



Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 166, diciembre 2025

Más allá de la tasa de política: Una historia monetaria de Centroamérica y República Dominicana en 2024-2025^α

Luis Ortiz Cevallos^β

lortiz@secmca.org

Resumen

En esta nota argumento que en Centroamérica y República Dominicana la política monetaria operó durante 2024–2025 fundamentalmente a través de instrumentos cuantitativos y no mediante la tasa de interés de referencia. La evidencia sugiere que las variaciones en la liquidez sistémica se originaron, principalmente, en flujos externos y no en decisiones discrecionales de política basadas en tasas. Explico que la tasa pierde autonomía operativa debido a un límite impuesto por el entorno financiero internacional. Este límite externo es funcionalmente análogo a la cota inferior cero observada en economías avanzadas, desplazando la transmisión monetaria hacia el manejo de cantidades más que hacia el precio del dinero. La expansión reciente de agregados monetarios en el norte de la región es, en gran medida, coyuntural y responde a condiciones migratorias excepcionales, no a un incremento estructural en la capacidad de creación endógena de liquidez. Concluyo que la estabilidad financiera en la región depende menos de la calibración de la tasa de política monetaria y más de la capacidad de administrar liquidez en un contexto de dominancia externa.

I. Introducción

El análisis convencional de la política monetaria suele narrarse a través de movimientos en la tasa de interés de referencia. En esta nota argumento que, en economías pequeñas y abiertas como las de Centroamérica y República Dominicana (CARD), la tasa explica relativamente poco de las condiciones monetarias y financieras en el período 2024–2025. Muestro que en ese lapso la mayor parte de la dinámica monetaria no coincidió con ajustes en la tasa, sino con variaciones en la liquidez sistémica asociadas a factores externos: acumulación de reservas, flujos de capital

^α Agradezco a Odalis Marte y Jorge Madrigal por los comentarios a una versión preliminar de esta nota. Las ideas y opiniones de la presente nota no corresponden a las del Consejo Monetario Centroamericano (CMCA) o sus miembros. Los errores u omisiones son responsabilidad exclusiva de su autor.

^β Economista en la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano.

y, en el norte de la región, un aumento excepcional de las remesas en 2025 que expandió la base monetaria y los agregados¹.

Este hecho motiva la pregunta: ¿es la política monetaria en la región una política de cantidades más que de tasas? Y, más aún, ¿hasta qué punto los bancos centrales actuaron bajo reglas de ajuste de liquidez cercanas al espíritu de Friedman, pese a operar formalmente bajo regímenes basados en tasas o metas de inflación?

Para responder a esta pregunta, planteo que la tasa de política monetaria en los países de la región está limitada, no por la cota inferior cero de la tasa nominal (zero lower bound, ZLB), sino por un límite impuesto por las condiciones financieras externas (CFE). En este contexto, muestro que los bancos centrales no pueden reducir significativamente su tasa por debajo de la tasa internacional relevante, principalmente la de la Reserva Federal, sin generar presiones cambiarias, salidas de capital o pérdida de reservas. Como resultado, la transmisión vía tasas de interés pierde efectividad, y la política monetaria se ejecuta mediante el manejo de cantidades: liquidez primaria, requerimientos de encaje, operaciones cambiarias y expansión o absorción de agregados. Este mecanismo es análogo al descrito por Belongia e Ireland (2019), donde el ZLB desplaza la política hacia reglas basadas en el crecimiento del dinero, por lo que se puede argumentar que en los países de la región de CARD, la restricción no es la tasa cero, sino la dominancia externa².

Este patrón se observa tanto en economías con metas de inflación formales (Costa Rica, Guatemala y República Dominicana) como también en aquellas bajo otros regímenes (El Salvador, Honduras, Nicaragua), donde la oferta monetaria es endógena al sector externo y la tasa carece de autonomía operativa.

Asimismo, el aumento reciente de la liquidez no fue completamente deliberada. En Guatemala, El Salvador, Honduras y Nicaragua, la liquidez aumentó por la vía de las remesas, no como decisión de política. Este boom responde a condiciones migratorias extraordinarias en Estados Unidos, no a mejoras en el ingreso permanente del migrante. Por tanto, la aceleración del M2 y del fondeo bancario observados en 2025 es predominantemente coyuntural, no estructural.

El aporte de este análisis es: primero, documentar la evolución monetaria reciente mostrando que la transmisión monetaria opera a través de la administración de liquidez más que mediante la fijación de tasas; segundo, ofrecer un marco conceptual para interpretar la experiencia reciente bajo la lógica de reglas monetarias basadas en cantidades: cuando la tasa carece de autonomía, los instrumentos cuantitativos emergen como el canal operativo principal, sea por diseño (como en la liberación de encaje) o por condiciones exógenas (como la expansión de remesas).

¹ En esta nota utilizo el término “expansión monetaria” para referirme a aumentos de la base monetaria y/o de agregados amplios derivados de flujos externos, y no necesariamente a expansiones deliberadas originadas en decisiones de política.

² Por dominancia externa me refiero a un régimen en el cual las condiciones financieras internacionales, en particular la política monetaria estadounidense y la disponibilidad de divisas, limitan la autonomía operativa de la tasa de política. En este contexto, los movimientos de liquidez derivan de entradas netas de divisas, remesas, flujos de capital y variaciones en pasivos externos bancarios, más que de decisiones domésticas de oferta monetaria.

En adelante, desarrollo estos argumentos en cuatro secciones. Primero, muestro que la tasa de política está limitada por el entorno externo. Después documento cómo la liquidez provino del sector externo más que de decisiones deliberadas de política. Luego explico cómo esa liquidez se transmite mediante depósitos y fondeo bancario. También argumento que parte de este proceso es transitorio debido al auge de las remesas. Y cierro con implicaciones de política para una región donde la gestión de cantidades domina sobre el instrumento de tasa de interés.

II. El ciclo externo y el límite impuesto por las condiciones financieras externas (CFE)

La postura monetaria de Centroamérica y República Dominicana durante 2024–2025 estuvo determinada, principalmente, por las condiciones externas, en particular por el ciclo de tasas de interés de la Reserva Federal. A pesar de que la inflación convergió hacia las metas o se mantuvo contenida en la mayor parte de los países de la región, los bancos centrales no pudieron reducir significativamente sus tasas de política. A este fenómeno lo denomino límite impuesto por las condiciones financieras externas (CFE).

En el Gráfico 1 resumo esta dinámica. La tasa de política monetaria local (línea azul) converge hacia un corredor definido por la tasa efectiva de los fondos federales (línea roja), mientras que la inflación total y subyacente (líneas verde y negra) regresan a los rangos meta respectivos. Las áreas sombreadas corresponden a los objetivos formales de inflación de cada país y muestran que, aun cuando la inflación se ubica dentro del rango objetivo o incluso por debajo, la tasa de política no se reduce en magnitud equivalente. Esta divergencia sugiere que la política monetaria no está respondiendo al ciclo doméstico, sino a un límite impuesto externamente.

Este patrón es particularmente claro en los países con metas de inflación. En Costa Rica y Guatemala, la inflación se ubica por debajo o converge hacia el rango objetivo desde mediados de 2024, pero la reducción de tasas es moderada. Este comportamiento no refleja una estrategia de normalización gradual basada en condiciones domésticas, más bien refleja la necesidad de preservar diferenciales frente a la tasa internacional para evitar salidas de capital de portafolio. En República Dominicana, el comportamiento es híbrido: la autoridad combina recortes de tasas con medidas cuantitativas, como la liberación de encaje y programas de provisión de liquidez, reafirmando que la transmisión opera en la práctica por cantidades, no solo por el precio del dinero (Banco Central de la República Dominicana (2025)).

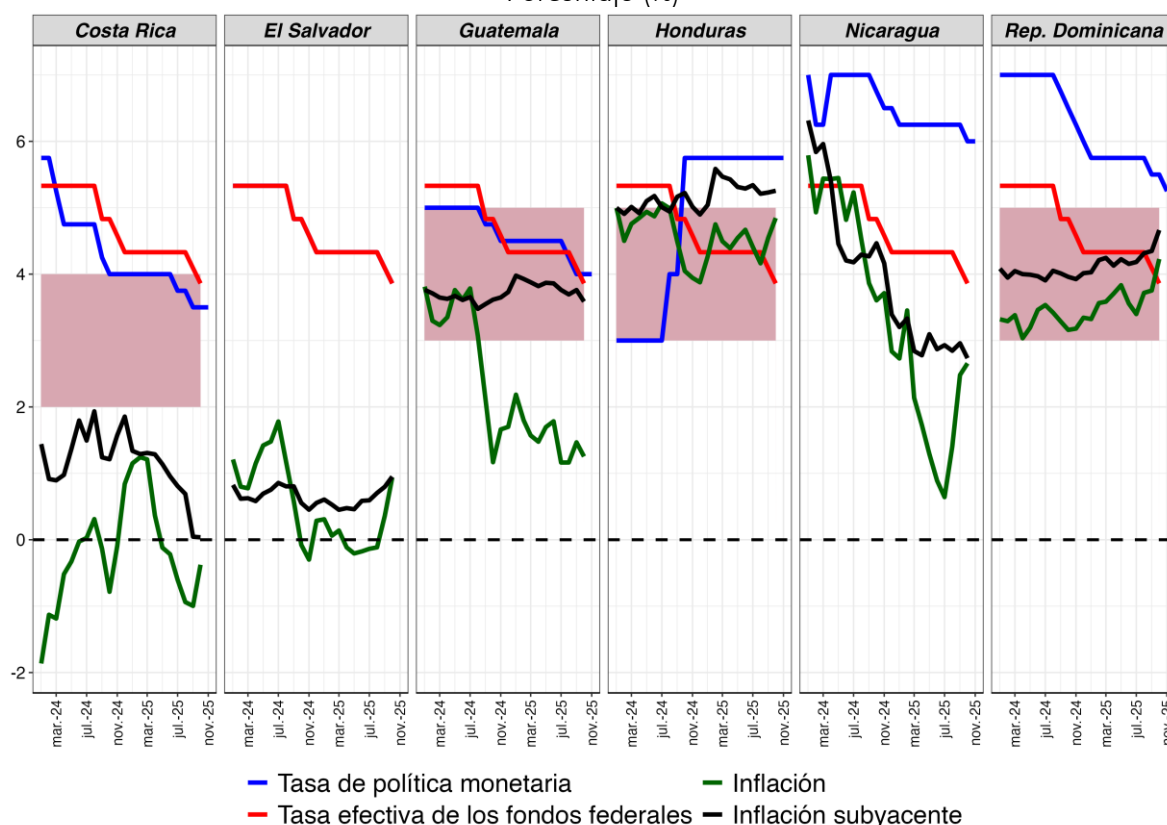
En economías sin metas de inflación la limitación es estructural. La tasa de interés carece de autonomía operativa como instrumento de política, ya sea por rigidez del régimen cambiario (El Salvador) o porque la liquidez es determinada por flujos externos y acumulación de reservas (Honduras y Nicaragua). En estos casos, los movimientos de tasas no constituyen el mecanismo primario de ajuste monetario.

Con el CFE, la región enfrenta una restricción distinta de la observada en el ZLB de economías avanzadas. Mientras que el ZLB impide reducir la tasa nominal por debajo de cero, el CFE impide reducir la tasa por debajo de la tasa internacional relevante. La restricción no proviene de la trampa de liquidez interna, sino de la necesidad de preservar estabilidad cambiaria y evitar

desbalances externos. El resultado es una política monetaria que opera por cantidades: esterilización, encaje, expansión de base, intervenciones cambiarias y acumulación o drenaje de liquidez.

En síntesis, la reducción de la inflación observada en la región no se tradujo en una relajación plena de tasas porque la política monetaria estuvo condicionada por el entorno externo. La evidencia empírica del Gráfico 1 podría interpretarse como evidencia de que el límite operativo de la política monetaria en Centroamérica y República Dominicana no está determinado por la inflación doméstica ni por la tasa nominal cero, sino por la dominancia externa.

Gráfico 1: Tasa efectiva de los fondos federales, Tasa de política monetaria, Inflación general e inflación subyacente de los países de la región
Porcentaje (%)



Nota: En Guatemala, Honduras y República Dominicana la figura muestra el rango de inflación meta, mientras en Costa Rica se muestra el rango de tolerancia de la inflación meta.

Fuente: Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (2025a)

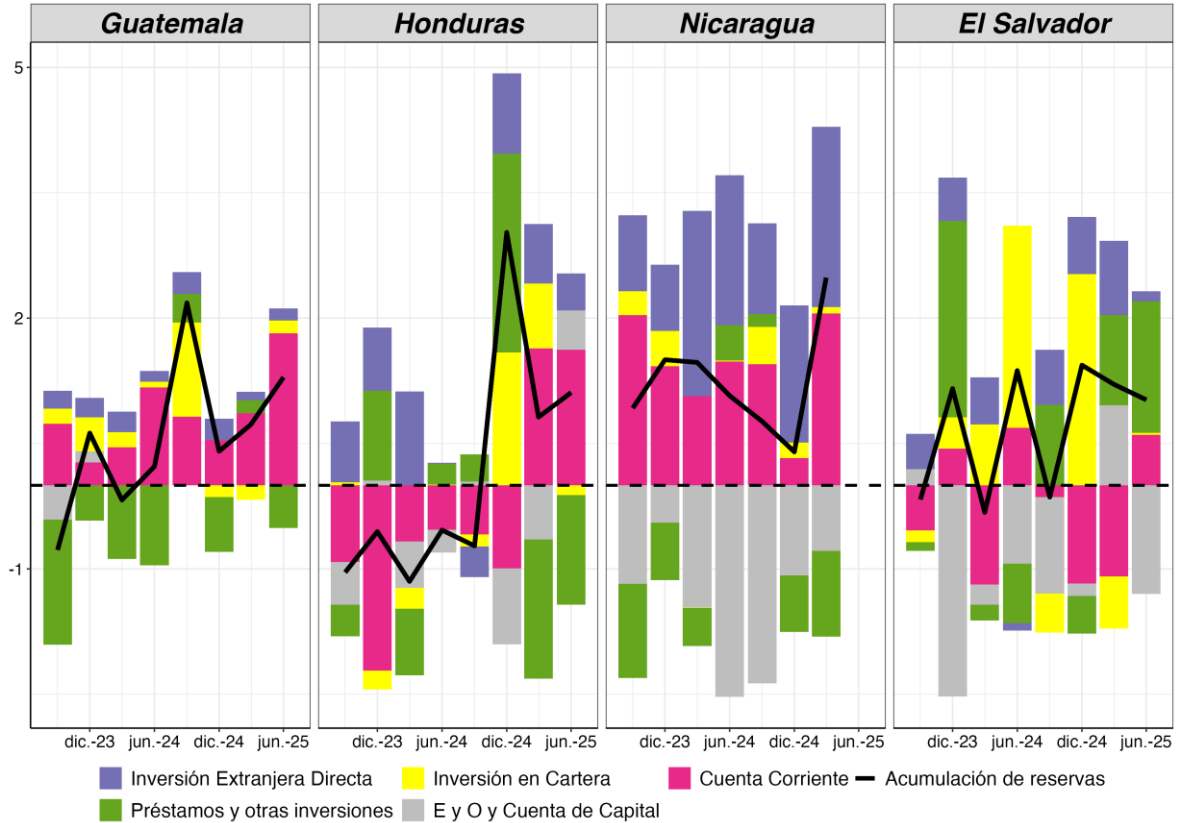
III. Dominancia externa: reservas internacionales, flujos externos y expansión monetaria

La expansión reciente de la liquidez en varias economías de Centroamérica y República Dominicana no fue el resultado de decisiones discrecionales de política, sino de la acumulación de reservas internacionales impulsada por flujos externos, particularmente remesas e inversión

extranjera directa. Cuando estos flujos no son esterilizados, la acumulación de reservas se traduce mecánicamente en expansión de la base monetaria y, con rezagos, en mayores agregados monetarios. Este mecanismo es consistente con una política monetaria que opera por cantidades incluso en ausencia de decisiones explícitas de expansión³.

En 2025 El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua registraron posiciones externas en las que las fuentes de financiamiento superaron a los usos de divisas, dando lugar a una acumulación neta de reservas internacionales. En Guatemala, Honduras y Nicaragua, los superávits de cuenta corriente son impulsados principalmente por flujos de remesas, mientras que en El Salvador la acumulación responde, en mayor medida, a entradas de capital en cartera y préstamos externos (ver Gráfico 2).

Gráfico 2: Cuenta corriente y financiera
Porcentaje del PIB (%)

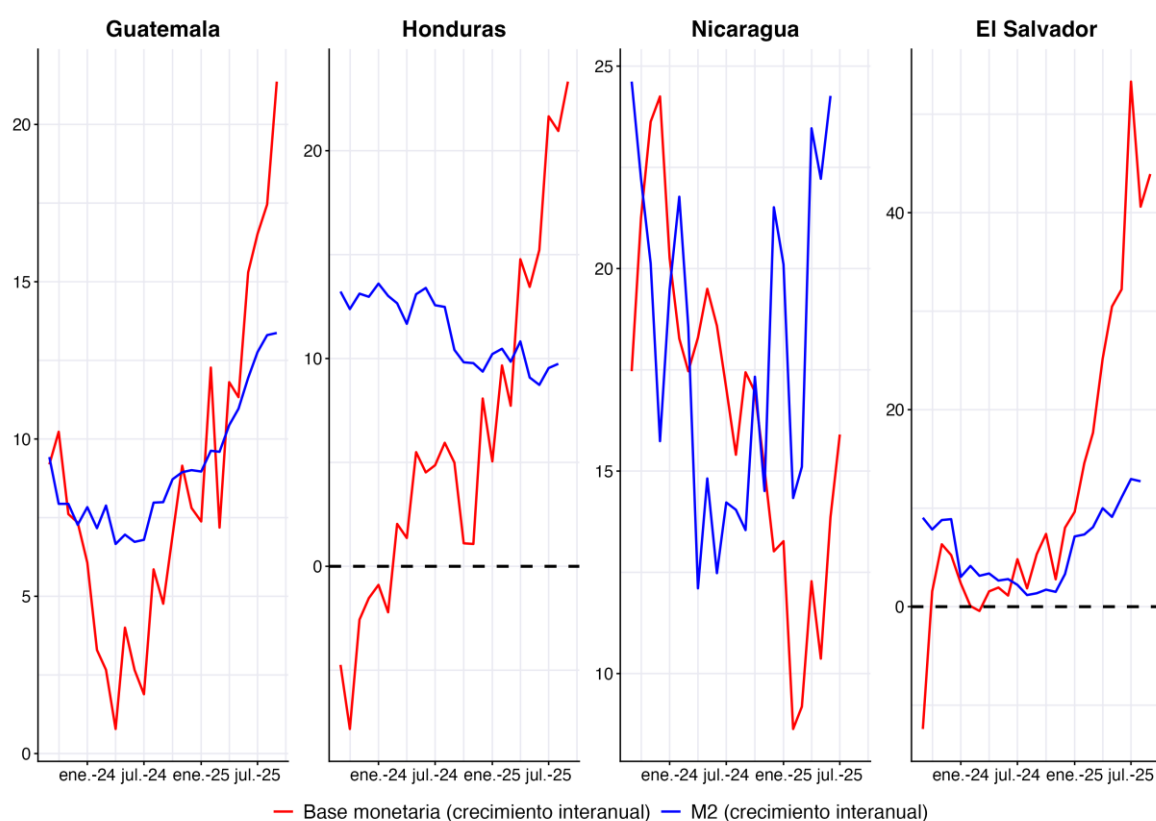


Fuente: Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (2025b)

Esta acumulación de reservas coincidió con una aceleración marcada en el crecimiento de la base monetaria. Desde inicios de 2025, el crecimiento de la base aumentó de forma significativa en Guatemala, Nicaragua y El Salvador, impulsando el dinamismo del M2. En El Salvador, el crecimiento del M2 pasó de 7.0 % anual en enero a 12.7 % en septiembre; en Guatemala pasó de 9.0 % a 13.4 %; y en Nicaragua de 20.1 % a 24.3 %. En Honduras la base monetaria también aumentó, pero su transmisión hacia agregados más amplios fue más moderada, con un M2 creciendo cerca de 10 % anual (ver Gráfico 3).

Este comportamiento contrasta con Costa Rica y República Dominicana, donde no se observa una acumulación sostenida de reservas durante 2025. Ambos países registraron déficit externo moderado, acompañado de salidas netas de capital y amortizaciones de deuda externa, compensadas parcialmente por flujos estables de inversión extranjera directa (ver Gráfico 4).

Gráfico 3: Tasa de crecimiento del agregado monetario M2 y evolución de la base monetaria
Porcentaje (%)

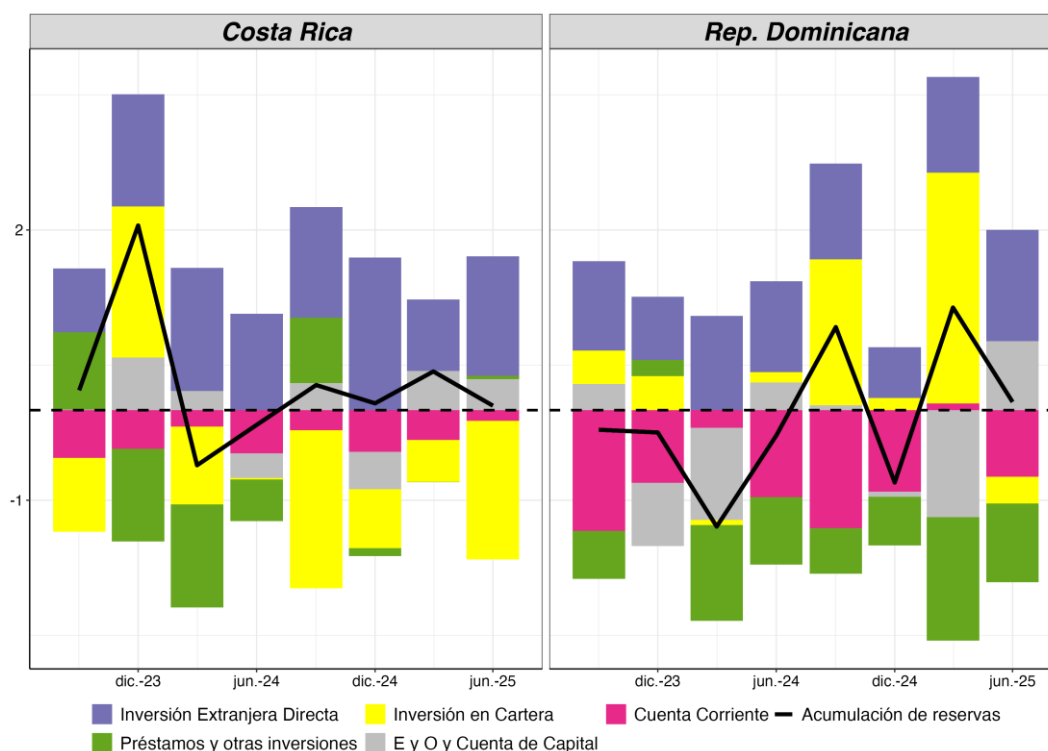


Fuente: Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (2025a)

La menor entradas netas de divisas en Costa Rica se reflejó en una contracción de la base monetaria, que se redujo 2.0 % entre diciembre de 2024 y septiembre de 2025, y en una desaceleración generalizada del crecimiento de los agregados (ver Gráfico 5). Esta evolución no solo responde a condiciones externas menos favorables, sino a la reversión de medidas adoptadas en años previos que habían expandido la liquidez. En 2023 y 2024, la expansión monetaria estuvo impulsada por compras de divisas y programas transitorios de provisión de

liquidez implementados para enfrentar choques externos y apoyar el crédito. A partir de 2025, esas medidas comenzaron a dismantelarse y la autoridad inició un retiro gradual de liquidez, acompañado por una desaceleración del crédito en moneda nacional y por un proceso de normalización monetaria posterior al estímulo (Banco Central de Costa Rica (2025)).

Gráfico 4: Cuenta corriente y financiera
Porcentaje del PIB (%)

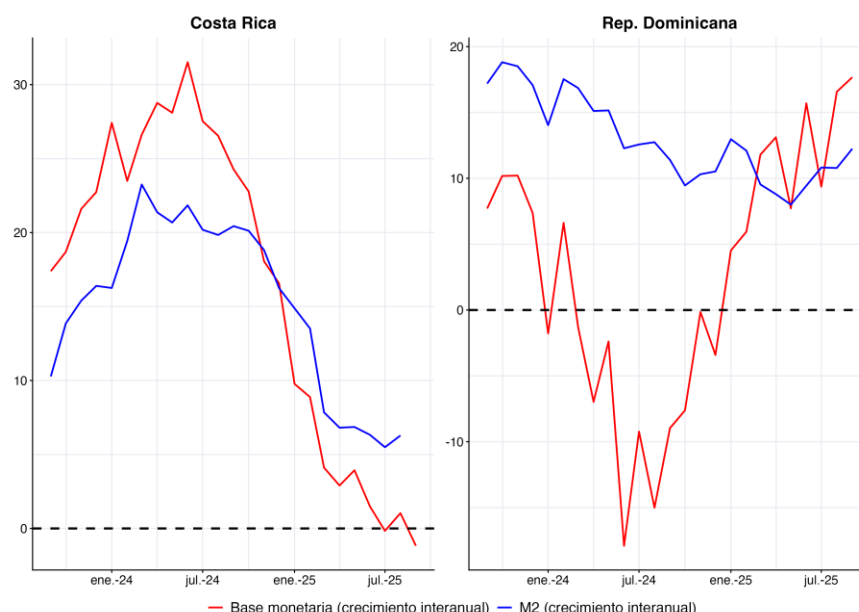


Fuente: Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (2025b)

República Dominicana presenta un caso distinto: la base monetaria se expandió de forma significativa a pesar de la falta de acumulación de reservas. Este aumento no proviene del sector externo, sino de decisiones deliberadas de política, incluyendo la liberación de recursos de encaje y programas de provisión de liquidez aprobados en 2025. Estas medidas buscaron sostener el crédito y la demanda interna frente a condiciones externas adversas.

En conjunto, la evidencia sugiere que la expansión monetaria reciente no obedeció a un ciclo convencional de relajación basado en tasas, sino a dos mecanismos alternativos: primero, la expansión endógena por acumulación de reservas en economías con flujos externos favorables y, segundo, la expansión deliberada vía instrumentos cuantitativos en economías con restricciones externas. Ambos mecanismos operan por cantidades, reforzando la tesis de que la política monetaria en la región opera a través de la liquidez, independientemente de si el origen es exógeno o deliberado.

Gráfico 5: Tasa de crecimiento del agregado monetario M2 y evolución de la base monetaria
Porcentaje (%)



Fuente: Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (2025a)

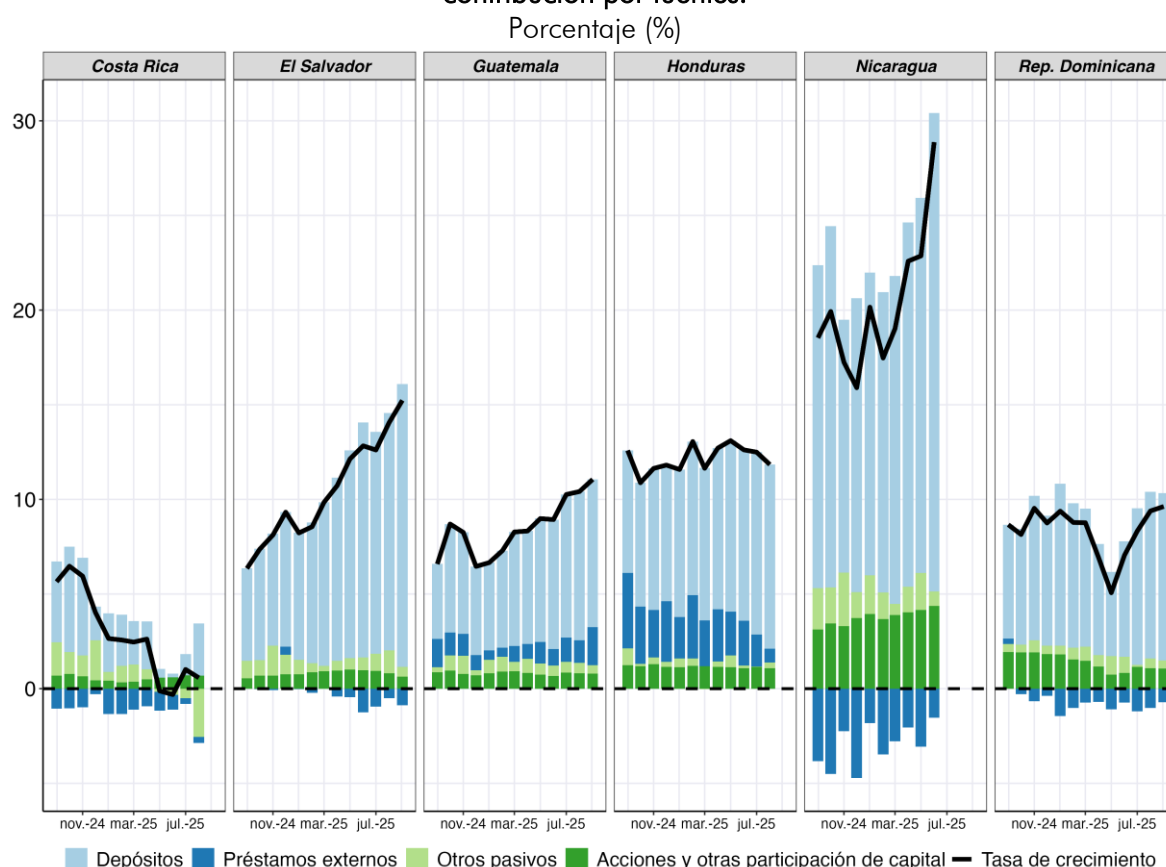
IV. Fondeo bancario, depósitos y transmisión monetaria

La expansión de liquidez observada en la región durante 2025 se transmitió al sistema financiero, a través del fondeo bancario, principalmente depósitos del sector privado, que actuó como el canal operativo de la intermediación. En economías con entradas netas de divisas, la expansión de la base monetaria documentada en la sección anterior se tradujo mecánicamente en un aumento del fondeo doméstico y, con rezagos, en mayor capacidad de crédito. En este sentido, la expansión monetaria respondió a la disponibilidad de fondeo, no por la calibración de tasas.

El Gráfico 6 muestra que, en los países con acumulación de reservas y crecimiento acelerado de M2, el fondeo doméstico aumentó de manera consistente, reforzando la transmisión hacia el crédito. Este patrón es coherente con una transmisión monetaria basada en expansiones del balance bancario: mayores depósitos elevan la capacidad de intermediación independientemente del nivel de tasas. El crédito se mantuvo dinámico en estos casos, no porque las tasas cayeran sino porque la liquidez aumentó.

En contraste, cuando acumulación de reservas fue baja y la autoridad retiró liquidez, como en Costa Rica, el fondeo bancario se desaceleró y el crédito moderó su ritmo. Este contraste refuerza que el ciclo crediticio responde más a cambios en cantidades (depósitos, encaje, base, reservas) que a ajustes marginales en el precio del dinero.

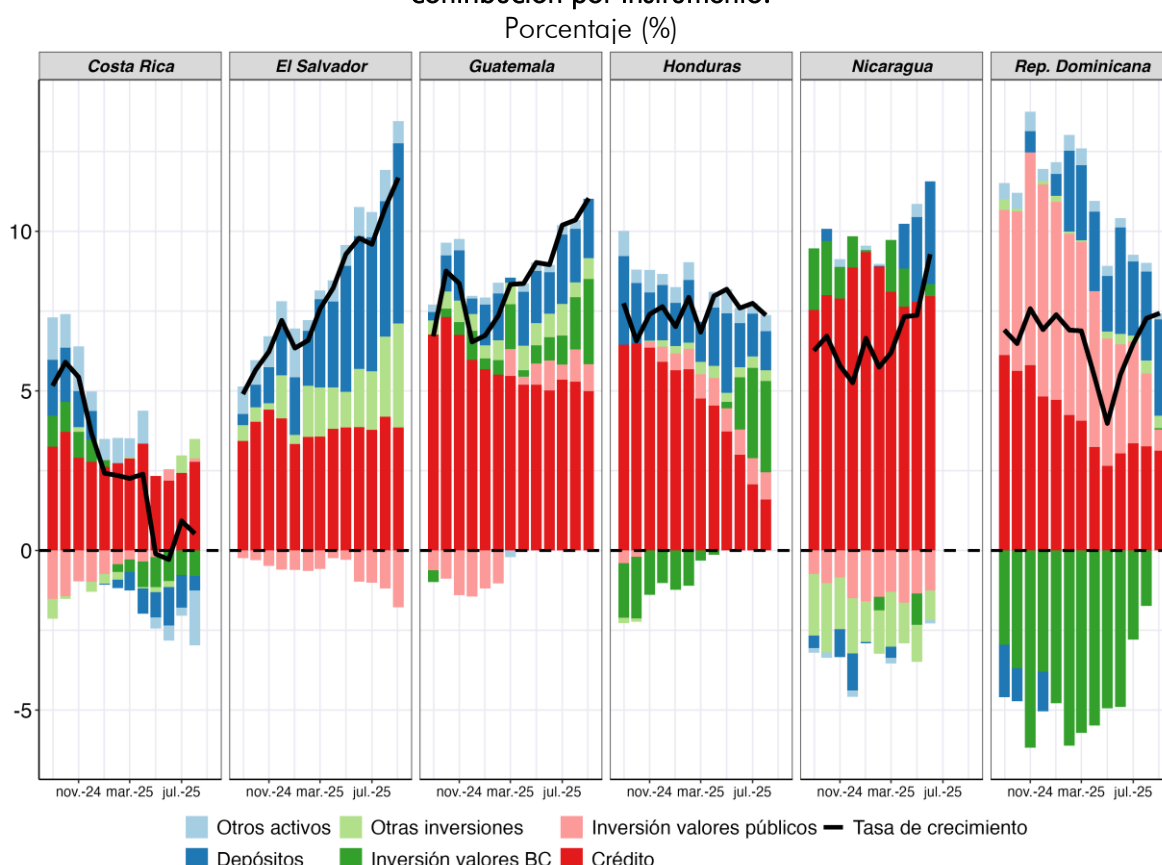
Gráfico 6: Tasa de crecimiento del fondeo de las Otras Sociedades de Depósitos y su contribución por fuentes.



Fuente: Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (2025c)

El Gráfico 7 ilustra esta relación: el dinamismo del crédito sigue con mayor fidelidad al comportamiento del fondeo que al de las tasas de política. La evidencia es consistente con una función de transmisión donde el canal dominante no es el de tasas, sino el de liquidez bancaria. En economías pequeñas y abiertas, donde la tasa está condicionada por las CFE, el sistema financiero absorbe la señal de política a través de la variación en depósitos y pasivos, no a través del costo marginal de fondos. En esta situación la intermediación bancaria opera como el puente entre la liquidez determinada externamente y las condiciones financieras internas. Cuando la liquidez proviene del sector externo, la postura monetaria deja de responder principalmente a condiciones domésticas y pasa a estar guiada por el ciclo financiero internacional; cuando proviene de medidas cuantitativas deliberadas, la autoridad monetaria actúa por cantidades para compensar la restricción impuesta por la tasa internacional. En ambos casos, el canal relevante no es la tasa de política, sino el fondeo.

Gráfico 7: Tasa de crecimiento de los activos de las Otras Sociedades de Depósitos y su contribución por instrumento.



Fuente: Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (2025c)

V. Boom de remesas y carácter transitorio de la expansión monetaria

El aumento reciente de las remesas hacia el norte de Centroamérica no parece responder a una mejora sostenida en el ingreso de los migrantes en Estados Unidos, sino a factores de incertidumbre migratoria asociados al endurecimiento en las políticas migratorias. En este contexto, los flujos pueden interpretarse como una respuesta transitoria y precautoria, más que como una tendencia estructural.

Esta distinción es relevante. Si los flujos recientes fueran permanentes, podrían sostener una expansión duradera del ahorro doméstico, depósitos bancarios y agregados monetarios. Sin embargo, si corresponden a condiciones extraordinarias, como mayores riesgos de deportación, cambios en reglas de programas temporales de protección, la expansión de M2 y del fondeo bancario observados en 2025 serían principalmente coyuntural.

Desde esta perspectiva, la expansión monetaria derivada de remesas no constituye un cambio estructural en la capacidad endógena de creación de dinero, sino un fenómeno contingente cuyo efecto podría revertirse en el 2026.

VI. Conclusiones

La literatura reciente ha mostrado que, en economías avanzadas, episodios en los que la tasa de política alcanza la cota inferior cero (ZLB) desplazan la operación de la política monetaria desde reglas basadas en tasas hacia reglas basadas en cantidades. Belongia e Ireland (2019) documentan que, en los Estados Unidos durante la crisis financiera y los años posteriores (2008–2015), la efectividad de la tasa de interés como instrumento se agotó; en ese contexto, reglas que ajustaban gradualmente el crecimiento de la oferta monetaria y modificaban la liquidez hubieran acelerado la recuperación y reducido la persistencia del estancamiento de tasas.

En Centroamérica y República Dominicana observo un mecanismo análogo, pero por una razón distinta. La tasa de política no pierde efectividad porque alcance cero, sino porque enfrenta un límite impuesto externamente por las condiciones financieras internacionales. Reducciones significativas en la tasa doméstica frente a la de la Reserva Federal pueden inducir salidas de capital, presiones cambiarias, deterioro de reservas o mayor dolarización, lo que restringe la autonomía de la política basada en tasas incluso cuando las tasas locales permanecen en niveles positivos. Este límite externo cumple un rol funcionalmente equivalente al ZLB, desplazando la política hacia instrumentos cuantitativos.

La evidencia presentada en esta nota sugiere que la expansión monetaria reciente experimentada por los países del norte de Centroamérica no provino de decisiones de relajación basadas en tasas, sino de condiciones externas que incrementaron la liquidez sistémica, en particular entradas netas de divisas asociadas al flujo de remesas. Esta expansión es, en gran medida, exógena al ciclo de política y no refleja una mayor capacidad endógena de creación de liquidez.

Este patrón plantea desafíos para la conducción de la política monetaria en la región. Si los flujos externos que sustentan la liquidez son transitorios, el retiro de dichos recursos puede generar un ajuste abrupto del crédito y de los agregados monetarios, especialmente en economías con menor profundidad financiera o sin instrumentos ágiles de esterilización y provisión de liquidez. En ese caso, el manejo de cantidades sería crucial para amortiguar la reversión, mientras que el uso de la tasa estaría limitado por el entorno externo. Si, por el contrario, el choque persiste por más tiempo del previsto, la política monetaria deberá contener los riesgos de un exceso de liquidez prolongado incluyendo apreciaciones reales, presiones inflacionarias o desbalances crediticios.

En síntesis, la expansión monetaria observada en 2025 no constituye un cambio estructural en la capacidad autónoma de creación de dinero en la región. La política monetaria opera en un entorno donde la tasa pierde autonomía operativa y la gestión de liquidez, por diseño o por condiciones externas, emerge como el mecanismo central de transmisión. La estabilidad financiera dependerá menos de la calibración de la tasa de política y más de la capacidad de administrar la liquidez en este entorno de CFE.

En este contexto, los bancos centrales de la región podrían fortalecer su marco operativo priorizando instrumentos de gestión de liquidez, programas de provisión y absorción de fondos,

ajustes de encaje, operaciones de mercado abierto y reglas cuantitativas de expansión o drenaje, por encima de estrategias de comunicación basadas exclusivamente en la trayectoria esperada de tasas. En un entorno de dominancia externa, la efectividad de la política depende menos de la comunicación sobre la senda futura de tasas y más de la capacidad institucional de moderar la oferta de dinero de manera predecible, calibrada y contracíclica.

Referencias

Banco Central de Costa Rica (2025), «Informe de Política Monetaria: Octubre 2025.», Banco Central de Costa Rica.

Banco Central de República Dominicana (2025), «Informe de Política Monetaria: Junio de 2025.», Banco Central de República Dominicana.

Belongia, M. T., & Ireland, P. N. (2022). A reconsideration of money growth rules. *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 135.

Federal Reserve Bank of St. Louis (2025), «Board of Governors of the Federal Reserve System (US), Federal Funds Effective Rate [DFF]», URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DFF> (Visitado 14-11-2025).

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (2025a), «SECMCADATOS», URL: <https://www.secmca.org/secmcadatos/> (Visitado 14-11-2025)

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (2025b), «Estadísticas del Sector Externo Armonizado», URL: <https://www.secmca.org/esea/> (Visitado 14-11-2025)

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (2025c), «Estadísticas Monetarias y Financieras Armonizadas», URL: <https://www.secmca.org/emfa2/> (Visitado 14-11-2025)