



Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

Informe de Coyuntura al Segundo Trimestre de 2013

I-Evolución y Perspectivas del Crecimiento Económico y la Coyuntura Internacional

1.1 La recuperación económica mundial sigue a un paso moderado

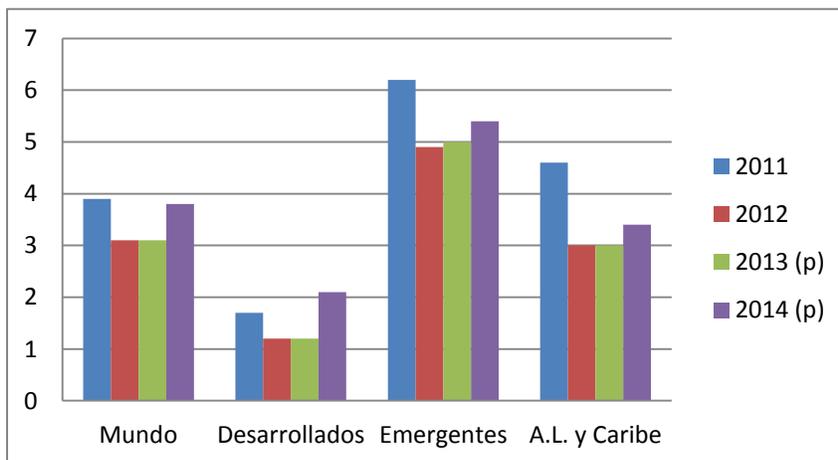
Durante el primer semestre de 2013 la economía mundial logró evadir las amenazas más serias que se cernían sobre las posibilidades de recuperación económica. En particular, se logró sostener la unión monetaria ante una potencial ruptura en la zona del Euro y se resolvió, al menos momentáneamente, la incertidumbre asociada al financiamiento de la brecha fiscal de los EE.UU.

No obstante, las perspectivas de crecimiento económico en las economías avanzadas se mantienen, en el mejor de los casos, similares a las del año 2012. En la actualización del World Economic Outlook (WEO) de julio, el FMI estima un crecimiento de 1.2% para las economías desarrolladas durante 2013.

En este grupo de países destaca una evolución dispar en el comportamiento de sus economías. Mientras los EE.UU. muestran un desempeño económico todavía modesto, éste parece mostrar algún grado de sostenibilidad. Al contrario, la zona del Euro mantendrá por segundo año consecutivo algún grado de contracción económica.

Por su parte, se espera que las economías emergentes mantengan tasas de crecimiento superiores al 5% en promedio, lideradas por el crecimiento de China, India y otras economías de Asia y Africa. Mientras que en América Latina, algunas economías como Brasil tendrán un repunte moderado en el crecimiento económico y la región, en promedio, alcanzaría una tasa de 3%.

Gráfico 1.1
Perspectivas de Crecimiento Mundial.



(p) Proyección

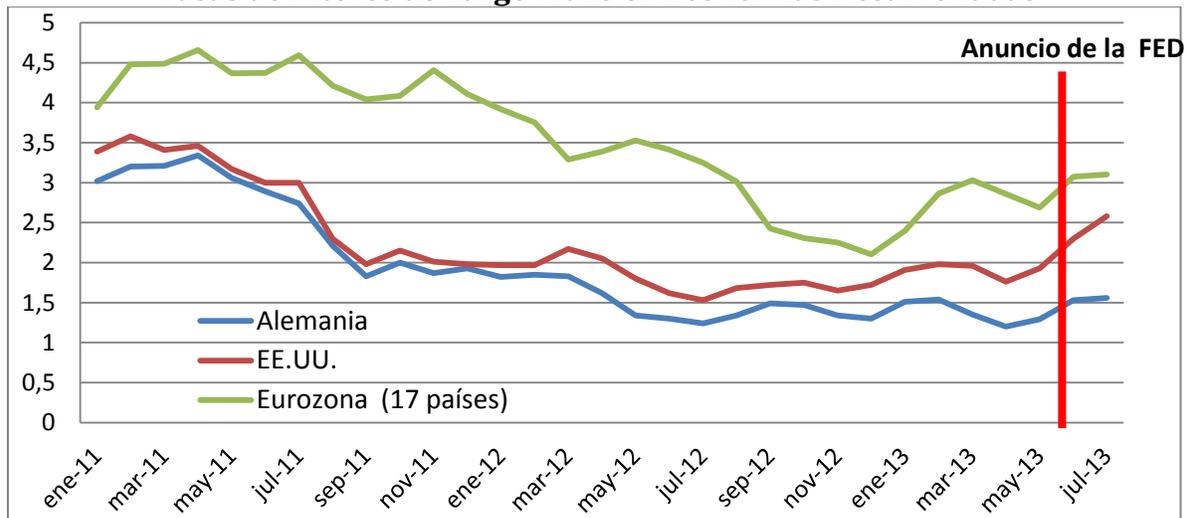
Fuente: Elaboración propia con base en información del World Economic Outlook, FMI. Julio, 2013.

En cuanto a las presiones inflacionarias, se espera que éstas se mantengan contenidas en el futuro cercano en las diferentes regiones del mundo, como resultado principalmente del todavía modesto crecimiento económico que se observa, el cual se asocia con menores presiones de demanda; y un menor impacto de los precios de los alimentos y la energía.

1.2- Condiciones y Riesgos Financieros Internacionales

Desde que el Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal de los EE.UU. anunció su plan de reducir el ritmo de compras mensuales de deuda del Gobierno (actualmente \$85 mil millones) el rendimiento de los bonos del Tesoro se ha incrementado y las monedas y los bonos de países emergentes han mostrado señales de depreciación (Ver Gráficos 1.2 y 1.3).

Gráfico 1.2
Tasas de Interés de Largo Plazo en Economías Desarrolladas

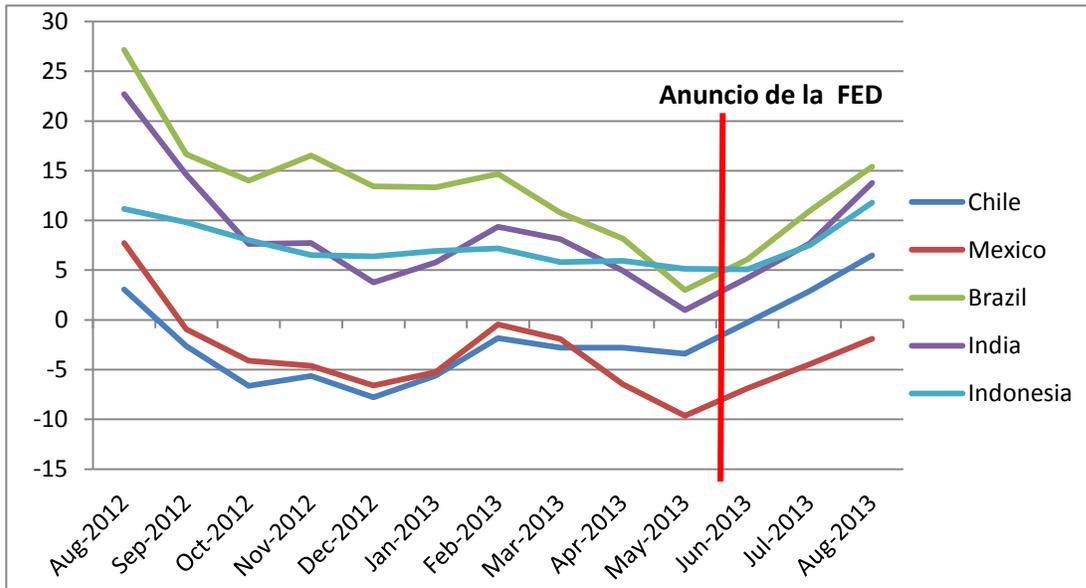


Fuente: Elaboración propia con base en información del OECD Economic Outlook, No.93.

La respuesta de los mercados financieros internacionales, probablemente haya sido sobredimensionada. Si bien quedó clara la intención futura de la FED de iniciar una política monetaria menos expansiva, lo cierto es que no dio indicios de cuándo empezaría tal medida; pues parece haber consenso en cuanto a que los riesgos asociados a una contracción monetaria en las circunstancias actuales de la economía de los EE.UU. pueden ser más peligrosos que mantener el tono actual de la política monetaria.

Sería de esperar que el proceso de reducción de compra de bonos ocurra cuando la tasa de desempleo alcance niveles cercanos al 7% lo cual, según las misma FED, no se espera que ocurra antes de mediados de 2014.

Gráfico 2.3
Países seleccionados: Variación Interanual del Tipo de Cambio Nominal



Fuente: Elaboración propia con base en información de OECD.StatExtracts y Bancos Centrales.

No obstante lo anterior, en general, las condiciones de liquidez mundial siguen siendo laxas, al punto que algunos países han considerado necesario introducir políticas macroprudenciales, e incluso implementar nuevamente los controles de capital.

En este contexto en adición al posible impacto del proceso de abandono del estímulo monetario particularmente en los EE.UU. comentado previamente, prevalecen al menos tres tipos de riesgos que vale la pena destacar, tal y como lo señalan organismos como el FMI y el BIS. Por un lado, se mantiene la relativa lentitud en el saneamiento de la banca en los países más afectados por la crisis ha retrasado el logro de recuperación fuerte y sostenible de la economía mundial.

Por el otro lado, existe evidencia de una actitud proclive a asumir mayor riesgo por parte de algunos agentes económicos. Señal de lo anterior es la posibilidad que han tenido algunos emisores (corporativos y soberanos) de calidad crediticia baja de endeudarse a tasas históricamente bajas y existe la posibilidad de que los mercados no estén valorando adecuadamente los riesgos de este tipo de financiamiento.

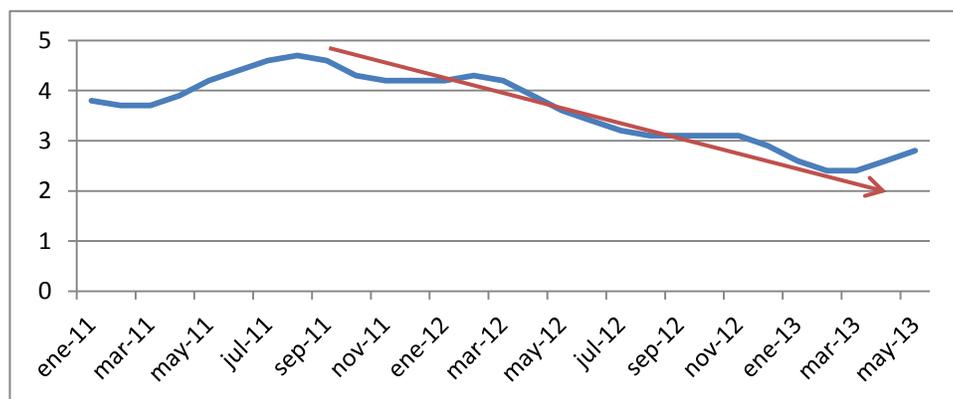
Para finalizar, no se debe olvidar el efecto que puede tener un período prolongado de condiciones favorables de tasas de interés en la creación de “burbujas especulativas”, sobre todo en las economías donde los flujos de capital han propiciado una expansión más acelerada del crédito.

II- El desempeño macroeconómico de la región Centroamericana seguirá condicionado por las condiciones externas

2.1-Se mantienen bajos niveles de crecimiento

En la mayoría de los países de la región, con excepción de Guatemala y Nicaragua, se registra un bajo crecimiento económico, medido a través del índice Mensual de Actividad Económica (IMAE), debido a la lenta recuperación de la economía mundial y pérdida del dinamismo de los factores domésticos que habían sostenido el crecimiento en años previos. Como se observa en el gráfico 1.2, la actividad productiva muestra una tendencia hacia la desaceleración desde el segundo semestre de 2011; aunque la información más reciente denota un ligero cambio de tendencia en el segundo trimestre de 2013, es posible que sea muy pronto para augurar que dicho cambio sea sostenible. En ese comportamiento ha contribuido el bajo dinamismo de la inversión tanto pública como privada y del consumo doméstico, mientras, por el lado de la oferta la desaceleración se refleja principalmente en la industria manufacturera, electricidad y en el sector de la construcción, comportamiento que se ha reflejado asimismo en una desaceleración en el crédito al sector privado.

Gráfico 1.2
CARD: Índice Mensual de Actividad Económica en Tendencia Ciclo.
-variación interanual-

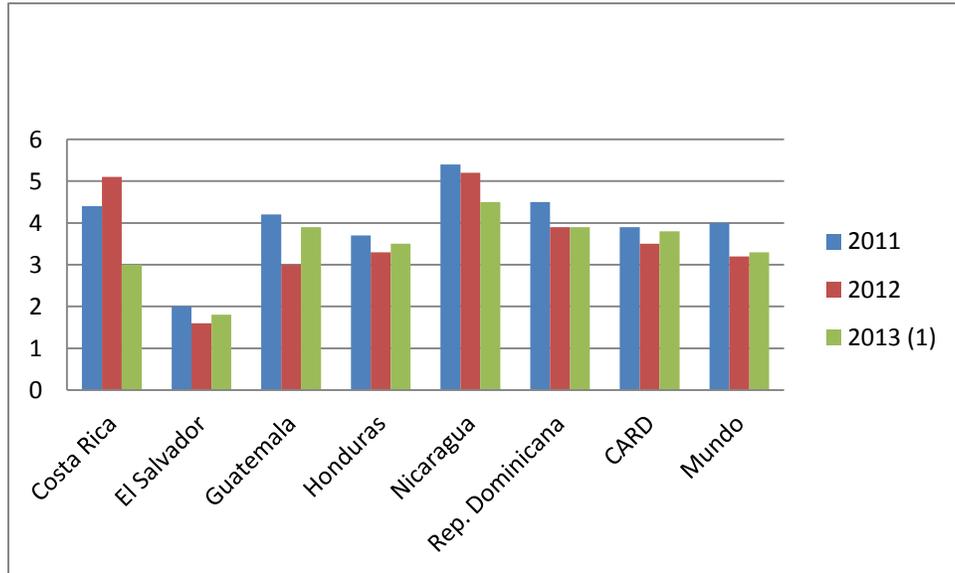


Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR/SECMCA.

Si bien el desempeño económico de la región ha estado en línea con el crecimiento de la economía mundial, existe algún grado de dispersión en la tasa de crecimiento entre los países que la componen. Por ejemplo, Nicaragua creció a un ritmo de 5.3% en promedio en los últimos dos años, mientras que El Salvador alcanzó una tasa de 1.8%.

Para el año 2013 se espera un crecimiento en la región de 3.8%, a pesar de la ralentización que se proyecta para Costa Rica y Nicaragua. Como se observa en el gráfico 1.3 el resto de los países proyectan resultados al menos iguales a los del año anterior.

Gráfico 1.3
CARD: Tasa de crecimiento del PIB



(1) Proyección

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

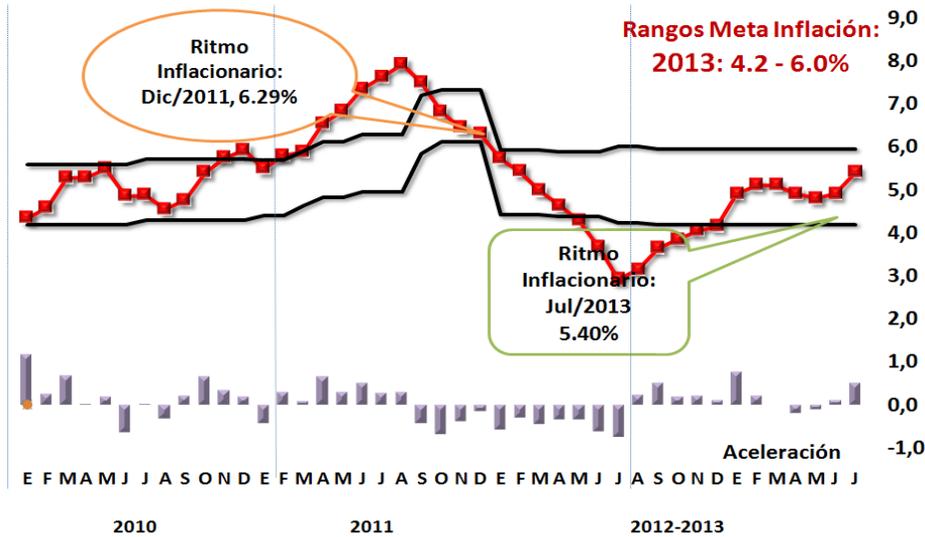
Junto con las diferencias en el desempeño económico, también las economías de la región muestran algunas diferencias entre sus sectores más dinámicos. Aun cuando la actividad agrícola sigue aportando de manera importante al crecimiento de la zona, durante los últimos trimestres llama la atención el dinamismo de otras actividades en los diferentes países, como por ejemplo la construcción y los servicios a las empresas en Costa Rica; la actividad manufacturera en El Salvador; la electricidad y comunicaciones en Guatemala y Honduras; la minería y también la construcción en Nicaragua y los servicios de intermediación financiera en la República Dominicana.

Esta diversificación en el aporte de diferentes sectores productivos fortalece la capacidad de las economías de la región para enfrentar una coyuntura donde el crecimiento económico, en el corto y mediano plazo, se mantendrá condicionado principalmente a la debilidad económica internacional, así como a las escasas posibilidades de relanzar políticas anticíclicas sin correr importantes riesgos de continuar ahondando los desbalances presentes en el sector externo y fiscal en muchos de los países de la región.

2.2 La Inflación se mantiene dentro de las metas de los Bancos Centrales

La inflación en la mayoría de los países de la región se ha estabilizado alrededor del 5% durante los primeros siete meses del año, de tal forma que el indicador promedio regional se ha ubicado dentro de los rangos de las metas de inflación definidas por las Autoridades Monetarias debido, principalmente, a los menores precios internacionales observados de algunos productos alimenticios y combustibles.

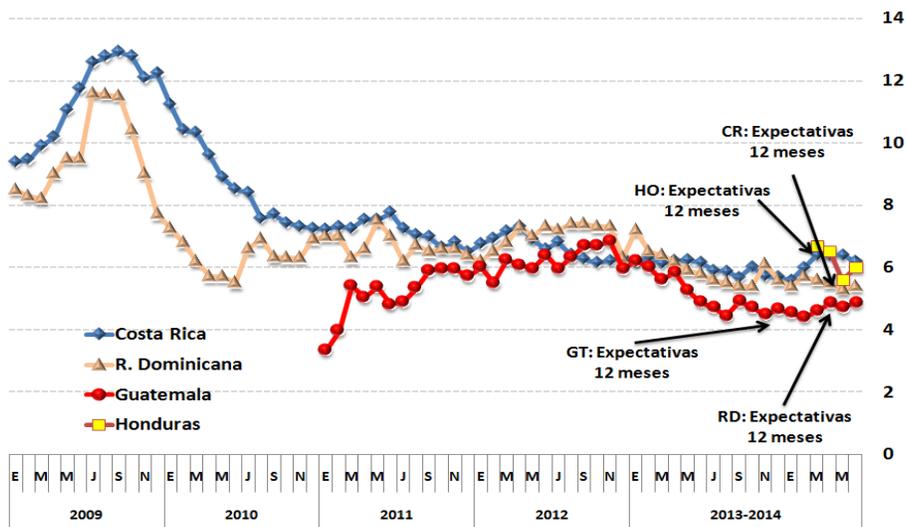
Gráfico 2.1
CARD: Ritmo Inflacionario Regional (2010:01 - 2013:07)



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

En el contexto descrito, de conformidad con las encuestas elaboradas por algunos bancos centrales, las expectativas inflacionarias en la región se han mantenido estables y se espera que progresivamente queden ancladas en torno al objetivo inflacionario. Adicionalmente, se observa que gradualmente tales expectativas han dejado de estar ancladas al comportamiento esperado del tipo de cambio en la mayoría de países de la región.

Gráfico 2.2
Países Seleccionados: Expectativas de Inflación para los próximos 12 meses.



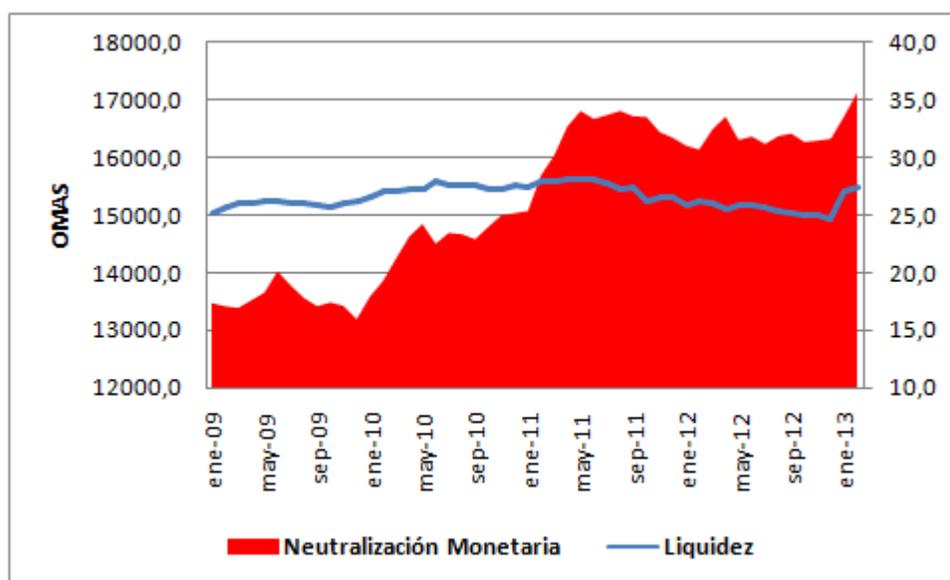
Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR/SECMCA.

2.3 La liquidez y los agregados monetarios denotan una situación estable.

Los indicadores de liquidez financiera en general, y bancaria en particular, denotan una situación holgada y estable, como se puede observar en el gráfico 2.3. No obstante, tal como se indicó con anterioridad, se manifiesta la necesidad de reforzar los análisis y acciones que tomen en cuenta el impacto que tendrán en los niveles de liquidez y las tasas de interés la eventual reversión de las políticas monetarias expansivas implantadas por los bancos centrales del mundo desarrollado, así como los vencimientos de las operaciones de neutralización monetaria llevadas a cabo recientemente por los bancos centrales en los países de la región para enfrentar las expansiones fiscales y el influjo de capitales externos.

Gráfico 2.3

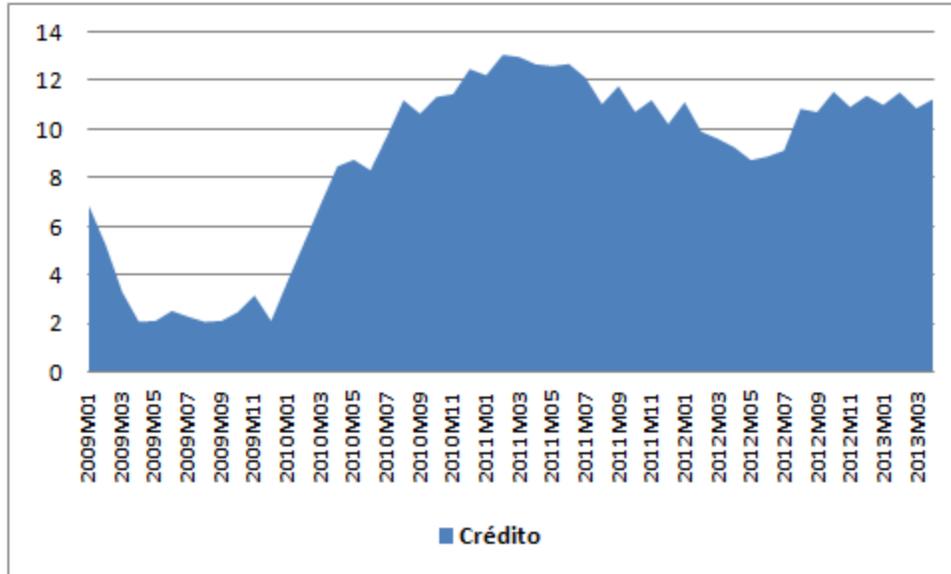
CARD: Liquidez en % (Disponibilidades + Inversiones CP/Activos Totales) y OMAS en millones de US\$ (2009 – 2013).



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

Entre tanto, a nivel regional el crédito al sector privado por parte del sistema bancario ha registrado tasas interanuales de crecimiento estables, alrededor de un 10% durante los últimos ocho meses, debido en parte a la desaceleración de la inversión, el consumo y el comercio internacional registrado en algunas de las economías del área, así como la implementación de algunas medidas de carácter macroprudencial en otras de ellas. No obstante, el comportamiento señalado para 2013 contrasta con la desaceleración que se observó durante la mayor parte de 2012, como se aprecia en el gráfico siguiente:

Gráfico 2.4
CARD: Crédito Total al Sector Privado
Tasas de variación interanual
(2011:12 - 2013:04)



Fuente: Elaboración propia con base en información proporcionada por los Bancos Centrales.

En una perspectiva más amplia, es de notar que también resultará de mucha importancia el impacto que el repago de los bonos soberanos que la mayoría de los países ha colocado en el pasado reciente. Dichos compromisos tendrán efectos relevantes sobre el comportamiento de las reservas internacionales, la liquidez y las tasas de interés domésticas, y la magnitud y velocidad de esos efectos estarán, a su vez, condicionados por la posición fiscal y monetaria que se tengan en cada país en el momento de los repagos, así como por la situación internacional, lo que además podría incidir en las posibilidades de recolocación de dichos bonos soberanos. Como se destaca más adelante, la necesidad de coordinación doméstica y regional en el ámbito de las políticas económicas es cada vez más necesaria e importante.

III. El reto de alcanzar la sostenibilidad fiscal y externa en el contexto macroeconómico actual

3.1 La sostenibilidad fiscal y los desafíos de política fiscal y deuda pública.

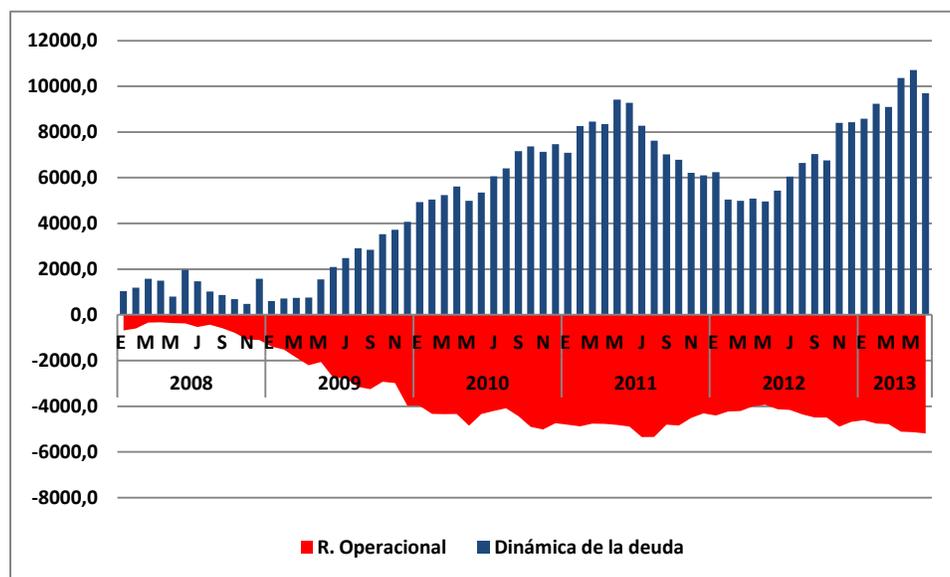
En los países de Centroamérica la evolución reciente de la deuda del gobierno ha sido un tópico de discusión importante, y ha resaltado con claridad la pertinencia de disponer de una gestión coordinada de política fiscal y monetaria para asegurar la sostenibilidad de la deuda pública y mantener la coherencia entre los objetivos de política económica. En esa coyuntura, desde el año 2010 tanto el nivel de ingresos como el de gastos públicos ha

aumentado de tal forma que el saldo operacional negativo del gobierno central se ha mantenido o agravado en la mayoría de países.

Como resultado de lo anterior, el crecimiento de la deuda pública ha registrado un ritmo ascendente desde menos de US\$2.0 miles de millones al año en 2008 hasta variaciones de alrededor de US\$10.0 miles de millones en los últimos tres años. Ese crecimiento se deriva de un mayor financiamiento para cubrir el desbalance fiscal y de las mayores emisiones de títulos para respaldar operaciones de neutralización monetaria.

La situación planteada se ha venido señalando en informes previos como un riesgo relevante que demanda un esfuerzo importante para estabilizar en el corto plazo y reducir en el mediano plazo tales resultados deficitarios. Si bien, el ritmo y profundidad de esos ajustes dependerán de la situación específica de cada país y sus efectos en la actividad económica y el empleo, tales ajustes son vitales para garantizar en el corto y mediano plazo la sostenibilidad fiscal y la estabilidad macroeconómica.

Gráfico 3.1
Centroamérica ⁽¹⁾: Saldo Operacional del Gobierno Central y Flujos de Deuda Pública.
En millones de USDólares y periodos acumulados de doce meses (2007 - 2013).



(1) No incluye República Dominicana

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

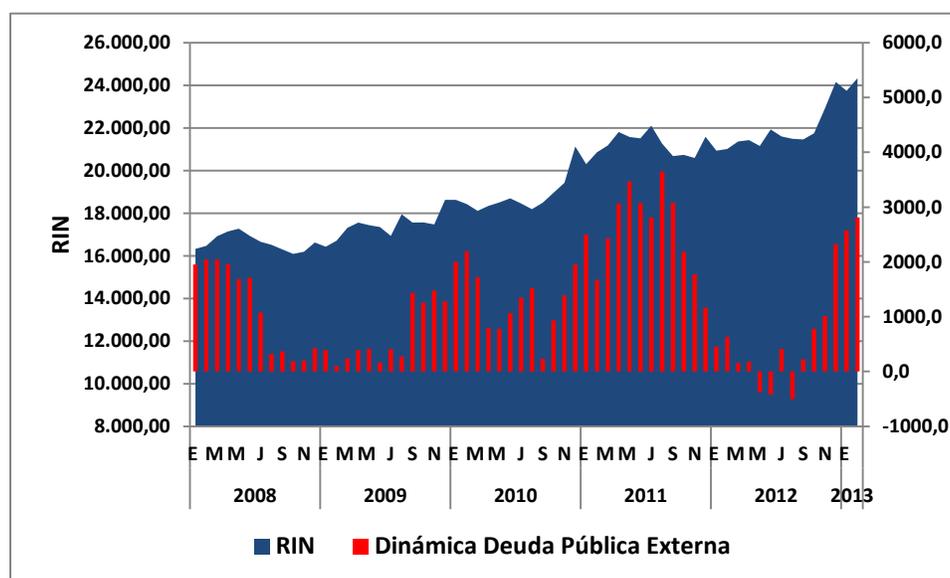
3.2 La sostenibilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos, determinantes y componentes principales del sector externo.

El análisis de la sostenibilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos de una economía es un proceso complejo en el que se incluyen varios componentes, a saber: la liquidez internacional; la dinámica y situación de la política fiscal y la deuda externa; la posición de inversión internacional; las obligaciones en moneda extranjera de corto plazo;

los precios internacionales de los bienes primarios; y, la tasa de interés internacional y el tipo de cambio. En la región, algunos de esos elementos se muestran favorables para ciertos países, mientras que otros están generando problemas de sostenibilidad o dependencia creciente del sector externo.

En efecto, los países en la región han fortalecido su nivel de liquidez internacional durante los últimos cinco años, situación que es evidente con el mayor monto de reservas internacionales netas acumuladas en el período; no obstante, buena parte de esa acumulación ha sido respaldada por la acumulación de deuda pública externa, tal como se aprecia en el siguiente gráfico:

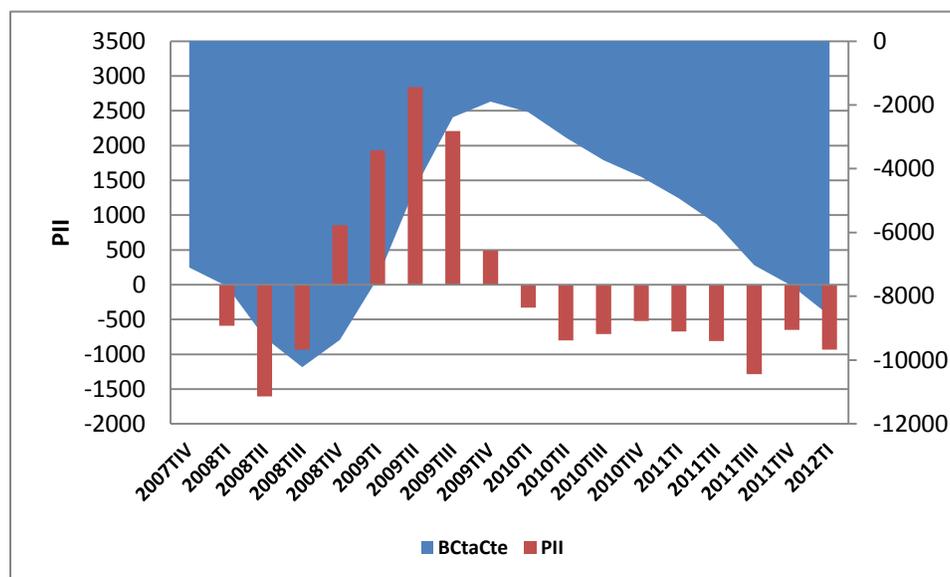
Gráfico 3.2
CARD: Reservas Internacionales Netas y Dinámica de Crecimiento de la Deuda Pública Externa. En Millones de US\$ (2008 - 2013).



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

Por otra parte, la sostenibilidad de la posición externa de un país también es posible evaluarla al comparar por una parte, el resultado de la cuenta corriente que se espera prevalezca en el mediano plazo en relación al producto y por otra, la posición de los activos externos netos en relación al producto. Ese nivel de cuenta corriente sería el adecuado para estabilizar la posición de tales activos externos netos en un nivel denominado de referencia. En una primera aproximación, con la información disponible para Centroamérica, al comparar el resultado de la cuenta corriente trimestral y las variaciones de la posición de inversión internacional, se puede inferir que los mayores déficit en cuenta corriente que se observan luego de la crisis económica y financiera global obedecen al proceso de recuperación económica y a la fluctuación de los precios internacionales de los “commodities”, mientras en el comportamiento de la posición de inversión internacional, los pasivos u obligaciones han continuado incrementándose en montos superiores a la de los activos, tal como se aprecia a continuación. (Véase Gráfico 3.3).

Gráfico 3.3
Centroamérica (1): Dinámica de la Cuenta Corriente y de la Posición de Inversión Internacional. En Millones de US\$ (2007 - 2012).



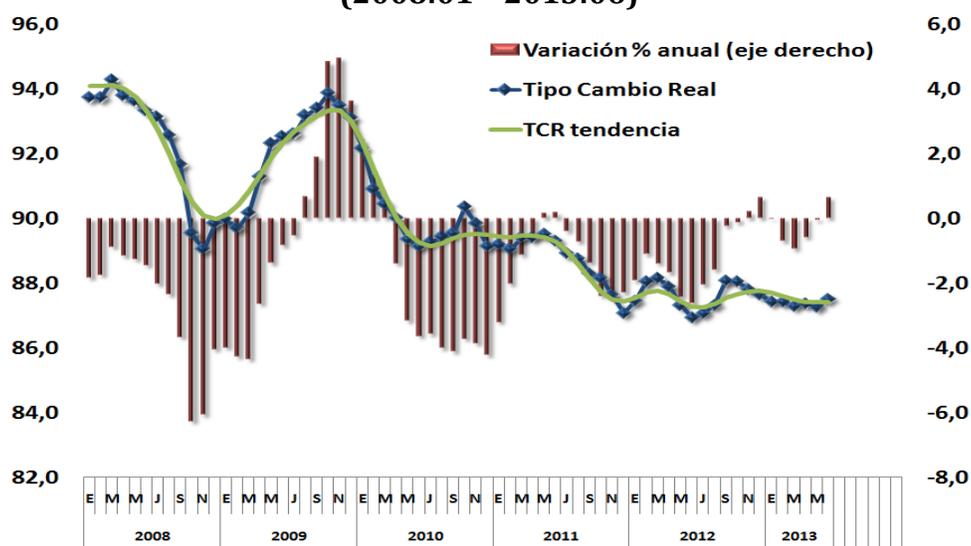
(1) Excluye República Dominicana

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

Por otra parte, la determinación del régimen cambiario idóneo constituye otro de los desafíos más importantes para los países en la región, dada la importancia que implica el régimen para el ajuste y sostenibilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos y para reaccionar ante la ocurrencia de shocks externos, así como para regular los niveles de financiamiento en moneda extranjera y los riesgos cambiarios de parte de los participantes en el mercado de crédito.

Durante el año 2013, el comportamiento del índice de tipo de cambio efectivo real ha registrado –en la mayoría de los países de la región- niveles similares de apreciación a los observados durante el año 2012. Este comportamiento es resultado principalmente del diferencial de inflación existente entre las economías de la región y sus principales socios comerciales, el que no es completamente compensado por las variaciones del tipo de cambio nominal, a excepción de El Salvador y Nicaragua. En consecuencia, a nivel regional se mantiene la tendencia de apreciación real, que se ha visto agravada en algunos países debido a la influencia combinada de factores tales como, la caída del precio internacional del café, la entrada masiva de capitales para financiar la posición fiscal o el incremento reciente de los precios de los carburantes a nivel internacional. Este panorama, viene a complicar la situación de desequilibrio de cuenta corriente ya señalado.

Gráfico 3.4
CARD: Índice del Tipo de Cambio Efectivo Real
(2008:01 - 2013:06)



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

IV. Los desafíos de la Política Monetaria Regional.

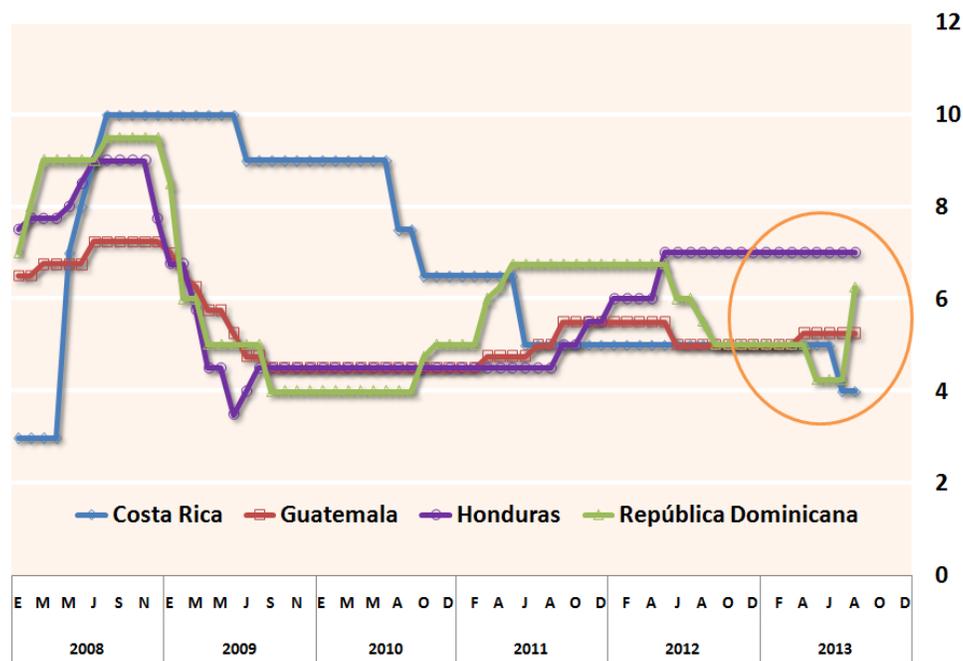
El panorama descrito hasta ahora, plantea una serie de desafíos para la gestión de Política Monetaria en la región. En particular, los bancos centrales de la región deberán enfrentar el reto de promover tasas de inflación bajas y estables en un contexto de bajo y lento crecimiento económico mundial y regional, persistente apreciación del tipo de cambio efectivo real e incertidumbre económica.

En lo transcurrido de 2013, en tres países de la región se modificó la tasa de política monetaria, en distintas magnitudes y direcciones, poniendo en evidencia una vez más que a pesar que región enfrenta choques externos comunes, los escenarios económicos son muy distintos entre los países.

En efecto, en el caso de República Dominicana el banco central disminuyó la tasa de política monetaria a 4.25% en mayo de 2013 y la aumentó a 6.25% en agosto recién pasado, señalando que este último movimiento obedece fundamentalmente al riesgo que implica la volatilidad observada en el tipo de cambio nominal y el efecto que este comportamiento puede tener en los precios, al encarecer los bienes y servicios importados y los producidos localmente y así como por su efecto desestabilizador en las expectativas de los agentes económicos. Mientras tanto en el caso de Costa Rica, el banco central disminuyó la tasa de política de 5% a 4% en junio del presente año, al considerar que no existía evidencia de presiones de demanda que desviarán la inflación del rango meta y se requería algún impulso a la demanda interna para evitar una mayor desaceleración en la economía nacional. Por su parte, en Guatemala, el banco central aumentó la tasa de interés de política

de 5% a 5.25%, tomando en consideración los riesgos que se observan en el desempeño de las economías avanzadas y el aumento en el ritmo inflacionario doméstico impulsado por presiones de demanda agregada.

Gráfico 4.1
Países Seleccionados: Tasas de Política Monetaria (2008:01 - 2013:08)



4.1 La coordinación regional es una necesidad cada vez más notoria.

A pesar que los procesos de integración regional se han intensificado en muchas áreas y se han logrado resultados satisfactorios en otras, los retos son aún grandes y sortearlos implica un esfuerzo y voluntad decidido en muchos ámbitos. Este panorama no está ausente en el caso de la política monetaria y financiera, y presenta un desafío en al menos dos dimensiones, a saber: i) en la cooperación regional en cuanto al esquema general de política monetaria y los instrumentos utilizados; y, ii) en la coordinación de la política Monetaria con la Política Macroeprudencial, sus instrumentos y mecanismos de transmisión.

Sobre el primer tema, es necesario indicar que la efectividad y eficiencia de los instrumentos de la política monetaria y cambiaria en la región están siendo afectados de manera compleja por un conjunto de fenómenos y elementos que la misma integración regional han ido forjando con el tiempo; entre estos destacan, un mercado financiero regional altamente integrado, el grado de apertura externa y movilidad de capitales, la existencia de regímenes cambiarios disimiles entre los países y la coyuntura específica de cada uno de ellos enfrenta. Estos hechos resaltan la necesidad de incrementar los esfuerzos nacionales y regionales para encontrar los mecanismos que permitan -al menos- conocer y anticipar los posibles efectos que las políticas adoptadas por un país puedan tener sobre la dinámica económica y financiera regional.

Mientras en el segundo tema, de la coordinación de ambas políticas, por sus vínculos en la transmisión de la política monetaria y en el funcionamiento de los sistemas financieros en la región, requieren una coordinación en su operatividad para evitar distorsiones en los mercados y en las decisiones económicas de los agentes privados y minimizar los riesgos en los sistemas financieros, principalmente, los de carácter sistémico y garantizar la estabilidad financiera.

Las tareas a realizar en estos ámbitos de cooperación y coordinación regional son complejas, pero son fundamentales para dotar a la región de las herramientas necesarias para enfrentar la creciente integración financiera entre países y bloques económicos de tal forma que se puedan potenciar los beneficios de los ciclos financieros internacionales y atenuar sus potenciales efectos negativos.

Centroamérica, septiembre de 2013.