo, se deduce una posible elevación del ingreso per cápita para 2012 de concretarse las menores tasas de inflación. Esto incentivaría el consumo y la inversión doméstica y regional.

### **8.3 Situación fiscal y externa continuarán vulnerables.**

Las perspectivas en torno al balance fiscal son de una reducción del déficit en el ámbito regional para 2012, lo cual es consistente con los esfuerzos de consolidación fiscal que continúan realizando los gobiernos centrales. El resultado fiscal de la región se estima en -2.7% para 2012 (-3.4% en 2011). A pesar de las reformas fiscales impulsadas y/o ejecutadas por varios gobiernos de la región, resulta difícil modificar la rigidez del presupuesto público e incrementar la carga tributaria. Las mayores y recurrentes necesidades de financiamiento interno de los gobiernos centrales mantienen relativamente altas las tasas de interés domésticas en moneda nacional y amenaza con vulnerar la sostenibilidad de la deuda pública. Estas restricciones ponen freno a la posibilidad de que la política fiscal pueda contribuir a estimular el crecimiento económico, en caso de verse afectada la región por la crisis de deuda.

**Gráfico 8.3. Centroamérica y República Dominicana: Resultado Fiscal (porcentaje del PIB; 2011 – 2012)**

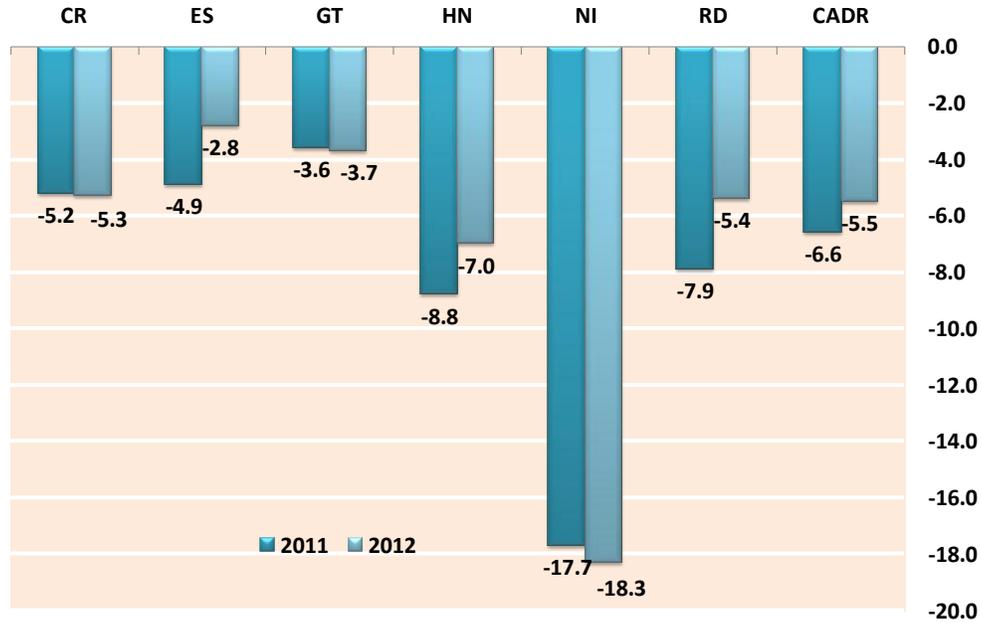


Para CR se refiere al Sector Público Global Reducido; para El Salvador al Sector Público No Financiero; y para el resto al Gobierno Central.

Fuente: Elaboración propia con base en estadísticas de SIMAFIR y Bancos Centrales.

El balance en la cuenta corriente de la balanza de pagos tendría un pequeño ajuste en 2012 como resultado, en parte, de las perspectivas de un menor volumen y valor de importaciones. No obstante, los precios de las materias primas han mostrado un patrón de elevada volatilidad, principalmente, en momentos de crisis, por lo que en términos prácticos, es posible que el déficit esperado en la cuenta corriente se ajuste al alza, reforzando las presiones a la depreciación de las monedas nacionales. El efecto neto sobre el valor externo de las monedas, estará en función del resultado en cuenta corriente y de lo que ocurra con el financiamiento vía inversión extranjera directa, capitales de corto plazo y empréstitos públicos y privados. Asimismo, será importante monitorear la política de acumulación de reservas internacionales que pudieran adoptar algunos bancos centrales, lo cual atenuaría la apreciación de las monedas que se deriva de los flujos de capitales de corto plazo, atraídos por las alzas en las tasas de interés domésticas.

**Gráfico 8.4. Centroamérica y República Dominicana: Déficit en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos (2011 – 2012)**

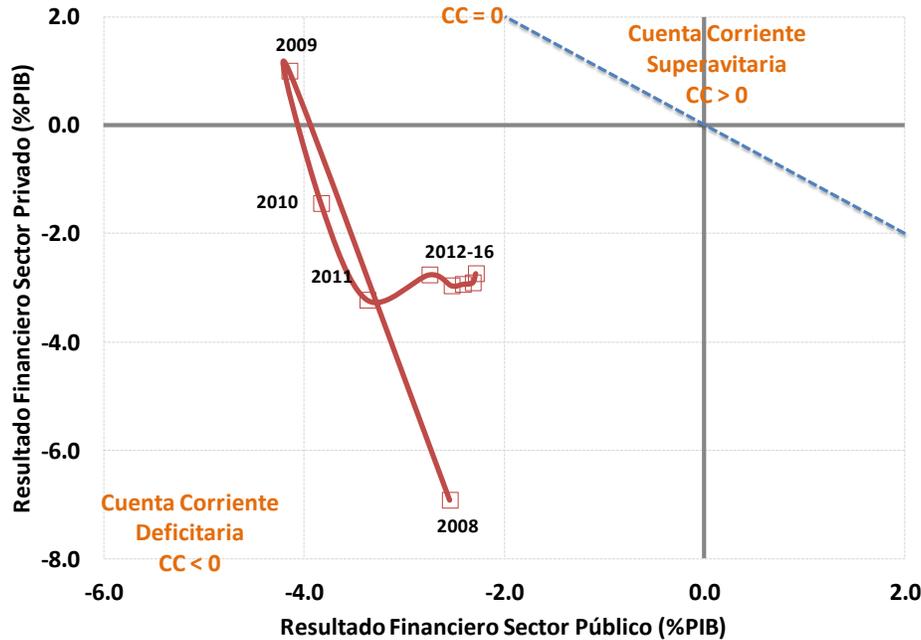


Fuente: Elaboración propia con base en estadísticas de SIMAFIR y Bancos Centrales.

#### 8.4 Mapa de Balances Financieros e Indicador Sintético de Vulnerabilidad

El mejor desempeño que ofrece el balance financiero del sector público, privado y externo (Gráfico 8.5), estaría sujeto a la volatilidad de los precios internacionales de las materias primas, a la fluctuación en las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, y a la suerte de las reformas tributarias impulsadas en los países de la región y demás medidas para la contención del gasto público.

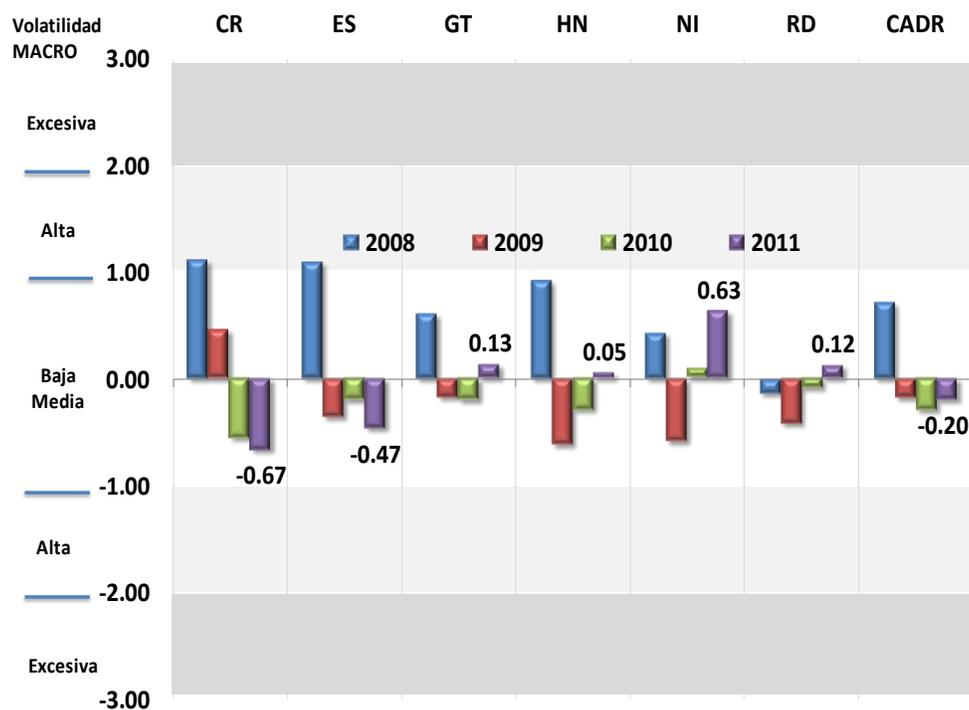
**Gráfico 8.5. Centroamérica y República Dominicana: Evolución del Balance Financiero del Sector Público, Privado y Externo. (2008 – 2016)**



Fuente: Actualización propia con base en el documento original de la SECMCA.

Respecto de la vulnerabilidad macroeconómica, de acuerdo con el índice de vulnerabilidad sintético, los países más susceptibles en la región son Costa Rica, Nicaragua y El Salvador. El origen de la vulnerabilidad en Costa Rica proviene de sus cuentas fiscales y externas, en tanto en El Salvador, el origen proviene por el fuerte y rápido deterioro de la intermediación bancaria de las otras sociedades de depósito y del detrimento en las cuentas fiscales. En Nicaragua, la volatilidad es elevada y se observa en las cuentas del sector real y monetario, lo cual podría anticipar un sobrecalentamiento de la economía. El resto de países, y la región en su conjunto, se mantienen en un rango de vulnerabilidad media y baja.

**Gráfico 8.6. Centroamérica y República Dominicana: Indicador Sintético de Vulnerabilidad (2008 – 2011).**



Fuente: Actualización propia con base en la metodología propuesta por la SECMCA.

### 8.5 Reflexiones finales

El análisis macroeconómico a través de indicadores de vulnerabilidad ha demostrado que el sector más preocupante en la región sigue siendo el sector fiscal. También fueron evidentes algunas amenazas en el sector real, principalmente, por la aceleración temporal observada en la inflación general que se desvaneció en la segunda mitad de 2011. Las amenazas de shocks de precios de alimentos y bebidas se han minimizado ante la ralentización del crecimiento económico en los mercados emergentes y en economías avanzadas. A estas expectativas favorables se contrapone la volatilidad en los precios de los hidrocarburos y su sensibilidad ante las amenazas de conflictos políticos y armados en torno a países productores y exportadores de petróleo.

La exacerbación de los desbalances fiscales en los países de la región pudiera conducir, como consecuencia más sobresaliente, a restricciones de financiamiento proveniente del resto del mundo y a un alza en los costos del financiamiento interno. Se sigue imponiendo como necesidad estructural la aprobación de reformas tributarias que aseguren un nivel superior de recaudación, acompañadas de procesos de consolidación y eficiencia del gasto público. También es importante monitorear el balance de las otras sociedades de depósito en lo referente a los activos con los gobiernos centrales, ya que un deterioro mayor de las finanzas públicas, impactaría la calidad de sus activos, constituyéndose en un factor de vulnerabilidad para la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

La imposibilidad de los sectores público y privado de generar ahorros en términos macroeconómicos, conduce a que la región deba enfrentar déficits crecientes en la cuenta corriente. Por su parte, la evidencia reciente ha dado muestras de que, en los países con sistemas cambiarios flexibles, los tipos de cambio real, se han apreciado sistemática y considerablemente, lo que deprime la rentabilidad de las exportaciones y genera un incentivo perverso para aumentar las importaciones de bienes y servicios.

Dada las amenazas del entorno internacional, principalmente las derivadas de la transmisión de la recesión económica en Europa al resto del mundo, el crecimiento económico se mantiene comprometido y podría afectar el desempeño del sector monetario y fiscal. Como medida contingente, sería recomendable que los gobiernos centrales de la región negocien deuda concesionaria con las instituciones financieras internacionales para asegurar los recursos que contribuyan a fortalecer el gasto social y la reconstrucción de infraestructura, esta última gravemente en riesgo ante la amenaza de eventos extremos derivados del cambio climático y otros de origen estrictamente natural.

Es importante reconocer los escasos avances en términos de productividad que han realizado los sistemas económicos; se identifican serios rezagos en materia de innovación, tecnología, infraestructura y estado de derecho. En particular, sobresale la baja calificación en productividad que reciben los países de la región debido al deterioro en la seguridad ciudadana.

Derivado de las amenazas de una profundización de la crisis de deuda en Grecia y su transmisión hacia el resto de economías de la Zona Euro y otras economías avanzadas, la región se vería afectada por el letargo en el crecimiento de las remesas familiares, los ingresos por turismo y la venta de servicios al exterior. El lento avance en la creación de empleos netos en los Estados Unidos, se transmite al flujo de remesas lo cual merma las posibilidades de una aceleración en el crecimiento económico regional. A estos factores deben sumarse las amenazas provenientes de los efectos adversos del cambio climático, la vulnerabilidad geofísica-social de los espacios urbanos y rurales de los países, y la escasa preparación en términos de respuesta y rezago en infraestructura blindada para hacer frente a estos desafíos siconnaturales.

## Bibliografía

Espinoza V., Eduardo (2011). *Estimación del Parámetro de Suavizamiento del Filtro Hodrick-Prescott para el IMAE Regional*. Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano. San José, Costa Rica. Notas Económicas Regionales No. 49, noviembre.

Fondo Monetario Internacional (2012). *Perspectivas de la economía mundial*. Washington D.C. Enero.

Iraheta Bonilla, José Manuel (2011). *Las Crisis y los Desequilibrios Macroeconómicos en Centroamérica y República Dominicana: Una Aplicación del Mapa de Balances Financieros (2008 – 2016)*. Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano. San José, Costa Rica. Notas Económicas Regionales No. 47, septiembre.

Iraheta Bonilla, José Manuel (2011). *Vulnerabilidad Macroeconómica en Centroamérica y República Dominicana en Tiempos de Crisis*. Documento de Trabajo SECMCA 01-2011. Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano. San José, Costa Rica. Diciembre.

Magnusson Bernard, Kristin (2011). *International Reserve Adequacy in Central America*. Fondo Monetario Internacional. Washington, DC. WP/11/144.

Marroquín Fernández, Pablo Antonio y Oscar Leonel Herrera Velásquez (2011). *Guatemala: Impacto del Encaje Legal en el Margen de Intermediación Financiera*. Guatemala. Junio.

Organisation for Economic Co-operation and Development (2011). *Economic Outlook. General Assessment of the Macroeconomic Situation. Volume 2011/2*

Organisation for Economic Co-operation and Development (2008). *OECD System of Composite Leading Indicators*. Noviembre.

Secretaría de Integración Económica Centroamericana (2011). *Boletín Estadístico Mensual No. 3. Centroamérica: Comportamiento Mensual del Comercio Exterior*. Unidad de Estadísticas. Dirección de Planificación, Estudios y Políticas.

The World Bank (2012). *Global Economic Prospects. Uncertainties and Vulnerabilities*. Washington, D.C. Volume 4. January.

World Economic Forum (2012). *Global Risks 2012. Insight Report*. Seventh Edition. Geneva, Switzerland.

## **Anexos**

# 2011

**Consejo Monetario Centroamericano**

Secretaría Ejecutiva



## **Matriz de Principales Medidas de Política Macroeconómica**

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
			<b><u>1. POLITICA CAMBIARIA</u></b> <sup>12</sup>			
<b>1.1 RÉGIMEN CAMBIARIO</b>	Sistema de banda móvil.	Tipo de Cambio Fijo. La Ley de Integración Monetaria (LIM) fijó a partir del 1/1/2001 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 ( <i>crawling-peg</i> ) consistente con una devaluación anual del 5 por ciento.	Sistema flexible de libre convertibilidad.
<b>1.2 POLÍTICA DE PARTICIPACION EN EL MERCADO CAMBIARIO (Regla o discreción)</b>	<p>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).</p> <p>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.</p>	No existe.	<p>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%.</p> <p>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</p>	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.	<p>El BCN compra y vende dólares de EUA y euros por córdobas solamente al Gobierno y a los bancos y sociedades financieras registradas en el BCN, sin limitación alguna en cuanto al monto y sin necesidad de declarar el origen o el destino de la divisa.</p> <p>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.</p>	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.

<sup>12</sup> 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 2011**

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
<b>1.3 TRANSACCIONES EN DIVISAS DEL SECTOR PÚBLICO NO BANCARIO.</b>	<p>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.</p> <p>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.</p>	<p>No hay restricciones para las operaciones en US dólares. Para otras divisas debe cubrirse el riesgo cambiario. Todo endeudamiento externo público requiere autorización de la Asamblea Legislativa.</p>	<p>fluctuación de 0.60%, el Banco de 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.</p> <p>Todas las transacciones en divisas, tanto en el país como en el exterior, deben efectuarse por medio del Banco Central.</p>	<p>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.</p>	<p>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 extranjera cobrándole igualmente una comisión del uno por ciento.</p>	<p>No hay restricciones. Las entidades públicas adquieren las divisas en el mercado libre.</p>

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
<p>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 vendidas, operaciones que se liquidan al mismo tipo de cambio que, para esos fines, fijó el Banco Central el día de la transacción.</p>					
<p>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.</p>					
<p>Las entidades del SPNB que requieran mantener divisas, deben solicitar la respectiva autorización al BCCR.</p>					

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

	<b>COSTA RICA</b>	<b>EL SALVADOR</b>	<b>GUATEMALA</b>	<b>HONDURAS</b>	<b>NICARAGUA</b>	<b>REP. DOMINICANA</b>
<b>1.4 COLOCACIÓN DE TÍTULOS DEL BANCO CENTRAL EN MONEDA EXTRANJERA</b>	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.
<b>2. POLITICA MONETARIA</b>						
<b>2.1 OBJETIVO FINAL DE LA POLITICA MONETARIA</b>	Estabilidad interna y externa de la moneda nacional.	No hay política monetaria, por tanto no hay objetivo final.	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.
<b>2.2 ESTRATEGIA DE POLITICA MONETARIA</b>	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.
<b>2.3 TASA LIDER DE POLÍTICA MONETARIA (TPM).</b>	<p>A partir del 1º de junio de 2011 el BCCR definió como Tasa de Política Monetaria (TPM) el indicador "que utiliza el Banco Central de Costa Rica como referencia para conducir el costo de las operaciones a un día plazo en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL) dentro de un corredor formado por las tasas de interés de sus facilidades permanentes de crédito y de depósito en este mercado". En tal sentido ubicó la TPM en 5% anual.</p> <p>Definió el nivel de tasa de interés de la facilidad permanente de crédito a un día plazo del BCCR en el MIL como la TPM más 100 puntos base; y el nivel de la tasa de interés de facilidad permanente de depósito a</p>	No posee política monetaria.	<p>De acuerdo con el proceso de consolidación del Esquema de Metas Explícitas de Inflación y de modernización, desarrollo y profundización del mercado de valores; y de conformidad con los cambios a los procedimientos operativos de la política monetaria, a partir del 1 de junio de 2011, la Tasa de Interés Líder de Política Monetaria es una tasa de interés de referencia para la constitución de depósitos a 1 día plazo (overnight) de entidades financieras en el Banco de Guatemala.</p> <p>En marzo de 2011, la Junta Monetaria decidió elevar el nivel de la Tasa de Interés Líder de Política Monetaria en 25 puntos básicos, de 4.50% a 4.75%. En julio de 2011, aumentó en 25 puntos básicos hasta llegar a 5.0%. En septiembre de</p>	<p>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.</p> <p>El BCH decidió aumentar la TPM en 50 puntos básicos en septiembre de 2011 hasta ubicarla en 5.0%. Posteriormente en noviembre de 2011 aumentó otros 50 puntos básicos hasta dejarla en 5.5%.</p>	No hay.	<p>La TPM corresponde a la tasa de interés para depósitos "overnight".</p> <p>La TPM (tasa overnight) se mantiene en 4% desde septiembre de 2009.</p> <p>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.</p> <p>El BCRD modificó la tasa de política en febrero de 2011 en 1 punto porcentual, pasando de 5.0% a 6.0% anual. Posteriormente, la modificó en marzo en 25 puntos básicos, pasando de 6.0% a 6.25% anual. A finales de abril volvió a incrementarla en 50 puntos básicos, pasando de 6.25% a 6.75%. Desde</p>

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

	<b>COSTA RICA</b>	<b>EL SALVADOR</b>	<b>GUATEMALA</b>	<b>HONDURAS</b>	<b>NICARAGUA</b>	<b>REP. DOMINICANA</b>
	<p>un día plazo del BCCR en el MIL como la TPM menos 100 puntos base.</p> <p>Asimismo, el BCCR ofrece Operaciones Diferidas de Liquidez a un día, siete y catorce días para captar e inyectar liquidez en el MIL mediante subastas. La tasa de interés máxima que el BCCR reconocerá por las Operaciones Diferidas de Liquidez de captación a todos los plazos será la TPM; y la tasa de interés mínima que el BCCR aceptará por las Operaciones Diferidas de Liquidez de inyección a todos los plazos será la TPM.</p>		<p>2011, se incrementó en 50 puntos básicos hasta colocarse en 5.50%. En octubre y noviembre de 2011, la Junta Monetaria mantuvo el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 5.50%.</p>			<p>entonces no ha tenido modificaciones.</p>
<p><b>2.4 INSTRUMENTOS DE POLITICA MONETARIA</b> <b>2.4.1 POLÍTICA DE OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO</b></p>	<p>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).</p> <p>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".</p>	<p>No hay.</p>	<p>A partir del 1 de junio de 2011, conforme los cambios a los procedimientos operativos de la política monetaria, las Operaciones de Estabilización Monetaria se realizarán mediante los siguientes mecanismos:</p> <p>a) Operaciones de neutralización de liquidez:</p> <p>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,</p>	<p>- Política mediante colocación de Letras del Banco Central en subastas competitivas. Se realizan también operaciones con títulos del gobierno.</p> <p>- Instauración de las Facilidades Permanentes de Inversión y de Crédito para regular la liquidez diaria de los bancos comerciales.</p>	<p>Para evitar fluctuaciones inmoderadas en la liquidez de la economía y de acuerdo con los términos del correspondiente programa monetario anual, el BCN podrá emitir, vender, amortizar y rescatar valores 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 valores podrán emitirse en moneda nacional o extranjera.</p>	<p>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.</p> <p>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,</p>

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
<p>La Ley Orgánica del BCCR y la regulación relacionada establecen los siguientes lineamientos generales sobre las OMA:</p> <p>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.</p> <p>B. Las OMA pueden realizarse en moneda nacional o en moneda extranjera.</p> <p>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 directas.</p> <p>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 <math>\pm 200</math> puntos base que utiliza de acuerdo con la metodología establecida por el Comité de Gestión de Pasivos, aprobada por la Junta</p>		<p>por medio de subastas y de la facilidad permanente de neutralización de liquidez, al plazo de 1 día (overnight).</p> <p>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.</p> <p>iv) Ventanilla: mediante este mecanismo se realizarán captaciones con entidades del sector público. A partir del 1 de enero de 2012 no se realizarán operaciones con el público.</p> <p>b) 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:</p> <p>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 1 día (overnight).</p> <p>c) 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 estabilización monetaria, cuyos vencimientos sean mayores a un</p>		<p>Asimismo, estos valores serán libremente negociables por cualquier persona natural o jurídica, inclusive las entidades financieras. Podrán ser rescatados por el BCN, ya sea por compra directa a los tenedores, o en operaciones de mercado abierto.</p> <p>Los intereses devengados y los valores que no fueren cobrados dentro de los tres años siguientes a la fecha de su vencimiento, prescribirán a favor del BCN.</p> <p>El Banco Central podrá operar en el mercado secundario con valores emitidos por el Banco o por el Gobierno. Igualmente, podrá colocar o rescatar valores emitidos por el Gobierno actuando como agente financiero del mismo.</p>	<p>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.</p>

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

	<b>COSTA RICA</b>	<b>EL SALVADOR</b>	<b>GUATEMALA</b>	<b>HONDURAS</b>	<b>NICARAGUA</b>	<b>REP. DOMINICANA</b>
	<p>Directiva del BCCR.</p> <p>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.</p> <p>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.</p>		<p>año.</p> <p>d) Operaciones de mercado abierto: El Banco de Guatemala podrá realizar operaciones de mercado abierto en el mercado secundario de valores, mediante la negociación de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala de conformidad con lo establecido en el artículo 46 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala.</p>			
<b>2.4.2 POLÍTICA DE ENCAJES</b>						
<b>2.4.2.1 OBLIGACIONES PASIVAS SUJETAS A ENCAJE</b>	<p>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, 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.</p> <p>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</p>	<p>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 Sistema Financiero.</p>	<p>Todas las obligaciones pasivas en moneda nacional y extranjera, incluyendo las operaciones derivadas de fideicomisos en las que participe un Banco como fiduciario.</p>	<p>Todas las obligaciones pasivas en moneda nacional y extranjera, excepto las operaciones interbancarias y el endeudamiento externo.</p>	<p>Los pasivos financieros de los bancos y sociedades financieras con el público detallados en los siguientes rubros del Manual Único de Cuentas (MUC) aprobado por la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Depósitos a la vista</li> <li>- Depósitos de ahorro</li> <li>- Depósitos a plazo</li> <li>- Otros depósitos del público.</li> <li>- Obligaciones por bonos emitidos.</li> <li>- Obligaciones diversas con el público.</li> <li>- Acreedores por Operaciones de Valores con Opción de Recompra.</li> <li>- Acreedores por Operaciones de Reporto.</li> <li>- Operaciones con Instrumentos Financieros Derivados.</li> </ul>	<p>Todas las obligaciones pasivas en moneda nacional y extranjera, excepto las operaciones interbancarias y el endeudamiento externo.</p>

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
<p>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.</p>					
<p>La reserva de liquidez en moneda nacional debe ser invertida en su totalidad en títulos valores emitidos por el BCCR.</p>					
<p>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.</p>					
<p>A la fecha están sujetos a encaje legal los siguientes pasivos de entidades financieras:</p>					
<p>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 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.</p>					
<p>2. Los depósitos y obligaciones exigibles a plazo, incluidos aquellos originados en operaciones de venta de títulos con pacto de recompra a plazo.</p>					
<p>3. Las operaciones de captación de</p>					

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
<p>recursos realizadas habitualmente mediante fideicomiso o contratos de administración.</p> <p>Se exceptúan del requerimiento de encaje mínimo legal las siguientes operaciones:</p> <p>a) Los empréstitos externos,</p> <p>b) Los préstamos otorgados por el BCCR</p> <p>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.</p> <p>d) Los fideicomisos o contratos de administración que se constituyen exclusivamente y en forma limitada 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.</p> <p>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</p>					

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

	<b>COSTA RICA</b>	<b>EL SALVADOR</b>	<b>GUATEMALA</b>	<b>HONDURAS</b>	<b>NICARAGUA</b>	<b>REP. DOMINICANA</b>
	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.					
<b>2.4.2.2 TASAS DE ENCAJE</b>						
<b>A) MONEDA NACIONAL</b>	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.	La tasa del encaje obligatorio diario será del doce por ciento (12.00%) y la tasa del encaje obligatorio catorcenal será del quince por ciento (15.00%), para instrumentos en moneda nacional.	En noviembre de 2011, el BCRD modificó los encajes bancarios. El requerimiento de encaje legal de los Bancos múltiples será de 15.6%. Las asociaciones de ahorros y préstamos tendrán un encaje legal de 11.1%. Los Bancos de Ahorro y Crédito tendrán un encaje legal de 11.1%. Las corporaciones de crédito tendrán un encaje legal de 11.1%.
<b>B) MONEDA EXTRANJERA</b>	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 1 año, 15%.	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 de inversión en el BCH.	La tasa del encaje obligatorio diario será del doce por ciento (12.00%) y la tasa del encaje obligatorio catorcenal será del quince por ciento (15.00%) para instrumentos en moneda extranjera.	Tasa actual es de 20% sobre los pasivos de la banca múltiple.
<b>2.4.2.3 MODALIDAD DEL COMPUTO DEL ENCAJE</b>	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	Catorcenal.  La reserva de liquidez se calcula sobre los saldos promedio diarios de 14 días consecutivos anteriores al período de cumplimiento, iniciando	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	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	El encaje obligatorio será medido en dos períodos: Diario y Catorcenal.  El encaje obligatorio diario requerido para cada banco o sociedad financiera se calculará	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

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

	<b>COSTA RICA</b>	<b>EL SALVADOR</b>	<b>GUATEMALA</b>	<b>HONDURAS</b>	<b>NICARAGUA</b>	<b>REP. DOMINICANA</b>
	<p>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.</p> <p>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.</p> <p>El control del encaje contempla los siguientes elementos:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>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.</li> <li>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.</li> </ol>	<p>martes y finalizando el lunes.</p> <p>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.</p>	<p>número de días del mismo mes.</p>	<p>lo requerido. No hay restricción en su composición (caja o depósitos en el BCH).</p>	<p>multiplicando la base de cálculo del encaje legal por la tasa de encaje obligatorio diario de 12%.</p> <p>El encaje obligatorio catorcenal requerido para cada banco o sociedad financiera se calculará multiplicando su base de cálculo del encaje legal por la tasa de encaje obligatorio catorcenal de 15%.</p> <p>El encaje diario sólo será requerido en los días hábiles para el BCN. El período catorcenal comprende desde el lunes de una semana hasta el domingo de la semana subsiguiente.</p> <p>La base de cálculo del encaje diario y catorcenal será la misma, y se define como el promedio aritmético del saldo de las obligaciones sujetas a encaje de ese banco o sociedad financiera, correspondientes a los días hábiles para los bancos y sociedades financieras del período sujeto a medición.</p>	<p>intermediación financiera deberán calcular diariamente los requerimientos de encaje dispuestos para cada tipo de institución.</p>
<b>2.4.2.4 SANCIONES POR INCUMPLIMIENTO DEL ENCAJE</b>	<p>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</p>	<p>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</p>	<p>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</p>	<p>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</p>	<p>En caso de incumplimiento del encaje diario por más de dos días en una catorcena, sean estos continuos o discontinuos, el Superintendente de Bancos aplicará una multa a la respectiva entidad financiera, a partir del tercer desencaje diario observado y a los posteriores que se</p>	<p>Se aplica una multa equivalente a un décimo del uno por ciento por día sobre el monto de la deficiencia de encaje legal.</p>

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

	<b>COSTA RICA</b>	<b>EL SALVADOR</b>	<b>GUATEMALA</b>	<b>HONDURAS</b>	<b>NICARAGUA</b>	<b>REP. DOMINICANA</b>
	<p>entidad es insuficiente para cubrir el monto de la multa, se tramita la respectiva acción de cobro.</p> <p>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.</p>	<p>plan de regularización de conformidad con la Ley de Bancos. El Banco Central cobrará un cargo proporcional a la cantidad retirada del segundo tramo.</p>	<p>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.</p>	<p>financiero.</p> <p>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.</p>	<p>observaren.</p> <p>En caso de incumplimiento del encaje catorcenal, el Superintendente de Bancos aplicará una multa a la respectiva entidad financiera. Además de esta multa y mientras dure la deficiencia de encaje catorcenal, el Superintendente de Bancos podrá prohibir al banco o sociedad financiera de que se trate, efectuar nuevos préstamos e inversiones.</p>	
<p><b>2.5 FACILIDADES DE CRÉDITO DEL BANCO CENTRAL A INTERMEDIARIOS FINANCIEROS BAJO SU FUNCIÓN DE PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA</b></p> <p><b>2.5.1 CONDICIONES BAJO LAS CUALES SE PROPORCIONA ASISTENCIA FINANCIERA</b></p>	<p>La función de prestamista de última instancia es ejercida por el BCCR bajo los siguientes mecanismos:</p> <p><b>1- Crédito de redescuento.</b></p> <p>Es un financiamiento, otorgado a instituciones financieras supervisadas por la SUGEF para enfrentar problemas temporales de liquidez.</p> <p>Para acceder a este financiamiento se deben cumplir los requisitos que al respecto establece la Junta Directiva en las Regulaciones de Política Monetaria.</p> <p>- Estos préstamos son tramitados</p>	<p>Según artículo 49-A del Decreto Legislativo No.595 del 20/1/2011, se faculta al BCRES para que con recursos de organismos financieros internacionales o regionales, bancos centrales u otros estados, conceda créditos o cualquier forma de financiamiento de liquidez a los bancos, según lo determine su Consejo, para atender retiros de depósitos, únicamente en los siguientes casos: a) en caso de deterioro estructural de la liquidez de una o más instituciones, b) para prevenir situaciones de iliquidez general del sistema financiero, c) para restablecer la liquidez en caso de una crisis causada por una fuerte</p>	<p>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 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</p>	<p>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 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;</p>	<p>El BCN puede otorgar préstamos de última instancia destinados a resolver situaciones de liquidez de bancos comerciales de muy corto plazo.</p> <p>El BCN decidirá con entera independencia, la aceptación o el rechazo de cualquier documento o solicitud de crédito que se le presente.</p> <p>El Comité de Crédito será la instancia responsable de autorizar las solicitudes de crédito presentadas por los bancos comerciales y sociedades financieras en concepto de crédito overnight,</p>	<p>El BCRD puede otorgar créditos de última instancia a instituciones financieras con deficiencias temporales de liquidez, no ocasionadas por problemas de solvencia.</p>

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
<p>por la Comisión de Redescuentos y aprobados por esta última o por la Junta Directiva del BCCR.</p> <p><b>2- Línea de financiamiento especial para enfrentar requerimientos extraordinarios de liquidez.</b></p> <p>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.</p> <p>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".</p> <p>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.</p> <p>Para acceder a este financiamiento se deben cumplir los siguientes requisitos que al respecto se establecen en el correspondiente reglamento.</p> <p>- Estos préstamos son tramitados y aprobados por una Comisión integrada por el Presidente, el Gerente del BCCR y el Director de la</p>	<p>contracción del mercado y d) calamidad pública.</p> <p>Los términos de otorgamiento de estos créditos, deberán guardar armonía con la fuente de recursos.</p>	<p>respaldan el crédito.</p>	<p>dicha certificación deberá ser emitida en un plazo no mayor de dos (2) días hábiles.</p> <p>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.</p>	<p>Reportos y Asistencia Financiera, definidos como sigue:.</p> <p><b>Overnight:</b> Es un crédito en córdobas destinado exclusivamente a atender insuficiencias de liquidez de los bancos comerciales derivadas de los resultados de la Cámara de Compensación Interbancaria y/o de requerimientos de efectivo para cumplir con el encaje legal diario.</p> <p><b>Reportos de títulos valores emitidos por el BCN y MHCP:</b> Es un mecanismo de compra-venta de títulos valores bajo la modalidad de contratos utilizados como una operación de crédito en córdobas a corto plazo.</p> <p><b>La Asistencia Financiera:</b> Es una línea de crédito en córdobas destinada a resolver situaciones de iliquidez de corto plazo de los bancos comerciales y sociedades financieras.</p> <p>Adicionalmente, el BCN ofrece la Línea de Asistencia Financiera Extraordinaria (LAFEX), es una línea de crédito extraordinaria, autorizada</p>	

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
	<p>División de Activos y Pasivos del BCCR.</p> <p><b>3- Préstamos de emergencia.</b></p> <p>Mecanismo de financiamiento previsto para entidades financieras que se encuentren intervenidas por la SUGEF.</p> <p>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.</p> <p>- Estos préstamos son tramitados por la Administración del BCCR y aprobados por su Junta Directiva.</p>				<p>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%.</p> <p>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 máximo de endeudamiento con el BCN, el cual corresponde al 80% 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.</p>	
<b>2.5.2 MONTO MÁXIMO DEL CRÉDITO (% DEL CAPITAL Ó % DE LA GARANTÍA)</b>	- 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	No especificado.	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	El límite máximo de endeudamiento de los bancos y sociedades financieras con el BCN, será el 30% del patrimonio de la respectiva institución financiera, de	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

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
	<p>activos realizables de ésta.</p> <p>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.</p> <p>En el caso de la línea de crédito revolutivo, cada entidad financiera el monto máximo de financiamiento es la suma del equivalente, en 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.</p>			<p>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 (50%) del capital y reservas de capital, que no excedan el total del capital y reservas del capital de la institución solicitante.</p> <p>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.</p>	<p>conformidad al último balance general disponible remitido por la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras.</p>	<p>principal del préstamo.</p>
<b>2.5.3 GARANTÍAS</b>	<p>En el caso del crédito de redescuento, las garantías pueden ser:</p> <p>a) Documentos de crédito categoría A o B.</p> <p>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.</p> <p>c) Bonos de Estabilización Monetaria.</p> <p>d) Títulos del Gobierno Central.</p> <p>e) Títulos de entidades no</p>	<p>Según artículo 54 (DL 595 del 20/1/1/2011), si fuera necesario que un banco o una financiera a requerimiento del Banco Central y para garantizar obligaciones a su cargo, deberá constituir prenda sobre créditos de su pertenencia a favor del mencionado Banco Central, no será necesaria la entrega material de los títulos ni la notificación al deudor para la perfección del acto.</p>	<p>Garantía prendaria de créditos o hipotecaria.</p>	<p>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.</p> <p>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</p>	<p><b>Overnight:</b> La entidad deudora deberá constituir una garantía a favor del BCN equivalente al 110% del valor del crédito, sobre los activos que se detallan:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Efectivo</li> <li>- Valores desmaterializados del BCN (Letras y Bonos)</li> <li>- Letras desmaterializadas de Tesorería y Bonos desmaterializados de la República de Nicaragua, ambos emitidos por el MHCP</li> <li>- Certificados de Bonos de Pago de Indemnización (CBPI) desmaterializados.</li> </ul> <p><b>Reportos:</b></p>	<p>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.</p>

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
<p>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.</p> <p>f) Bienes inmuebles.</p> <p>En cuanto a la línea de financiamiento especial para 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.</p> <p>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.</p> <p>En el caso de los préstamos de emergencia, estos deben ser garantizados con valores en moneda nacional y extranjera emitidos por el</p>			<p>5%.</p> <p>Las garantías, una vez aplicados los descuentos, deberán ser iguales o superiores al monto del crédito otorgado, más los intereses que se causarán.</p>	<p>- 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).</p> <p><b>Asistencia Financiera:</b> se deberá constituir una garantía a favor del BCN equivalente al 125% del valor del crédito con los siguientes activos:</p> <p>- Efectivo; - Títulos valores estandarizados del BCN (Letras y Bonos del BCN); - Letras de Tesorería y Bonos de la República emitidos por el MHCP;</p> <p>- - 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.</p>	

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
	<p>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 (hábiles) al momento de aprobarse la línea de crédito.</p>					
<b>2.5.4 PLAZOS</b>	<p>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.</p> <p>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.</p> <p>El plazo de estos créditos se podrá prorrogar por una única vez y hasta por tres meses adicionales.</p> <p>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</p>	No especificado.	Plazo máximo de 30 días calendario, prorrogable por la mitad del plazo original.	<p>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.</p> <p>La FPC es overnight, prorrogable con castigo en tasa. Los acuerdos de recompra son hasta 6 días plazo, prorrogable sucesivamente hasta 45 días.</p>	<p><b>Línea Overnight:</b> Un plazo de 24 horas improrrogables.</p> <p><b>Reporto:</b> El plazo máximo de una operación de Reporto será hasta 7 días calendarios.</p> <p><b>Asistencia Financiera:</b> Será de hasta un máximo de treinta (30) días calendario por cada desembolso.</p>	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.

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
	solicitudes de prórroga.					
<b>2.5.5 TASAS</b>	<p>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 reguladas por la SUGEF, más 3 puntos porcentuales.</p> <p>En el caso de los préstamos concedidos mediante la línea de financiamiento especial para enfrentar requerimientos extraordinarios de liquidez el BCCR cobra:</p> <p>a) la tasa de política monetaria vigente al momento del desembolso más 5 puntos porcentuales en el caso de operaciones respaldadas con valores y</p> <p>b) la tasa vigente para el redescuento al momento del desembolso, en el caso de operaciones respaldadas con documentos de crédito.</p> <p>Los intereses se cobran en forma adelantada.</p>	No especificado.	Tasa de interés superior a la que en promedio aplique en operaciones activas el banco solicitante.	<p>Establecida por el Directorio del BCH.</p> <p>Para los créditos por insuficiencias de liquidez es equivalente a la tasa promedio de captación más 7.0 puntos porcentuales. En ningún caso 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 desenganche.</p> <p>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.</p> <p>Para los acuerdos de recompra es la aplicada a la FPC más dos (2) pp.</p>	<p><b>Overnight:</b> La tasa de interés anual del crédito Overnight corresponderá a la establecida libremente por el Comité de Crédito, la cual tendrá como piso la tasa de rendimiento promedio ponderada de las Letras del BCN de la última subasta competitiva disponible, más 100 puntos base. Adicional a la tasa de interés corriente, se cobrará una tasa de interés moratoria igual al 50% de la tasa de interés corriente pactada. <b>Reporto:</b> 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.</p> <p><b>Asistencia Financiera:</b> 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. La tasa de interés moratoria será igual a la tasa de interés corriente pactada, más un recargo</p>	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 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.

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

	<b>COSTA RICA</b>	<b>EL SALVADOR</b>	<b>GUATEMALA</b>	<b>HONDURAS</b>	<b>NICARAGUA</b>	<b>REP. DOMINICANA</b>
<b>2.5.6 NÚMERO DE CRÉDITOS QUE SE PUEDEN OTORGAR</b>	Se establece en términos del monto máximo de crédito y no del número de operaciones.	No especificado.	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.	del 50% de dicha tasa.  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.
<b>2.6 CREDITO DEL BANCO CENTRAL AL SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO</b>	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
<b>2.7 TRANSPARENCIA Y RENDICIÓN DE CUENTAS</b>						
<b>2.7.1 PUBLICACIÓN DE ACTAS DEL CONSEJO DIRECTIVO DEL BANCO CENTRAL</b>	No se publican las actas de las sesiones de Junta Directiva, pero sí sus acuerdos los cuales son	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	No se publican. Solo se publican las resoluciones del Directorio.	Se publica un informe mensual del comportamiento del índice de precios al consumidor.	No se publican. Se publican las resoluciones del Directorio y algunos Acuerdos de la Junta Directiva.

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

	<b>COSTA RICA</b>	<b>EL SALVADOR</b>	<b>GUATEMALA</b>	<b>HONDURAS</b>	<b>NICARAGUA</b>	<b>REP. DOMINICANA</b>
	documentos públicos.		<p>cuenta para modificar o mantener la tasa de interés líder de la política monetaria. Además se publican las resoluciones de la Junta Monetaria que tengan aplicación general, o que modifiquen la política monetaria, cambiaria y crediticia.</p> <p>Se publican todas las Actas del Comité de Ejecución.</p>			
<b>2.7.2 PUBLICACION DE INFORMES DE INFLACIÓN O DE POLÍTICA MONETARIA</b>	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 Monetaria Cambiaria y Crediticia la cual, a partir de 2012, tendrá una vigencia indefinida, aunque será revisada por lo menos una vez al año para que la misma tome en consideración los cambios relevantes en el entorno tanto interno como externo.	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.
<b>2.7.3 ENCUESTAS DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y MACROECONÓMICAS</b>	<p>Se aplica una Encuesta Trimestral de Perspectivas Económicas.</p> <p>Se realiza una Encuesta Mensual de Expectativas de Inflación y Variación Cambiaria.</p> <p>Se divulgan los resultados de ambas encuestas.</p>	<p>Semestralmente, es publicada en el sitio web del BCR.</p> <p>La encuesta semestral incluye además otras variables macroeconómicas.</p>	Mensual. Se divulgan los resultados el día 28 de cada mes.	Trimestrales. Se divulgan resultados.	La encuesta se inició en 2009 y se realiza con periodicidad trimestral. No se divulgan ampliamente los resultados, aunque si se distribuyen entre los empresarios colaboradores de la encuesta.	Mensual. La encuesta de expectativas se realiza a partir de 2007. Se divulgan resultados.
<b>2.7.4 POLITICA DE COMUNICACIÓN DEL BANCO CENTRAL AL PUBLICO</b>	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	Conferencias de prensa periódicas, comunicados, seminarios, y conferencias a distintas audiencias.	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	Comunicados mensuales de política monetaria y conferencias de prensa periódicas.

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

	<b>COSTA RICA</b>	<b>EL SALVADOR</b>	<b>GUATEMALA</b>	<b>HONDURAS</b>	<b>NICARAGUA</b>	<b>REP. DOMINICANA</b>
		"Informe de Rendición de Cuentas". Se publica en el sitio web del Banco Central.			de notas de prensa y atención de solicitudes de información a través de las oficinas de Relaciones Públicas y Acceso a la Información Pública.	
<b>2.7.5 PUBLICACIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS AUDITADOS</b>	Se publican con periodicidad semestral.	Según la modificación al artículo 5 de la ley del BCR (DL No.595 del 20/1/2011), los estados financieros deben ser elaborados teniendo en consideración los estándares internacionales y las prácticas adoptadas por otros bancos centrales y la obligación de publicarlos al menos tres veces al año.	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.	Son publicados los estados contables anuales auditados del Banco Central. Asimismo, se presentan los estados mensuales de situación financiera para ser publicados en la Gaceta, Diario Oficial.	Anualmente.
<b>2.7.6 PUBLICACIÓN FECHA DE DISCUSIÓN SOBRE TASA DE POLÍTICA MONETARIA</b>	No se publica.	No aplica.	Si, anualmente.	No.	No.	No.
<b>2.7.7 INFORME AL CONGRESO SOBRE EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA</b>	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.	Dentro de los tres primeros meses del año, el Presidente del BCN presenta al Presidente de la República el Informe Anual de la Institución, el cual debe ser publicado y contener al menos lo siguiente:  - Evaluación de la situación general del BCN y del cumplimiento de su programa monetario anual;  - Descripción y análisis de la política monetaria y cambiaria que ha seguido el Banco en el curso del año correspondiente, así como una descripción de la evolución económica y financiera del país.	No.

**3. IMPUESTO SOBRE TRANSACCIONES FINANCIERAS**

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
<b>3.1 TASA DE IMPUESTO S/ INTERESES DEVENGADOS (DEPÓSITOS EN BANCOS O VALORES PUBLICOS).</b>	8,0%	10%	10%	10%	10%	Exento.

**4. POLITICA FINANCIERA**

**4.1 GESTIONES DE  
FINANCIAMIENTO CON  
ORGANISMOS INTERNACIONALES**

En marzo de 2011 el FMI finalizó la segunda revisión del Programa Precautorio de 3 años con El Salvador.

En febrero/marzo de 2011 tuvo lugar la primera revisión del Acuerdo Precautorio de 18 meses con el FMI por aproximadamente US \$203 millones, aprobado en octubre de 2011.

En septiembre del 2011, el BCN suscribió con el BCIE la renovación de un contrato de línea de crédito para contingencias de liquidez por hasta US\$200 millones.

Es una línea de crédito con carácter revolvente y está compuesta por dos tramos de hasta US\$100 millones cada uno, los que podrán ser utilizados exclusivamente para uso del Fondo de Garantía de Depósitos de las Instituciones Financieras (FOGADE) en el cumplimiento de sus funciones y para uso del BCN en apoyo de la liquidez del sistema financiero. La renovación de esta línea, que tiene vigencia por un año a partir del 20 agosto 2011, se enmarca en el objetivo del BCN, de fortalecer la red de seguridad financiera del país.

Asimismo, en octubre del 2011 concluyó la séptima y última revisión del Programa Económico Financiero de Nicaragua, apoyado con recursos financieros del FMI a través del Servicio de Crédito Ampliado (SCA). Los desembolsos acumulados bajo el SCA durante el período 2007-2011 ascendieron a 78,000,000 DEG, equivalentes a US\$122,886,718.

En octubre de 2009, la República Dominicana y el FMI llegaron a un entendimiento para suscribir un Acuerdo Stand-By de 28 meses por un monto de US\$1,700 millones, con una duración de 28 meses. Para marzo de 2011 se habían hecho tres revisiones del Acuerdo Precautorio.

**MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA Y FINANCIERA PARA ATENUAR LOS EFECTOS ADVERSOS DE LA CRISIS DE DEUDA**

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

	COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
<b>5.1 Espacio de los Bancos Centrales para Adoptar Medidas de Política Monetaria y/o Financiera</b>	<p>Contrario a lo ocurrido en el contexto de la crisis del 2008-09, en esta oportunidad las acciones de política del BCCR estarán condicionadas a lo que suceda en materia fiscal y cambiaria. El objetivo primario del BCCR será velar por la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y para ello es fundamental que exista un contexto de sostenibilidad y solvencia fiscal. En efecto, si bien actualmente el gobierno se ha venido financiando mediante la colocación neta de bonos de deuda interna sin generar presiones al alza sobre las tasas de interés; lo cierto es que tampoco da espacio para bajarlas en caso de una eventual crisis externa que requiera la aplicación de medidas de política monetaria contracíclicas. Por otra parte, Costa Rica está la transición hacia una flotación cambiaria administrada, la cual daría mayor espacio para la aplicación de acciones de política monetaria y financiera que contribuyan a atenuar las consecuencias de una nueva crisis internacional.</p>	<p>a) Espacio de los propios bancos: Los bancos del sistema administran liquidez propia (autónoma, 3%) para cubrir operaciones de corto plazo. Esto es por la vía de disponibilidades. Manejan inversiones financieras (6%) que pueden convertir fácilmente en liquidez. Los bancos pueden usar los Tramos I y II de la Reserva de Liquidez, y acceder al tramo III con autorización del Banco Central.</p> <p>b) Espacio del banco central: i. Según reformas a la ley orgánica del Banco Central, éste puede sustituir activos de los bancos e instituciones del sistema financiero (incluidas cooperativas, sociedades de ahorro, seguros, fondos de pensiones y casas de bolsa) por documentos e inversiones propias (Art. 49); ii. El Banco Central tiene la facultad para conceder créditos o cualquier forma de financiamiento de liquidez a los bancos utilizando recursos externos para atender retiros de depósitos en las condiciones como lo estipula el Art. 49-A de su ley orgánica; iii. El Banco Central puede realizar operaciones de reporto con títulos emitidos por el Estado, por el Banco Central o por el Instituto de Garantía de Depósitos, con los fondos que para tal efecto le deposite el Estado, en los casos definidos en el Art. 49-B de su ley orgánica; iv. El Banco</p>	<p>La postura actual de la política monetaria es restrictiva, debido a que las expectativas de inflación de los agentes económicos se encuentran desancladas y a que persiste la necesidad de procurar que la trayectoria de la inflación converja a la meta de mediano plazo de 4% +/- 1 punto porcentual por lo que el espacio para aplicar una política monetaria expansiva es limitado. No obstante, ante la transmisión de la crisis de deuda por cualquiera de los dos canales (financiero o real), el Banco Central podría considerar reducciones en la tasa de interés líder hasta el punto en que las mismas no comprometan significativamente la convergencia a la meta de inflación de mediano plazo. Asimismo, implementaría los mecanismos de provisión de liquidez con los que cuenta.</p>	<p>A diferencia de la crisis financiera de 2008, la cual se caracterizó por el endurecimiento de las líneas de crédito externas, la actual crisis de deuda se gesta en una situación de mucha liquidez en el mercado internacional de capitales y el problema radica en la confianza. En ese sentido, el BCH se mantiene expectante al contexto externo al mismo tiempo que continúa fortaleciendo el marco de política monetaria y cambiaria. Para el caso, con la flexibilización de la política cambiaria se genera una mayor independencia de la política monetaria, al mismo tiempo que se cuenta con una variable de ajuste ante la posible turbulencia en los flujos corrientes y de capital. Adicionalmente, el BCH ha conducido a una política monetaria activa que permite, además del control de los precios internos, salvaguardar una posición externa favorable para hacerle frente a las turbulencias que podría generar la actual crisis de deuda. Bajo este contexto durante septiembre y noviembre se incrementó la Tasa de Política Monetaria (TPM) en cincuenta puntos básicos en cada ocasión, para ubicarla en 5.50%. La medida busca ajustar el rendimiento real de las inversiones en moneda nacional, con el propósito de proteger el ahorro doméstico y salvaguardar la posición externa internacional, ante un entorno internacional incierto. Asimismo, se ampliaron las opciones de inversión en Letras del Banco</p>	<p>a) El objetivo fundamental del Banco Central es la estabilidad de la moneda nacional y el normal desenvolvimiento de los pagos internos y externos, atendiendo este objetivo el BCN determina y ejecuta la política monetaria y cambiaria del país.</p> <p>b) En este marco, el BCN tiene facultades para contraer directamente obligaciones derivadas de préstamos internacionales con el propósito de fortalecer la estabilidad monetaria y cambiaria y el desarrollo institucional del Banco. En estos casos, el Banco Central será responsable de presupuestar y efectuar los pagos correspondientes con sus propios recursos. En tanto, el Banco, mediante acuerdo presidencial, podrá suscribir créditos en representación del Gobierno de la República en su carácter de agente financiero del mismo.</p> <p>c) En cuanto al crédito al sistema financiero, se establece que ante dificultades transitorias de liquidez, el Banco Central podrá conceder a los bancos y sociedades financieras préstamos o anticipos como apoyo para enfrentar estas dificultades por un plazo máximo de treinta (30) días, con garantía de valores y otros activos.</p> <p>d) En cuanto a crédito al Gobierno, el BCN no podrá conceder crédito directo o indirecto al Gobierno de la República para suplir deficiencias de sus ingresos presupuestarios, no podrá</p>	<p>El BCRD cuenta con distintos instrumentos consuetudinarios para hacer política monetaria, ergo TPM, tasa de encaje, OMA, operaciones cambiarias, etc. Si existiera la necesidad de implementar una política expansiva, el BCRD puede reducir su TPM, reducir su encaje, vender RIN, recomprar sus letras o una combinación de esos instrumentos. En caso inverso, también es posible en la coyuntura actual contraer mediante los instrumentos antes mencionados.</p> <p>En noviembre de 2011 el BCRD emitió el Instructivo para Disminuir el Coeficiente de Encaje Legal Aplicado a las Entidades de Intermediación Financiera en Moneda Nacional. El instructivo establece los montos liberados para cada tipo de institución: Banca múltiple RD\$5,895.9 millones, Asociaciones de Ahorro y Préstamo RD\$1,156.6 millones, Banco de Ahorro y Crédito RD\$188.9 millones y Corporaciones de crédito RD \$26.8 millones. El instructivo establece el destino del crédito por tipo de institución: Bancos múltiples crédito para adquisición de vivienda, préstamos personales y de consumo, y para sectores productivos como el agropecuario, industria manufacturera local, construcción, micro, pequeña y mediana empresa. El requerimiento de encaje legal de los Bancos múltiples será de 15.6%. Las asociaciones de ahorros y préstamos destinarán los recursos liberados a</p>

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA	
	<p>Central podrá otorgar financiamiento al Instituto de Garantía de Depósitos para los propósitos establecidos en el Art. 179 de la Ley de Bancos.</p> <p>Adicionalmente, se cuenta con una Estrategia de Liquidez del Banco Central que establece límites de endeudamiento del Banco Central, un perfil de maduración de vencimientos de títulos, renovación de vencimientos de títulos y líneas de crédito externas y el diseño de una política integral de liquidez (PIL). La PIL está constituida por el fortalecimiento de la normativa prudencial para el manejo adecuado de liquidez de las instituciones, un fondo de liquidez, las funciones en el marco de prestamista de última instancia y el desarrollo del mercado interbancario.</p>		<p>Central de Honduras en instrumentos más líquidos; es decir con menores plazos y siempre bajo el mecanismo de emisión por tramos, medida encaminada a absorber una mayor cantidad de recursos. A su vez, se ampliaron los montos anunciados en las subastas de valores del BCH buscando una mayor colocación.</p>	<p>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.</p>	<p>otorgar préstamos hipotecarios para la vivienda; el encaje legal será de 11.1%. Los Bancos de Ahorro y Crédito podrán destinar los recursos liberados a préstamos personales y de consumo, y para sectores productivos; el encaje legal será de 11.1%. Las corporaciones de crédito podrán destinar los recursos liberados a préstamos personales y de consumo y sectores productivos; el encaje legal será de 11.1% para dichas instituciones.</p>	
<p><b>5.2 Instrumentos y/o medidas de política monetaria y/o financiera contingentes y complementarios</b></p>	<p>El BCCR ha venido adoptando acciones concretas de carácter contingente para blindar el sistema financiero, ya que subsidiariamente el banco central debe velar por el robustecimiento, solidez, estabilidad y competencia del sistema financiero nacional.</p> <p>Eventualmente, el BCCR podría recurrir a suscribir convenios de tipo Stand By con el FMI y el FLAR, para contar con el blindaje financiero que requería enfrentar de nuevo una crisis.</p>	<p>i) Líneas de crédito externo contingentes; por ejemplo, un acuerdo Stand-By con el FMI permitiría acceder a recursos por cerca de US \$800 millones para atender corridas de depósitos del sistema bancario; y ii) Implementación del Sistema Financiero para Fomento al Desarrollo, constituido por el Banco de Desarrollo de El Salvador, el Fondo de Desarrollo Económico y el Fondo Salvadoreño de Garantías.</p>	<p>Dado lo anterior, el Banco Central tendría tres medidas por adoptar: i) una política monetaria flexible; ii) aseguramiento de niveles adecuados de liquidez al mercado; iii) el fortalecimiento de la posición externa del país. La experiencia con estas tres medidas en 2009 fue: una reducción de 275 puntos básicos en la tasa de interés líder de política monetaria; la flexibilización moderada y temporal del cómputo del encaje bancario, inyección de liquidez en dólares mediante operaciones de reporte, la redención anticipada de depósitos a</p>	<p>Bajo el marco legal vigente, 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. Adicionalmente, el BCH cuenta con la ventanilla de facilidades permanentes de crédito (FPC) y los Acuerdos de Recompra (reportos), los cuales permiten el fondeo overnight y a seis días, respectivamente, sujeto a la firma de un convenio con el BCH. Por su parte, actualmente se cuenta</p>	<p>a) Flexibilización de las condiciones del “overnight”, crédito en córdobas destinado exclusivamente a atender insuficiencias de liquidez</p> <p>de los bancos comerciales derivados de los resultados de la Cámara de Compensación Interbancaria;</p> <p>b) Se ofrece asistencia financiera a los bancos comerciales y sociedades financieras en calidad de línea de crédito en córdobas destinada a resolver situaciones de iliquidez de corto plazo a un plazo</p>	<p>En la actualidad hay espacio para la adopción de políticas heterodoxas y utilizar los instrumentos tradicionales de forma creativa. En 2009, el BCRD implementó una política monetaria expansiva, por lo que, entre febrero y mayo de ese año, redujo el encaje legal de los intermediarios financieros condicionado al financiamiento de actividades productivas tales como el agropecuario, manufactura local, construcción, adquisición de vivienda y actividades de las MIPYMES, siendo ésta una medida</p>

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
<p>El 5 de diciembre entró en vigencia el Reglamento de Instrumentos Contingentes de Provisión de Liquidez por parte del BCCR, cuyo objetivo es poner a disposición de los participantes del Sistema Financiero Nacional instrumentos crediticios contingentes de provisión de liquidez, que les permita atender faltantes sistémicos extraordinarios de liquidez. Para ello, se constituyó una Comisión para Operaciones Contingentes de Liquidez con una vigencia de doce meses, prorrogables por períodos similares. Los instrumentos de crédito que se ponen a disposición de los participantes del SFN son dos: i. Facilidad de crédito contingente en moneda nacional y extranjera, disponibles para los participantes en el MIL; y ii. Línea de crédito para atender faltantes sistémicos de liquidez en moneda nacional y extranjera, para las entidades supervisadas por la SUGEF.</p> <p>Las condiciones de la facilidad de crédito son las siguientes: Las garantías pueden ser valores emitidos por el BCCR o el MH en MN o ME, títulos emitidos por instituciones autónomas, títulos emitidos por gobiernos soberanos con calificación AAA o del gobierno de los EEUU; Los plazos oscilan en colones entre 2 y 90 días, y en dólares entre 1 y 90 días; La tasa de interés en colones es la básica pasiva más un margen entre 600 y 1,100 puntos básicos, y en dólares, la tasa de interés activa del SFN más un margen entre 100 y 300 puntos</p>		<p>plazo constituidos en el Banco de Guatemala; operaciones de compra de Bonos del Tesoro en poder de las entidades bancarias; y la suscripción de un acuerdo <i>Stand-By</i> de carácter precautorio con el FMI, que permitió al Banco Central contar con un monto de recursos contingentes en Derechos Especiales de Giro DEG) equivalentes a alrededor de US\$935.0 millones para apoyo de la balanza de pagos.</p>	<p>con un Acuerdo Stand By y Servicio de Crédito Stand-By a 18 meses con el Fondo Monetario Internacional, acuerdo aprobado el 1 de octubre de 2010 por un monto de DEG129.5 millones (alrededor de US\$202.1 millones), mismos que con las revisiones trimestrales se han puesto a disposición del país; sin embargo, se continúa dando un carácter precautorio al acuerdo.</p>	<p>máximo de treinta (30) días calendario;</p> <p>c) Reducción de la tasa de encaje obligatorio;</p> <p>d) Redención neta de títulos valores emitidos por el BCN acorde con la política de reducción de deuda interna de la Autoridad Monetaria;</p> <p>e) Contratación de línea de crédito extraordinaria con el BCIE;</p> <p>f) Seguimiento y control por parte de la Superintendencia de Banco e Instituciones Financiera a los Bancos Comerciales.</p>	<p>heterodoxa que tuvo los resultados esperados en el corto plazo. Para 2012 se iniciará formalmente la implementación de una estrategia de metas de inflación.</p>

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
<p>básicos.</p> <p>Las condiciones de la línea de crédito para atender faltantes sistémicos de liquidez son: Línea de crédito revolutivo en MN y ME para entidades supervisadas por la SUGEF; Las garantías pueden ser valores emitidos por el BCCR o el MH en MN o ME, títulos emitidos por instituciones autónomas, títulos emitidos por gobiernos soberanos con calificación AAA o del gobierno de los EEUU, valores individualizados emitidos por el BCCR o el MH en MN o ME, documentos de crédito clasificados en categorías A1 y A2; El monto del crédito varía dependiendo del tipo de garantía, para títulos estandarizados del MH y BCCR hasta el 90%, títulos valores individualizados de ambas instituciones hasta el 80%, valores emitidos por instituciones autónomas hasta el 90%, títulos emitidos por gobiernos soberanos con calificación AAA o del gobierno de los EEUU hasta el 90% y documentos de crédito hasta el 70% del saldo pendiente de pago; El plazo máximo de la línea de crédito será de tres meses; y podrá ser prorrogada por tres meses adicionales a solicitud, y las veces que sea necesario durante un año previa autorización de la Comisión; La tasa de interés para operaciones en MN dependerá del tipo de colateral y tiene como referencia la tasa básica pasiva más un rango de entre 650 y 1,350 puntos básicos, para las operaciones en ME, varía</p>					

**MATRIZ DE PRINCIPALES POLITICAS MACROECONÓMICAS  
EN CENTROAMERICA Y REPÚBLICA DOMINICANA VIGENTES A DICIEMBRE DE 2011**

---

COSTA RICA	EL SALVADOR	GUATEMALA	HONDURAS	NICARAGUA	REP. DOMINICANA
------------	-------------	-----------	----------	-----------	-----------------

---

por tipo de colateral y tiene como referencia la tasa de interés activa en ME del SFN más un rango que oscila entre 150 y 550 puntos básicos. El interés moratorio es de 4% adicional a la tasa pactada.

