Documento de Trabajo SECMCA-02-2025

Regímenes monetarios y cambiarios en Centroamérica y República Dominicana: transmisión de la política monetaria

Wilfredo Díaz Cruz
Luis Ortiz Cevallos
Juan Quiñonez Wu

Secretaría Ejecutiva

San José, Costa Rica

Documento de Trabajo

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 2, marzo 2025

Monetary and exchange rate regimes in Central America and the Dominican Republic: monetary policy transmission

Wilfredo Díaz Cruz
wdiaz@secmca.org

Luis Ortiz Cevallos
lortiz@secmca.org

Juan Quiñónez Wu
jquinonez@secmca.org

Abstract

Central banks in the CARD region have used their benchmark interest rate as one of their main monetary policy instruments, seeking to smooth economic cycles and maintain price stability. However, it is important to consider two fundamental factors to understand the role of this instrument in the region: first, monetary policy schemes differ among countries, some have adopted an inflation targeting scheme (Guatemala, Costa Rica, Dominican Republic), others have opted for monetary/exchange rate anchors (Honduras, Nicaragua) and others have even opted for dollarization (El Salvador). Second, the monetary policy decisions of other economies, such as the United States, also have an impact on the region's macroeconomic performance. In this context, it is valuable to analyze the effects of changes in reference rate, both domestically and abroad, identifying the main transmission channels and quantifying their impact on the dynamics of various macroeconomic variables, with emphasis on the behavior of credit granted by commercial banks in the region.

Keywords: Inflation, transmission channels, monetary policy framework.

Documento de Trabajo

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 2, marzo 2025

Regímenes monetarios y cambiarios en Centroamérica y República Dominicana: transmisión de la política monetaria

Wilfredo Díaz Cruz
wdiaz@secmca.org

Luis Ortiz Cevallos
lortiz@secmca.org

Juan Quiñónez Wu
jquinonez@secmca.org

Resumen

Los bancos centrales en la región CARD han utilizado su tasa de interés de referencia como uno de sus principales instrumentos de política monetaria, buscando a través de esta suavizar los ciclos económicos y mantener la estabilidad de precios. No obstante, es importante considerar dos factores fundamentales para comprender el papel de este instrumento en la región: primero, los esquemas de política monetaria son distintos entre países, en algunos se ha adoptado un esquema de metas de inflación (Guatemala, Costa Rica, República Dominicana), en otros se ha optado por anclas monetarias/cambiarias (Honduras, Nicaragua) e inclusive se ha optado por la dolarización (El Salvador). En segundo lugar, las decisiones de política monetaria de otras economías, como la de Estados Unidos, también tienen incidencia en el desempeño macroeconómico de la región. En este contexto, es valioso analizar los efectos de los cambios en la tasa de referencia, tanto a nivel nacional como externa, identificando los principales canales de transmisión y cuantificando su impacto en la dinámica de diversas variables macroeconómicas, con énfasis en el comportamiento del crédito otorgado por los bancos comerciales en la región.

Palabras claves: Inflación, canales de transmisión, esquema de política monetaria.

Introducción

Los bancos centrales se dedican a suavizar los ciclos económicos, mantener la estabilidad de precios y velar por la estabilidad financiera. Para cumplir con estas actividades, utilizan diferentes herramientas, definidas en su esquema de política monetaria. Por lo general, una de estas herramientas es la tasa de interés de referencia, que sirve como una señal para los mercados financieros sobre la trayectoria deseada del costo del dinero según la postura expansiva o contractiva de la política monetaria, lo que afecta las decisiones de consumo e inversión de los agentes económicos. Estas decisiones inciden en los diferentes agregados macroeconómicos, en especial en el nivel de precios y en la actividad productiva.

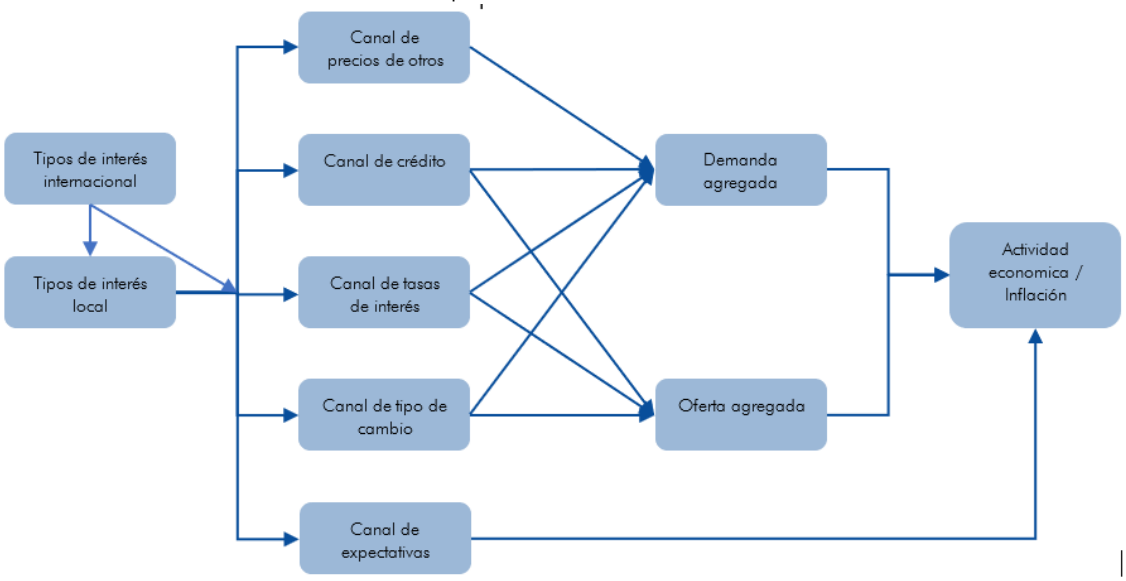
Un aspecto fundamental para considerar en la región CARD es que los esquemas de la política monetaria son distintos en cada economía, adecuándose a las condiciones idiosincráticas de cada caso. Díaz (2023) describe los distintos esquemas monetarios utilizados por los países de la región de Centroamérica y República Dominicana (CARD), de la siguiente forma: De los seis países de la región, tres de ellos han adoptado *de jure* un esquema de metas de inflación[1] (Guatemala, Costa Rica y República Dominicana), mientras que Honduras y Nicaragua han mantenido desde la década de los años noventa esquemas de anclas monetarias y/o cambiarias[2]. Mientras que en El Salvador desde el año 2000 se implementa un esquema de tipo de cambio fijo, utilizando el dólar de Estados Unidos de América como moneda de curso legal.

Respecto a lo anterior, resulta útil conocer las vías por las cuales la política monetaria, tanto nacional como externa, tiene efectos sobre diferentes variables macroeconómicas. La Figura 1 muestra los canales de transmisión de la política monetaria que tradicionalmente son estudiados. Los bancos centrales pueden realizar cambios en la tasa de interés de referencia que provocan cambios en las tasas de interés del mercado financiero (canal de tasas de interés) y/o afectar la colocación de nuevos créditos (canal de crédito), afectando la liquidez y las decisiones de inversión de los agentes económicos de manera tal que se logre un objetivo como suavizar el ciclo económico, moderar el comportamiento de los precios o del tipo de cambio.

[1] Bajo este esquema se anuncia al público en general metas explícitas de inflación para un período de tiempo determinado, incidiendo así en la formación de expectativas de precios.

[2] Los esquemas basados en metas cambiarias implican que el Banco Central restringe el comportamiento del tipo de cambio bajo ciertos parámetros, por ejemplo, una depreciación determinada. Lo anterior significa que el ancla nominal es el tipo de cambio por medio del cual se incide en las expectativas de precios (inflación). Respecto a los esquemas basados en metas monetarias, conlleva a que los bancos centrales utilicen sus instrumentos de política, como las tasas de interés, para controlar los agregados monetarios, y a través de ellos incidir en la inflación.

Figura 1: Canales de transmisión de la política monetaria



Fuente: Elaboración propia basado en Banco de México (2016)

Considerando lo anterior, en este documento se analizan los efectos y los canales de transmisión de la política monetaria de los países de la región de Centroamérica (Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua) y República Dominicana, a través de dos ejercicios: en el primero, se estima un panel SVAR bajo la metodología presentada en Pedroni (2013), y siguiendo las propuestas analíticas de las investigaciones realizadas por Castillo, Mora y Torres (2008) y Pérez-Forero (2016). En este ejercicio se analiza en conjunto toda la región (a excepción de El Salvador y Nicaragua[3]), a través de 6 variables con relación endógena ordenadas de la siguiente manera: Crédito otorgado por las Otras Sociedades de Depósito (OSD, banca) al sector privado, Depósitos de las OSD, tipo de cambio nominal moneda local/Dólar de EEUU (TCN), el tipo de interés activo de las OSD sobre nuevas operaciones de crédito (TIA), tipos de interés pasivo promedio de las OSD sobre nuevas operaciones de depósito (TIP), y se utiliza como proxy del tipo de interés oficial el tipo de interés sobre instrumentos de ahorro/inversión de corto plazo de 31 a 90 días (T3190) emitidos por los bancos centrales de la región[4], siendo esta última la variable mediante la cual se realizaran los choques y la cuantificación de sus respectivos efectos en conjunto para la región, permitiendo así identificar la preponderancia de los distintos canales de transmisión de la política monetaria (figura 1). Es importante mencionar que se utiliza la tasa efectiva de referencia de la FED como variable exógena, con la finalidad de capturar dentro del panel SVAR la incidencia que podría tener la política monetaria externa.

Por su parte, el segundo ejercicio, se enfoca únicamente en el canal del crédito con un análisis individualizado a nivel de país, donde se distinguen los efectos tanto de la política monetaria

[3] No se incluye en este análisis al Banco Central de El Salvador debido a que es una economía dolarizada. Tampoco se incluye a Nicaragua debido a que no posee un instrumento similar/comparable a sus pares de la región para analizar los canales de transmisión de la política monetaria.

[4] En Costa Rica son considerados como Depósitos Electrónicos a Plazo (DEP), en Guatemala se consideran valores subastados, en Honduras se consideran como Facilidades Permanentes de Inversión (FPI), y finalmente en República Dominicana se consideran subasta de cero cupón y letras del Banco Central. Se obtienen de las Estadísticas Monetarias y Financieras Armonizadas II (EMFAII).

doméstica como los de la política monetaria internacional. Para este caso se toma en consideración las particularidades de los esquemas de política monetaria y cambiaria para cada uno de los países y se indaga si la política monetaria de Estados Unidos de América (EE. UU.) y de Colombia incide en el crédito que proporcionan los bancos comerciales; considerando, además, la relevancia de diferenciar los bancos entre nacionales e internacionales (o subordinados[5] en la región). Estos últimos son relevantes debido a su participación en el mercado de crédito. A junio del año 2024, la participación de este tipo de bancos era del 90.0 % en Honduras y Nicaragua, alrededor del 75.0 % en El Salvador y Guatemala y, aproximadamente, el 35.0 % en Costa Rica y República Dominicana. Para este ejercicio se utilizará un modelo de panel dinámico con efectos fijos, donde el crecimiento de la cartera de crédito de los bancos que operan en los seis países se explica en función de política monetaria nacional y de dos variables de política monetaria internacional, una referida a los Estados Unidos y otra a Colombia.

Traspaso y canales de transmisión de la política monetaria nacional

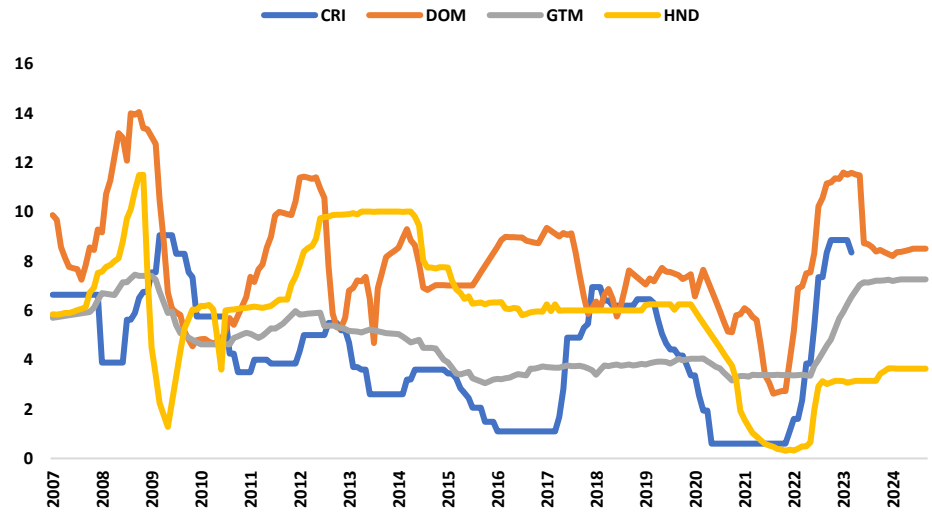
En este primer ejercicio se estima el efecto de la variación de la tasa de interés de referencia de política monetaria por medio de un modelo estructural de vectores autorregresivos con datos de panel (panel SVAR); bajo dos dimensiones: i) la cantidad de periodos que tarda la economía en asimilar los cambios en las tasas de referencia (velocidad del traspaso) y ii) si los ajustes de la tasa de referencia son asimilados de manera completa o parcial[6] (magnitud del traspaso).

La tasa de referencia de política monetaria utilizada en este ejercicio es equivalente a la tasa de interés sobre títulos valores de corto plazo de 31 a 90 días (T3190) emitidos por los bancos centrales de la región (figura 2).

[5] Un banco es considerado subordinado cuando sus decisiones son tomadas por otra entidad, llamada matriz. Cuando las decisiones son tomadas de forma directa por la matriz, el banco subordinado se conoce como sucursal, y cuando las decisiones se toman por intermedio de las subordinadas de la matriz, el banco se conoce como subsidiario.

[6] Si el cambio en la tasa de referencia se traduce en un cambio en las tasas del mercado de igual magnitud, se dice que el traspaso es completo. Si, en cambio, la variación de las tasas del mercado es de menor magnitud que la variación de la tasa de referencia, el traspaso es incompleto.

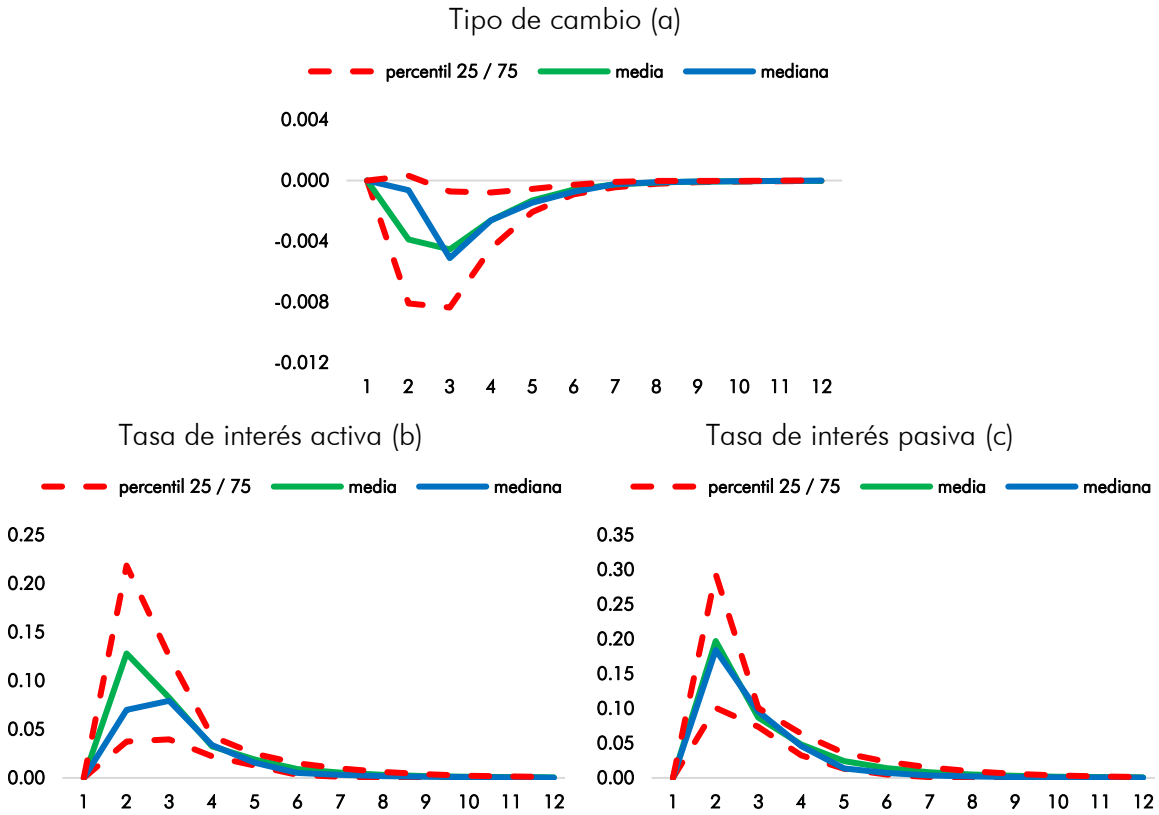
Figura 2: Evolución de las tasas de referencia de los países de la CARD



Fuente: SECMCADATOS

Los resultados de la estimación se pueden observar en la figura 3, donde se muestra que un aumento de aproximadamente 100 puntos básicos(pb) de la T3190 genera, con un rezago de un mes una disminución inicial del tipo de cambio de 0.39 %, llegando acumular hasta un 1.3 % en 6 meses (panel a). Asimismo, se observa que la T3190 influye en el tipo de interés promedio activo (panel b) y pasivo (panel c) de las OSD. En el caso del tipo de interés pasivo, a partir del segundo mes se registra un aumento de 19 pb, alcanzando una acumulación de hasta 39 pb en 5 meses. De igual forma la tasa activa tiene un cambio inicial de 13 pb, y con una duración similar al caso anterior llega a un acumulado de 28 pb.

Figura 3: Función impulso-respuesta de tipo de cambio, tasa de interés activa y pasiva ante cambios en la política monetaria

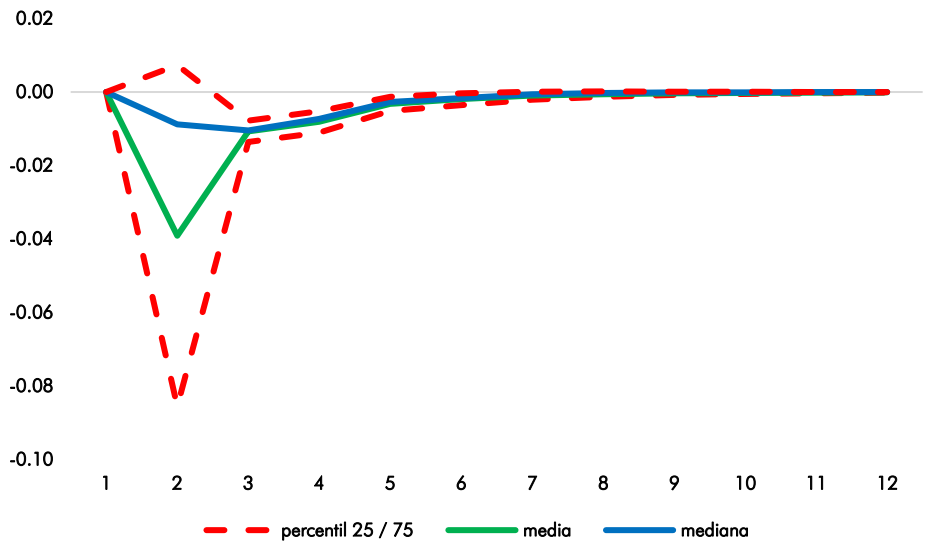


Fuente: elaboración propia

Los cambios de la postura de política monetaria no tienen efectos significativos en la dinámica tanto de los depósitos como de los créditos al sector privado otorgados por las OSD.

No obstante, al realizar un ejercicio que contenga el crédito de las OSD al sector público, se observa que el aumento de 100 puntos básicos (pb) de la T3190 genera una contracción de este tipo de crédito (véase Figura 4). Inicialmente este crédito se contrae 3.9 %, hasta alcanzar de manera acumulada un 6.4 % en alrededor de 7 meses. Esta situación puede explicarse principalmente a que las OSD al enfrentar instrumentos de ahorro/inversión de corto plazo que compiten, unos emitidos por los bancos centrales y otros por los ministerios de hacienda, estas tienden a decidir por los primeros debido al mayor rendimiento, y posiblemente, por la expectativa de riesgo de estos.

Figura 4: Función impulso-respuesta de crédito ante cambios en las tasas de interés



Fuente: elaboración propia

Efecto de la política monetaria nacional e internacional sobre el crédito

En este segundo ejercicio se analiza en qué medida la dinámica del crédito bancario en los países de la región CARD se ve afectada por los cambios en las políticas monetarias nacionales e internacionales. A diferencia con el ejercicio anterior, los efectos de la política monetaria sobre el crédito se estiman a nivel de bancos, y son cuantificados identificando también los efectos de las políticas monetarias internacionales.

De acuerdo con la literatura económica (Brauning y Ivashina, 2020; Morais *et al*, 2018), la política monetaria de los bancos centrales de las principales economías del mundo puede afectar directamente al crédito que proporcionan los bancos ubicados en otras jurisdicciones a través de dos canales; el primer canal, es el de los costos sobre el financiamiento externo para estos bancos y, el segundo, es sobre el efecto en la demanda de crédito, resultado del impacto de las políticas monetarias de las economías grandes sobre los precios de los activos financieros, los tipos de cambio y la entrada o salida de capital en las economías pequeñas y abiertas (Banco de España, 2024).

Por estas razones el crédito proporcionado por los bancos en la región CARD, región conformada por economías pequeñas, abiertas y que mantienen una fuerte relación comercial y financiera con los Estados Unidos de América (EE. UU.), podría verse afectado por las decisiones de política monetaria de esta última economía.

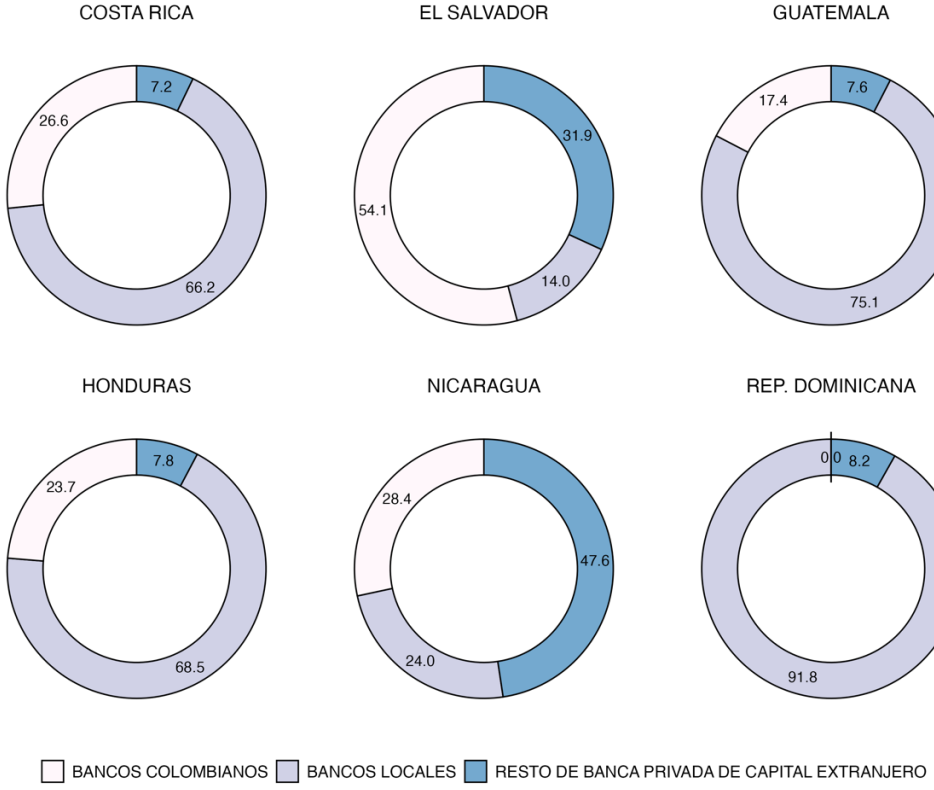
Adicionalmente, la magnitud del efecto de las políticas monetarias de EE. UU. sobre el crédito en la región, está influenciado por el hecho de que en todos los países sus mercados bancarios cuentan con una importante participación de bancos internacionales o subordinados, bancos

que tienden a conceder mayor crédito en dólares en comparación con los bancos nacionales o no subordinados.

Los bancos subordinados en la región pueden ser identificados en dos grupos según su origen; el primer grupo, corresponde a los bancos de origen colombiano, los cuales tienen presencia en todos los países de Centroamérica y cuyo peso en el mercado de crédito va desde representar más del 50.0 % como sucede en El Salvador, a representar entre el 17 % y 29 % como ocurre en el resto de los países. El segundo grupo, corresponde a bancos no colombianos, entre los cuales destacan los bancos subordinados de origen estadounidense, ecuatoriano, hondureño y nicaragüense (véase Figura 5).

Debido a la alta participación en el crédito de los bancos subordinados en la región CARD y considerando el origen de estos bancos, en el análisis de los efectos de la política monetaria internacionales sobre el crédito bancario, no solo es relevante conocer el impacto de la política monetaria de los EE. UU., sino también es importante conocer el impacto de la política monetaria de los países de origen de estos bancos subordinados, particularmente de Colombia.

Figura 5: Composición de los créditos por tipo de banco



Fuente: Autoridades monetarias y supervisoras de Centroamérica y República Dominicana.

Concretamente, para discernir entre el impacto cuantitativo de las políticas monetarias internacionales, específicamente de los EE. UU. y de Colombia, y de las políticas monetarias nacionales sobre el crédito bancario en la región CARD se plantea un modelo econométrico de panel dinámico con efectos fijos.

Para la estimación de este modelo se utilizan datos sobre el saldo de crédito a nivel de banco para los seis países de la región; también se emplea como variable explicativa de las políticas monetarias internacionales las perturbaciones de política monetaria de EE. UU. y Colombia deducidas a partir de los residuos de la estimación de una regla de Taylor. En el modelo se asume que las perturbaciones de política monetaria de los EE. UU. afectan a todos los bancos de la región, en cambio las correspondientes a la política monetaria de Colombia solo afectan a sus bancos subordinados. Este último supuesto se asume dado que Colombia es una economía pequeña y los regímenes cambiarios de CARD no están ligados a su moneda, que tampoco tiene el papel en el sistema monetario internacional que desempeña el dólar.

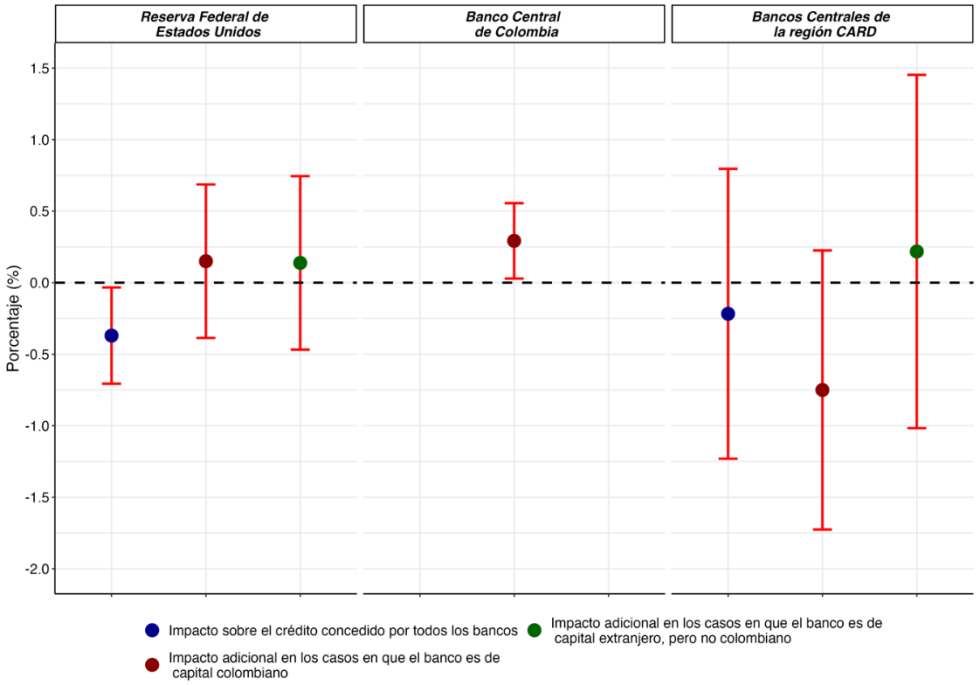
Con respecto a la política monetaria nacional y en congruencia con el primer ejercicio, las perturbaciones de política son los residuos de la estimación de los tipos de interés sobre los instrumentos de ahorro o inversión de 31 a 90 días emitidos por los bancos centrales de la región siguiendo también una regla de Taylor; no obstante, para El Salvador y Nicaragua, esta variable es igual a cero, en el primer país por tratarse de una economía dolarizada y en el segundo por mantener un grado de dolarización del crédito de más del 95 % (véase Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano, 2024).

Finalmente, los efectos de la política monetaria internacional y nacional sobre el crédito bancario son incluidos en el modelo diferenciando sus choques según el origen de los bancos, identificando además de todos los bancos locales, los bancos filiales y sucursales de origen colombiano y el resto de los bancos filiales y sucursales.

Los principales resultados de este ejercicio se muestran en Figura 6, describiendo el impacto sobre el saldo del crédito bancario de las entidades bancarias en la región CARD ante el aumento en 1 pp de los tipos de interés oficial de política monetaria internacional y 1 pp en los tipos de interés sobre los instrumentos de ahorro o inversión de 31 a 90 días emitidos por los bancos centrales de la región CARD.

Los puntos de este gráfico muestran el impacto estimado sobre el crédito concedido por las entidades bancarias de la región CARD ante aumentos de 1pp de los tipos de interés oficiales de la Reserva Federal de Estados Unidos (panel 1) y del Banco Central de Colombia (panel 2) y de aumentos de 1 pp en los tipos de interés sobre títulos valores de 31 a 90 días ofrecido por los Bancos Centrales de la región CARD (panel 3). En el panel 1 y 3 el impacto se identifica diferenciando el efecto de los bancos locales con respecto a los bancos filiales y sucursales, en este último caso, se distinguen además los bancos de origen colombiano con el resto. Para el caso de los efectos de la política monetaria de Colombia, al ser, en comparación a los Estados Unidos, una economía pequeña, el efecto sobre el crédito bancario en la región ocurre a través de sus bancos filiales y sucursales. Las líneas corresponden a un intervalo de confianza del 90%.

Figura 6: Impacto sobre el saldo del crédito bancario de las entidades bancarias en la región CARD ante choques de tasas de interés de diferentes entidades monetarias.



Fuente: Estimaciones propias a partir de datos de las autoridades monetarias y supervisoras de Centroamérica y República Dominicana.

De esta figura se puede concluir lo siguiente:

- Un aumento inesperado de 1 punto porcentual (pp) de los tipos de interés oficiales de la Reserva Federal produce una reducción en el volumen de crédito otorgado, la cual se estima en 0,37 pp, resultado que no cambia según el origen del capital del banco.
- Con respecto al efecto de un aumento en el tipo de interés oficial en Colombia, se observa un impacto positivo en el crédito de los bancos filiales y sucursales a esta economía, resultado que se podría explicar por la diversificación geográfica en el modelo de negocio de estos bancos. En efecto, la caída en la actividad crediticia de estos bancos propiciada por una política monetaria contractiva en su país de origen y que es independiente a las condiciones financieras globales y de la región, es compensada con un aumento en el otorgamiento de crédito en Centroamérica, como un mecanismo para estabilizar la rentabilidad de estos bancos.
- Finalmente, ante el mismo aumento en los tipos de interés sobre los instrumentos de ahorro o inversión de 31 a 90 días emitidos por los bancos centrales de la región, estadísticamente no se encuentran efectos sobre el crédito bancario, resultado que no cambia si se trata de bancos filiales y sucursales. Este resultado difiere con lo encontrado en el primer ejercicio y obedece a que los efectos fijos en el modelo panel, los cuales explican la heterogeneidad en la dinámica del crédito a nivel de bancos, absorben parte de la variabilidad de la política monetaria nacional aumentando la colinealidad de ésta con los instrumentos de política monetaria internacional.

Consideraciones finales

En este documento se identifican, en primer lugar, los principales canales por los cuales la política monetaria de los países de la región CARD puede afectar sus agregados macroeconómicos. Los principales canales identificados son, en orden de prelación según la magnitud de su impacto: el tipo de cambio, la tasa de interés pasiva y la tasa de interés activa. Además, a través del efecto de la política monetaria sobre las tasas de interés, se encuentra que el impacto de la política monetaria es más sensible y duradera en los depósitos con respecto al crédito.

Con base en estos hallazgos, en la segunda sección se explora los efectos de la política monetaria sobre el crédito, considerando los efectos de la política monetaria internacional y la característica de los bancos de la región. De acuerdo con estos resultados, los cambios de postura en la política monetaria tienen efectos distintos, según la autoridad monetaria que provoque estos choques. Los choques de política monetaria causados por las autoridades locales no tienen un efecto estadísticamente significativo sobre el crédito. Sin embargo, cambios inesperados en la tasa de referencia de Estados Unidos está relacionada con disminuciones en el crédito.

Para las autoridades monetarias es importante conocer los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Asimismo, es relevante el estudio de la velocidad como la magnitud del traspaso de los cambios de postura a los agregados monetarios. En esta nota se analizan los diferentes canales de transmisión de política monetaria y se resalta la importancia para la región de considerar, también, los movimientos en las tasas de interés de otras economías (Estados Unidos y Colombia) por sus efectos sobre el volumen de crédito.

Referencias

Banco de España. (2024). Informe de Economía Latinoamericana. doi:https://doi.org/10.53479/37273

Banco de Mexico. (2016). Cambios Recientes en el Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria en México. Obtenido de https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/informes-trimestrales/recuadros/%7B4E9CF0BE-8E0B-B599-6500-6553239FEF8B%7D.pdf

Castrillo, D., Mora, C., & Torres, C. (2008). Mecanismos de transmisión de la política monetaria en Costa Rica: periodo 1991-2007. Obtenido de https://repositorioinvestigaciones.bccr.fi.cr/server/api/core/bitstreams/b3e4d599-3cb5-417c-9c05-f3dd76a832af/content

Diamond, D., & Rajan, R. (1999). Liquidity Risk, Liquidity Creation and Financial Fragility: A Theory of Banking. *NBER Working Papers*. Obtenido de https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/7430.html

Díaz, W. (2023). Algunos hechos estilizados sobre los distintos esquemas de política monetaria en la región CARD. *SECMCA*. Obtenido de https://www.secmca.org/nota/algunos-hechos-estilizados-sobre-los-distintos-esquemas-de-politica-monetaria-en-la-region-card/

Efthyvoulou, G., & Yildirim, C. (2018). Bank value and geographic diversification: regional vs global. *Journal of Financial Stability*. doi:https://doi.org/10.1016/j.jfs.2018.04.003

McCallum, B. (2007). Monetary Policy in East Asia: the Case of Singapore. *Institute for Monetary and Economic Studies*. Obtenido de https://ideas.repec.org/p/ime/imedps/07-e-10.html

Parrado, E. (2023). An Exchange Rate Policy Rule. doi:http://dx.doi.org/10.18235/0005491

Pérez-Forero, F. (2016). Comparación de la transmisión de choques de política monetaria en América Latina: un panel VAR jerárquico. *Revista de Estudios Económicos*, 9 - 33. Obtenido de www.bcrp.gob.pe/publicaciones/revista-estudios-economicos.html