



Consejo Monetario Centroamericano
Secretaría Ejecutiva

INFORME DE COYUNTURA

**Las economías de la región ante el alza en las tasas de interés
internacionales**

San José, agosto de 2004

1. Introducción

El Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos (Federal Reserve -Fed) aplicó, a partir de la segunda mitad del año 2000, una política monetaria expansiva con el objetivo de lograr las metas de aumentar el nivel de empleo en el corto plazo, en un contexto de baja inflación, incluso bajo amenaza de deflación, produciendo una depreciación del dólar¹. En ese orden, la Fed redujo su tasa de interés de política monetaria a niveles de mínimos históricos impulsando una reducción en las tasas de interés del sistema financiero estadounidense y, por consiguiente, provocando una disminución de las tasas de interés internacionales.

La depreciación de la moneda estadounidense mejoraría la competitividad de la industria de ese país. Con una política monetaria anticíclica, se lograría la recuperación del producto el cual había estado declinando en su tasa de crecimiento desde mediados de 2000.

En este contexto, algunos países de la región entendieron oportuno aprovechar las bajas tasas de interés para emitir instrumentos de deuda de distintos tipos con los cuales sustentar sus necesidades de financiamiento. En su condición de economías emergentes², Costa Rica, El Salvador, Guatemala y la República Dominicana han realizado emisiones de bonos soberanos. Entre 2002 y 2003, Costa Rica colocó bonos por un valor de US\$ 700 millones, mientras que El Salvador ha realizado colocaciones por más de US\$ 1,600 millones. Guatemala ha emitido bonos ascendentes a US\$ 650 millones, mientras que la República Dominicana ha contraído deuda soberana por valor de US\$ 1,100 millones.

¹ La depreciación efectiva fue menor a la necesaria para producir una reducción en el déficit comercial debido, en gran medida, a la gran acumulación de reservas denominadas en dólares por parte de algunos bancos centrales de Asia, especialmente China, en post de mantener un tipo de cambio competitivo para sus exportaciones.

² Honduras y Nicaragua no participan en los mercados de capitales con emisión de bonos soberanos, más bien, son países beneficiarios de la Iniciativa para los Países Pobres Altamente Endeudados (HIPC, por sus siglas en inglés).

Por otro lado, en los países cuyas condiciones macroeconómicas así lo permitían, el sector privado también aprovechó las bajas tasas de interés para aumentar su nivel de endeudamiento en moneda extranjera³.

**Deuda pública externa en Centroamérica y República Dominicana
2001-2003
(En millones de US\$)**

Deuda pública externa			
País	2001*	2002	2003
Costa Rica	3,195.0	3,337.7	3,753.0
El Salvador	3,109.0	3,987.1	4,687.2
Guatemala	2,847.0	3,037.1	3,338.5
Honduras	3,806.0	4,963.7	n.d.
Nicaragua	6,374.0	5,607.0	5,900.0
Rep. Dominicana	4,180.0	4,542.3	5,504.2

Fuente: SECMCA, elaborado con información de los bancos centrales de la región.

* Información para El Salvador, Guatemala y Nicaragua a Diciembre; Costa Rica y Honduras a Noviembre; y República Dominicana a Junio.

Una vez iniciado un nuevo ciclo de expansión en la economía mundial, especialmente en la estadounidense, han aflorado presiones inflacionarias. Estas presiones sobre los precios señalan la hora de comenzar a aumentar las tasas de interés. Los mercados financieros han incorporado esas señales a sus expectativas anticipándose a los movimientos de tasas hacia el alza antes de que los hacedores de política monetaria hagan efectivo el cambio de dirección en las mismas.

El presente informe muestra la orientación de la política monetaria que aplican los bancos centrales de la región ante los choques externos que impactan a sus economías en la coyuntura actual. Se observa que, aparentemente, lo que más ocupa a las instituciones monetarias es la presión que sobre los precios imponen las alzas en los precios internacionales del petróleo, más que el aumento en las tasas de interés internacionales.

³ Hasta abril de 2004, los bancos salvadoreños han recibido créditos del exterior ascendentes a US\$ 1,800 millones, según informaciones de la Asociación Bancaria Salvadoreña.

2. Antecedentes

Luego de registrar altas tasas de crecimiento durante la década de los 1990, a mediados de 2000, la economía de Estados Unidos comenzó a experimentar un proceso de ralentización en el dinamismo de su economía. A final de ese mismo año, se produjo un cambio en la dirección de la política monetaria que hasta ese entonces aplicó la Fed, la cual había sido de carácter contractiva, para iniciar un proceso de reducción de tasas de interés con la finalidad de producir un repunte de la actividad económica en el corto plazo.

Después de los ataques terroristas de septiembre de 2001, las medidas de política económica anticíclicas fueron reforzadas con el anuncio de un paquete fiscal que contemplaba ciertas reducciones de impuestos sobre los ingresos al mismo tiempo que el gobierno federal aumentaba los gastos de seguridad, dentro de su estrategia de lucha contra el terrorismo. La reducción de impuestos buscaba aumentar el ingreso disponible de los consumidores para que éstos pudieran incrementar el gasto total de la economía⁴.

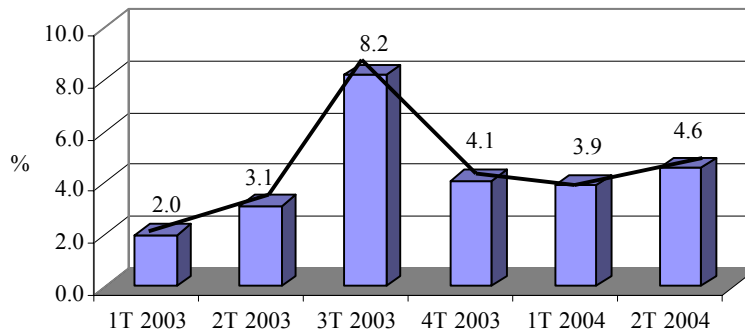
La reducción en las tasas de interés produjo una depreciación del dólar frente a las demás divisas internacionales lo cual mejoraba la competitividad de la producción doméstica de Estados Unidos que, a su vez, era reforzada por aumentos registrados en los niveles de productividad. No obstante, esa ganancia de competitividad no ha sido suficiente para reducir el déficit en cuenta corriente, además, la política fiscal expansiva ha ensanchado el déficit fiscal lo cual es motivo de preocupación⁵.

La economía estadounidense ha recuperado su auge, reportándose aumentos significativos en los niveles de empleo y consumo así como han surgido presiones sobre los precios. Por esa razón, recientemente, la Fed inició lo que tendería a ser un proceso gradual de aumentos en las tasas de interés lo cual indica el probable advenimiento de una política monetaria restrictiva consecuente con el objetivo de enfriar la economía y evitar un aumento desproporcionado en el nivel general de precios.

⁴ Para el caso de la economía estadounidense, el gasto de consumo representa dos tercios del total de gastos.

⁵ World Economic Outlook, April 2004.

Variación trimestral del PIB estadounidense



Fuente: Bureau of Economic Analysis. El dato de crecimiento para el Segundo trimestre de 2004 es proyectado.

3. Política monetaria en Centroamérica y República Dominicana

La política monetaria de los países de la región ha estado orientada a enfrentar las presiones inflacionarias generadas por los aumentos en los precios de los combustibles y las fuentes domésticas de inestabilidad en los precios.

La mayoría de bancos centrales de la región han observado cómo factores en gran parte exógenos, como los aumentos en los precios internacionales del petróleo, han propiciado la aceleración en la inflación observada en el primer semestre del año. El Banco Central de Costa Rica ha revisado su programa monetario rectificando algunas de sus proyecciones. La inflación esperada, establecida originalmente en 9%, terminaría en 11% para 2004, mientras que la tasa de crecimiento del PIB sería de alrededor de 3.9%. El BCCR comenzó a elevar las tasas de interés a su disposición y que utiliza en las operaciones de mercado de dinero. Además ha decidido modificar la pauta de devaluación que aplica al valor de la moneda doméstica. El Banco de Guatemala viene ajustando las tasas de interés de las colocaciones de certificados de depósitos desde el segundo trimestre de 2004. Aunque no ha modificado la meta de inflación de entre 4% y 6%, la inflación a final de año podría colocarse en un nivel superior a lo pronosticado. Por otro lado, el Banco Central de Honduras ha incrementado las tasas de interés efectivas para los distintos plazos de

colocación de sus títulos en moneda nacional y se perfila que la meta de inflación podría superar la banda estipulada de entre 6.5% y 7%. El Banco Central de Nicaragua, ha aumentado las tasas de interés de las letras estandarizadas en dólares a 360 días que emite por subasta, por lo que en el corto plazo, podrían observarse ajustes en la estructura de tasas de mercado. La inflación a finales de año podría supera la meta de 5%. El Banco Central de la República Dominicana ha realizado colocaciones de certificados lo cual ha permitido reducir considerablemente la aceleración en el ritmo inflacionario. No obstante, la inflación acumulada a junio de 2004 era de 31.09%, en tanto que la meta según el acuerdo *Stand-By* con el FMI era de 14%.

Comportamiento de los precios en la coyuntura macroeconómica actual

	Inflación Meta Programa Monetario Original	Inflación Esperada (revisión PMyF)
Costa Rica	9.0%	11.0%
El Salvador	2.5%	3.5%-4.5%
Guatemala	4.0%-6.0%	> 6.0%
Honduras	6.5 -7.0%	> 7.0%
Nicaragua	5.0%	6.0% – 7.0%
República Dominicana	14.0%	35% - 40%

Fuente: SECMCA con base en información de los bancos centrales miembros del CMCA.

Los países de la región son importadores de petróleo, el nivel de vulnerabilidad de cada economía depende de en que grado estos son importadores netos y de la intensidad en petróleo de sus procesos productivos. Las alzas en los precios internacionales del petróleo afectan en mayor medida a países en vías de desarrollo debido a que sus economías son más dependientes de las importaciones de petróleo y más intensivas en energía, además de que la energía suele ser utilizada con menor eficiencia que en los países desarrollados⁶.

⁶ Para una mayor discusión sobre el impacto de los precios del petróleo a los países menos desarrollados, ver a Fatih Birol, 2004, *Analysis of the Impact of High Oil Prices on the Global Economy*, Economic Analysis Division, International Energy Agency.

Sin embargo, el aumento en las tasas de interés internacionales implica una disminución en los flujos de capitales hacia las economías emergentes debido a que las tasas de interés en los Estados Unidos y los rendimientos en los mercados emergentes se mueven en dirección contraria. En ese sentido, un incremento en las tasas de interés internacionales dificulta el financiamiento con ahorros externos del crecimiento económico para los países en desarrollo⁷.

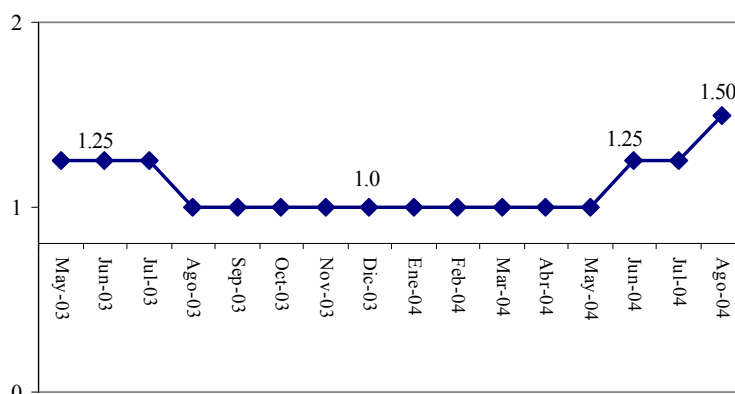
Para Centroamérica y República Dominicana, mayores tasas de interés internacionales implicarán que sus economías deberán aumentar los rendimientos pagados a los tenedores de instrumentos de deuda externa a fin de mantener un mayor atractivo ante un mercado financiero estadounidense más redituable. La buena noticia para las economías emergentes es que, contrario a épocas anteriores en donde los aumentos en las tasas de interés internacionales desencadenaron crisis de deuda, las circunstancias actuales para los países en desarrollo son distintas. Muchas economías emergentes se han estado beneficiando de los incrementos en los precios internacionales en las materias primas que han mejorado sus términos de intercambio. Sin embargo, la apreciación que experimentaría el dólar podría atenuar esos beneficios. Para los países en desarrollo importadores de petróleo, esas ganancias han sido atenuadas por los aumentos en los precios del crudo. Por otro lado, el endeudamiento público en los países emergentes está repartido en deuda denominada moneda extranjera, deuda denominada en moneda doméstica y bonos soberanos lo cual les da mayor capacidad de sortear choques de tasas de interés.

Más aún, como los rendimientos en los mercados emergentes superan a los de Estados Unidos no se espera que, en el mediano plazo, disminuyan sustancialmente los flujos de capitales. Como los agentes económicos esperaban el aumento en los tipos de interés, los mercados financieros se anticiparon de forma que, al momento de hacerse efectivo el incremento en 0.50 puntos porcentuales por parte de la Fed, ya se había estado experimentando un deslizamiento suave. Sin embargo, es necesario mantener la estabilidad

⁷ Según Emergingportfolio.com Fund Research, aproximadamente desde principios de abril de 2004, han emigrado de los mercados emergentes de acciones un total de US \$ 3.07 mil millones. Por el lado de los instrumentos financieros de renta fija, se ha verificado una salida de US \$ 829 millones desde mediados del mismo mes.

macroeconómica y acomodar los balances fiscales de forma tal que se reduzca en el mediano plazo la dependencia del financiamiento externo y disminuya la vulnerabilidad de las economías en desarrollo⁸.

Tasa de interés de los Fondos de la Reserva Federal EE UU



Fuente: Federal Reserve

4. Perspectivas

La fortaleza del dólar a finales de la década de los 1990 se debió al rápido crecimiento económico de los Estados Unidos, lo cual hizo más atractivo la tenencia de activos denominados en dólares. En 2002 y 2003, el déficit en cuenta corriente llamó a la preocupación debido a que los inversionistas extranjeros no parecían dispuestos a financiar ese saldo negativo. En ese sentido, el dólar se depreció. Sin embargo, la depreciación del dólar no fue lo suficientemente grande como para revertir el saldo en cuenta corriente debido en gran medida a que en Asia se han realizado sustanciales intervenciones en el mercado cambiario para evitar una apreciación de sus monedas. Países asiáticos como China, han acumulado cuantiosas reservas en dólares para evitar la apreciación de sus respectivas monedas y evitar pérdidas de competitividad en sus exportaciones. Al mes de

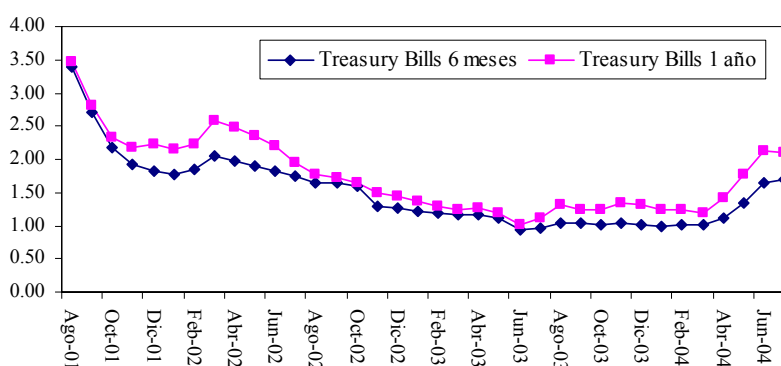
⁸ En el World Economic Outlook de abril de 2004, el FMI advierte cautela en el incremento en las tasas de interés en los Estados Unidos ante el peligro de perturbaciones importantes en la economía mundial, debido a los crecientes desbalances fiscales y en cuenta corriente, especialmente en la economía estadounidense.

abril de 2004, el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos ascendía a 48 mil 300 millones de dólares.

En un reciente discurso ante el Congreso de los Estados Unidos, el presidente de la Reserva Federal, señor Alan Greenspan, declaró que la economía estadounidense ha entrado en una expansión sostenible con una perspectiva de crecimiento entre 4.5% y 5%, por sobre el potencial, lo cual está generando cierta presión sobre los precios. Sin embargo, la inflación no aparenta ser una amenaza importante en la presente coyuntura. Estas declaraciones optimistas han dado lugar a considerar, por parte de los analistas, la posibilidad de que el ritmo de aumento en las tasas de interés podría acelerarse lo cual no debe tomar desprevenidas a las economías emergentes⁹.

En ese sentido, podría producirse una apreciación del dólar consistente con los aumentos en los tipos de interés. Esta apreciación del dólar podría acelerarse si se produjera una mayor entrada de capital hacia Estados Unidos. Las economías en desarrollo deben entonces tomar las medidas de contingencia adecuadas a fin de minimizar cualquier efecto adverso resultante de choques externos negativos de este tipo.

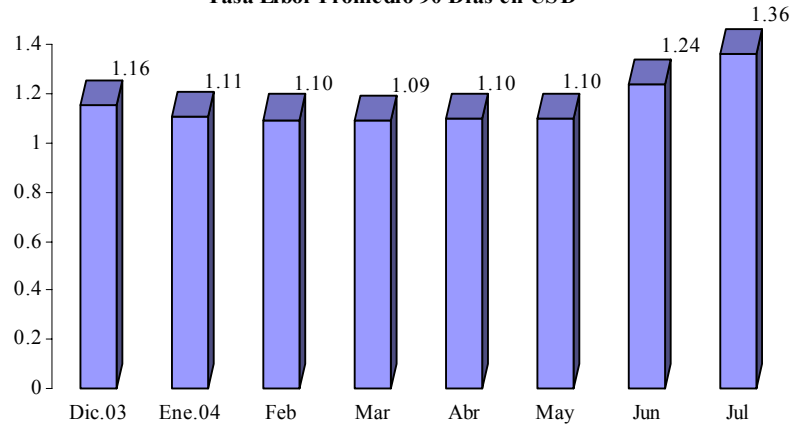
Tasas de interés de las letras del Tesoro de EEUU



Fuente: SECMCA

⁹ Los pronósticos que hacen distintos analistas financieros independientes es que la tasa de interés de la Fed terminaría entre 1.75% y 2.25% a final de 2004.

Tasa Libor Promedio 90 Días en USD



Fuente: Banco Central de Chile. Para obtener la tasa relevante para cada economía se debe agregar la prima por riesgo-país.