



**Banco Central de Reserva
de El Salvador**

**SITUACIÓN ECONÓMICA DE LOS ESTADOS UNIDOS Y
POSIBLES EFECTOS SOBRE VARIABLES RELEVANTES
DE EL SALVADOR.**

Versión preliminar

Elaborado por
Luis Adalberto Aquino Cardona
Oscar O. Cabrera Melgar
Claudia Mayela Calderón
Xiomara Carolina Hurtado de García
Carlos Sanabria

CONTENIDO

1. DEFINICIÓN DE RECESIÓN	2
2. DESEMPEÑO RECIENTE DE EE.UU.	4
3. ANALISIS DEL CICLO ECONÓMICO DE EE.UU. Y EL SALVADOR	7
4. TRANSMISIÓN DE CHOQUES DE EE.UU. HACIA EL SALVADOR	8
4.1 Canales de transmisión	8
4.1.1 Canal Comercial	9
4.1.2 Canal Financiero	12
4.1.3 Canal de las Remesas Familiares	16
4.2 Interrelaciones Macroeconómicas	18
5. ESTIMACION DE IMPACTOS SOBRE VARIABLES RELEVANTES	19
5.1 Modelo de simulación de la desaceleración de la economía de Estados Unidos sobre el PIB de El Salvador	19
5.2 Modelo para IVAE y PIB trimestral	20
5.3 Comercio Exterior	22
5.4 Remesas Familiares y localización geográfica	23
5.5 Inversión Extranjera Directa	25
5.6 Necesidades de Financiamiento Externo del país	25
6. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	26

1. DEFINICIÓN DE RECESIÓN

El National Bureau Economic Research (NBER) es el organismo especializado y que oficializa las recesiones en EE.UU. Estos anuncios suelen producirse con retraso; el anuncio de que la economía estadounidense estaba en recesión desde marzo de 2001 se hizo efectivo por el NBER en noviembre de dicho año. Pero a diferencia de lo que toman en cuenta los medios y analistas, para este organismo recesión es considerada como recesión “*cualquier decrecimiento continuado de la actividad económica por dos o más trimestres consecutivos*”. Se refleja en varios indicadores como el PIB real, el ingreso, el empleo, la producción industrial, las ventas al por menor, etc.

El NBER trata de no circunscribir su dictamen a lo que ocurre con el crecimiento del producto interior bruto (PIB) para poner fecha a un posible episodio recesivo. Examina no solamente información estadística relativa al propio PIB, que se publica trimestralmente, sino también a indicadores mensuales sobre la renta disponible, empleo, producción industrial y ventas. Además implica la declinación significativa de la actividad económica que se manifiesta de forma amplia en toda la economía y dura más que unos pocos meses. Además de esperar la divulgación de este amplio conjunto de indicadores, debe confirmar dichos datos que en algunos casos se hayan sujetos a posibles revisiones, incluyendo las del PIB como ya se comentaba.

La prudencia y, con ella, el retraso en el anuncio del fin de una recesión se debe a que el NBER quiere estar seguro de que un hipotético retroceso de la economía correspondería a una nueva recesión, y no a una continuación de la última. Para ello debe dejar transcurrir tiempo. Para tratar de tener una medida alternativa y con mayor oportunidad, es que los medios y los analistas económicos se encuentran más inclinados por la definición de emplear como referencia datos sólo de PIB.

Además hay elementos de consistencia al referirse solamente a cifras para dictaminar estos períodos. Ejemplo: cómo puedo decir que hay expansión teniendo una tasa de crecimiento positiva del PIB; pero la actividad no da lugar a la creación neta de empleo.

El público podría prestar más atención a otras cifras que tienen que ver con un nivel de bienestar en el sentido de reflejar el verdadero coste social de una eventual recesión, a través de la destrucción de puestos de trabajo, la pérdida de renta, y los trastornos sociológicos que ello conlleva.

Hablar de una recesión también puede implicar o por lo menos condicionar las posibles intervenciones de política monetaria y fiscal, las cuales, a su vez, pueden o no pueden generar efectos estimulantes sobre la economía. Así como hay un problema para considerar la profundidad y duración de un episodio recesivo, así también hay que considerar un grado de calibración en las medidas de política aplicadas que se requieren ante un determinado

fenómeno recesivo (o depresivo en caso que la duración de la declinación sea más prolongada).

De acuerdo a NBER, desde 1854 hasta 2001, se han identificado 32 de estos ciclos en EE.UU. Los últimos dos de 1990-1991 y de 2001 han tenido etapas recesivas cortas de 8 meses.

Ciclos recientes de la economía norteamericana

Fechas de Referencia		Contracción en meses	Meses de expansión previa
May 1937(II)	June 1938 (II)	13	50
February 1945(I)	October 1945 (IV)	8	80
November 1948(IV)	October 1949 (IV)	11	37
July 1953(II)	May 1954 (II)	10	45
August 1957(III)	April 1958 (II)	8	39
April 1960(II)	February 1961 (I)	10	24
December 1969(IV)	November 1970 (IV)	11	106
November 1973(IV)	March 1975 (I)	16	36
January 1980(I)	July 1980 (III)	6	58
July 1981(III)	November 1982 (IV)	16	12
July 1990(III)	March 1991(I)	8	92
March 2001(I)	November 2001 (IV)	8	120

El NBER normalmente anuncia una *estimación adelantada* un mes después de finalizado el trimestre; *estimaciones preliminares* se anuncian dos meses después de finalizado el trimestre y *estimaciones finales*, tres meses después de finalizado cada trimestre.

En la última recesión de marzo 2001, el NBER hizo la siguiente secuencia de anuncios sobre la tasa de crecimiento del PIB del cuarto trimestre:

	<u>30 ene 2002</u>	<u>28 febrero 2002</u>	<u>28 marzo 2002</u>
Tipo de Estimación	<i>Adelantada</i>	<i>Preliminar</i>	<i>Finales</i>
PIB IV trimestre	0.2%	1.4%	1.7%

Cada una de las estimaciones son revisadas posteriormente. En julio 2003 declaró que la recesión había finalizado en noviembre de 2001.

PIB trimestral 2001	<u>I</u>	<u>II</u>	<u>III</u>	<u>IV</u>
Dato a junio 2002	1.3	0.3	-1.3	1.7

A continuación se muestra un cuadro que resume el desempeño cíclico de los principales indicadores macroeconómicos de los Estados Unidos, destacando el tipo de variable, la dirección respecto al ciclo y el tiempo, es decir, si es adelantado, coincidente o rezagado.

Estados Unidos: Desempeño Cíclico de los principales variables macroeconómicas

Variable	Dirección	Tiempo
Producción Producción Industrial	Procíclico	Coincidente
Gasto Consumo Inversión fija Inversión Residencial Inversión en Inventarios Compras del Gobierno <i>La inversión es más volátil que el consumo</i>	Procíclico Procíclico Procíclico Procíclico Procíclico	Coincidente Coincidente Adelantado Adelantado _a
Variables del mercado laboral Empleo Desempleo Productividad laboral promedio Salario Real	Procíclico Contra-cíclico Procíclico Procíclico	Coincidente No clasificado Adelantado _a
Oferta Monetaria e Inflación Oferta Monetaria Inflación	Procíclico Procíclico	Adelantado Rezagado
Variables Financieras Precios de Stock Tasa de interés nominal Tasa de interés real	Procíclico Procíclico Acíclico	Adelantado Rezagado _a
<i>_a Tiempo no definido por el Conference Board</i> Fuente: Business Cycle Indicators, April 2003,		

2. DESEMPEÑO RECIENTE DE EE.UU.

A lo largo, de estos últimos 15-18 meses, se ha tornado difícil consensuar sobre la evolución de la economía norteamericana y sobre los efectos de la crisis del mercado inmobiliario que empezara a deteriorarse en el otoño de 2006. En el interim, surgieron comentarios diversos desde los que presagiaban una recesión inminente hasta los que manifestaron que el problema de las hipotecas basura estaba contenido y tendría pocos efectos sobre la economía en general. De hecho, esto ha planteado retos aún para los expertos en realizar pronósticos. El FMI mismo, ha planteado cambio en sus revisiones de crecimiento tomando de base las perspectivas de abril y las actualizaciones de julio, la revisión semestral de octubre y la más reciente en enero 2008, especialmente para 2008. Por su parte, la OCDE daba por descartada una recesión en sus proyecciones de noviembre.

Los mercados han sido más sensibles al momento de recibir las noticias económicas incidiendo en la volatilidad de algunas variables como los índices accionarios. Igualmente,

hay “ruido” en los mercados cuando se conocen resultados de algunas carteras de bancos en problemas, o de posibles contagios de crisis especialmente en el sector financiero.

En octubre, el FMI realizó su revisión semestral de las perspectivas globales. Dicho organismo pronosticaba un crecimiento de 1.9% para Estados Unidos para 2007 y 2008; la reciente revisión de enero 2008 ubica ambos en 2.2% y 1.5%, respectivamente. Por su parte, la OCDE, un poco más optimista, pronosticó 2.2% para 2007 y 2.0% para 2008. Asimismo, declaró que descarta una recesión en dicha economía.

A pesar de esto los expertos han tenido que ir modificando sus apreciaciones conforme van conociendo más sobre las repercusiones de las crisis financiera e hipotecaria.

Los últimos datos a disposición del público son los del cuarto trimestre de 2007, que reflejan un crecimiento de apenas 0.6%, después del 4.9% en el tercero, que sigue a los de 0.6% y 3.8% del primero y segundo trimestre. Con estos datos y tomando en cuenta el concepto manejado por los “medios” para definir recesión, se podría establecer que hasta 2007 la economía de Estados Unidos no se encuentra en recesión.

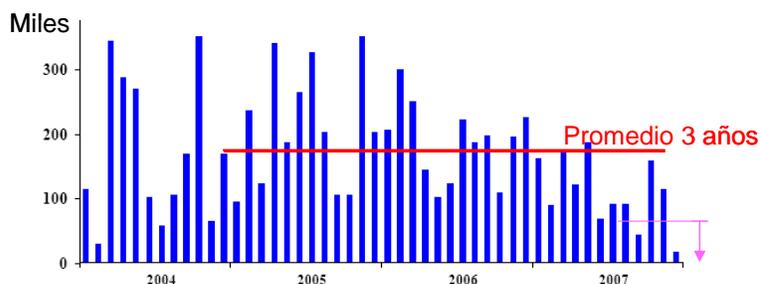
En contra de un escenario recesivo, han estado las noticias sobre que el consumo se ha mantenido fuerte. (Este aporta dos terceras partes del crecimiento global.) El mercado laboral ha sido otro de los puntales que se ha argumentado en contra de una etapa recesiva con una tasa de desempleo relativamente estable en la mayor parte del año. Aunque signos de debilidad como insuficiente creación de empleo o la caída de la confianza de los consumidores matizan este panorama.

- El crecimiento anual de las exportaciones de Estados Unidos han mostrado claras señales de declinación en las anteriores dos recesiones, en este momento este indicador parece estar estable.
- Las exportaciones e importaciones mensuales de bienes y servicios mostraron una trayectoria descendente en la última recesión
- Los reclamos por seguro de desempleo todavía no sobrepasan los 400,000 semanales, que es la cifra clave para definir problemas en el mercado de trabajo y una recesión. La tasa de desempleo ha permanecido relativamente estable alrededor de 4.7%, aunque se disparó en el último comunicado dado a conocer por la Oficina de Estadísticas Laborales (BLS).
- Nuevas órdenes de bienes durables presentaron un claro descenso en última recesión
- La tasa de utilización de la capacidad instalada no ha mostrado una trayectoria declinante como en la última recesión. Se mantiene pegada a su valor promedio histórico en 2006 y 2007.
- Un valor sostenido del índice de gestión de compras por arriba de 41.9 estaría indicando crecimiento de la actividad económica en general. En el último año solamente ha estado el indicador dos veces en terreno negativo; pero aún lejos del 41.9.

Ha llamado la atención la evolución del mercado laboral, en lo que a creación de empleo respecta, ya que en su comunicado de principios de enero el número de empleos generados

fue relativamente bajo. Igualmente, se ha notado un deterioro reciente de la confianza del consumidor, aunque no todo ha estado explicado por la actividad económica sino también a otros factores como la evolución del precio del petróleo. Pero no faltaba, hace dos meses, quienes afirmaban que los fundamentos de la economía de EE.UU. eran sorprendentemente estables.

EE.UU.: Creación de Empleo



El resultado negativo de las ventas minoristas en diciembre y los retrocesos en la producción industrial y el uso de la capacidad de instalada no parecen ser determinantes como para suponer que la actividad toque terrenos negativos el último trimestre teniendo en cuenta los datos previos a diciembre.

El mercado inmobiliario si es claramente negativo por cualquier variable que se analice: venta de viviendas nuevas y existentes, permisos e inicio de nuevas viviendas. Y consistente con estos datos, se encuentra el de la inversión real en vivienda de cuentas nacionales que indica que el crecimiento de este rubro ha resultado negativo desde el primer trimestre de 2006 promediando una tasa de -14.1% en los últimos 7 trimestres.

Bernanke respalda idea de plan de estímulo fiscal, al dar su opinión sobre las perspectivas económicas ante la Comisión de Presupuesto de la Cámara de Representantes de EE.UU. Apoya la idea de utilizar un estímulo fiscal para contrarrestar una desaceleración demasiado intensa. Por primera vez, mencionó que la inversión de las empresas se está ralentizando.

En cuanto a cualquier estímulo fiscal del Congreso, afirmó que cualquier conjunto de medidas de estímulo debe ser "rápida aplicación" y "consideró la medida de lo posible aplicarse en los próximos 12 meses más o menos." Él llama un conjunto de medidas de estímulo de \$ 100 millones como significativo.

Bush dijo que el estímulo fiscal debe ser lo suficientemente grande como para tener un impacto en el PIB. Él llama para estímulo igual a 1 por ciento del PIB. Los incentivos para que las empresas deberían resultado inmediato en el gasto en inversión de las empresas. El Secretario del Tesoro Henry Paulson añadió algunos puntos más: dijo que el conjunto de medidas de estímulo no debería afectar a largo plazo el déficit. Él ve el tamaño del conjunto de medidas de estímulo entre \$ 140 mil millones a \$ 150 mil millones.

La mayor parte debe de traducirse en alivio impositivo y que el conjunto de medidas debería estimular la creación de un número importante de puestos de trabajo. El efecto de este paquete será determinante en la evolución del PIB de Estados Unidos.

3. ANALISIS DEL CICLO ECONÓMICO DE EE.UU. Y EL SALVADOR

Aspecto generales del ciclo económico de EE.UU. y El Salvador

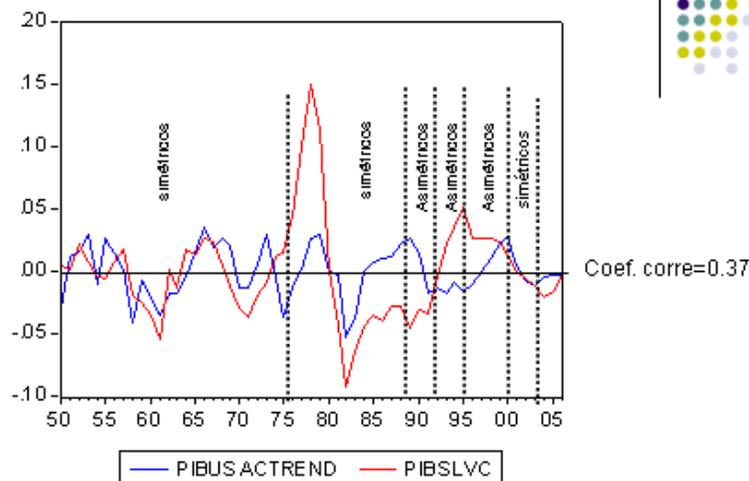
Un método de análisis de la evolución de dos economías que presenten relaciones comerciales y financieras significativas consiste en la medición de los ciclos económicos y la sincronización entre ambas. Si los ciclos económicos se encuentran sincronizados entre USA y El Salvador significa que las aceleraciones o desaceleraciones de la economía norteamericana se transmiten de forma contemporánea en nuestra economía.

El ciclo económico se define como la diferencia entre el producto interno bruto efectivo y el potencial como proporción del PIB potencial. El PIB potencial se entiende como el nivel de producción en la cual la economía se encuentra en una posición cíclicamente neutra.

Se desarrolló una medición del ciclo económico de Estados Unidos (USA) y El Salvador (SLV) para el período 1950-2010, empleando pronósticos para la primera economía de fuente FMI y estimaciones propias para El Salvador con el fin de atenuar la volatilidad presente en las últimas observaciones .

La lámina siguiente presenta una comparación de la simetría o asimetría de los ciclos económicos para el período muestral en estudio. Existen períodos que podemos tipificar como ciclos simétricos, el período 1950 a 1975, 1976 a 1990 y del período 2001 a 2006. Los ciclos asimétricos lo constituyen el período 1991 hasta 2001.

¿Son similares los ciclos económicos?



Hasta finales de los 80's fueron simétricos y desde el 2000 a la fecha. Pero durante la década de los 90's fueron asimétricos

Si medimos la relación de los ciclos económicos de ambas economías con el fin de medir la sincronía encontramos que el coeficiente de correlación estimado alcanza 0.37% entre 1950 y 2006 pero que ese coeficiente se ha reducido sensiblemente desde la década de los noventa hasta el presente. El coeficiente de correlación cruzada alcanza un valor de 0.0038 significando que los choques económicos de USA a SLV han ido disminuyendo su magnitud y la transmisión.

Una hipótesis plausible se explica por el cambio en la estructura de oferta del PIB salvadoreño donde los servicios predominan sobre la producción de bienes, servicios no sujetos a la competencia internacional, evolución que se presenta por el coeficiente de correlación que alcanza 0.91 entre el ciclo del PIB y la producción de servicios. Si estimamos la correlación del ciclo económicos USA y el ciclo de la producción de servicios en la economía salvadoreña presenta un signo negativo y un coeficiente bajo de 0.1638. Un coeficiente de correlación bajo y negativo nos muestra que ambos ciclos se mueven en diferentes direcciones. En el siguiente apartado se estimará el impacto que produce los cambios en el ciclo económico norteamericano sobre el cambio en el ciclo económico salvadoreño.

4. TRANSMISIÓN DE CHOQUES DE EE.UU. HACIA EL SALVADOR

América Latina atravesó un período de expansión económica en los últimos cinco años, que junto con medidas de política económica adoptadas por los gobiernos, dieron justificación a la opinión de diferentes organismos internacionales acerca de que la región está hoy mejor preparada y con fundamentos económicos más sólidos para hacer frente a los choques externos.

El actual deterioro de las condiciones externa vuelve relevante este tema, considerando que el PIB mundial tendrá un menor dinamismo y especialmente, el de los Estados Unidos, que de acuerdo con las expectativas del mercado se encuentra en una recesión, aunque oficialmente no ha sido declarado; adicionalmente las fuertes incrementos de precios de alimentos, de materias primas y del petróleo, así como las mayores restricciones y endurecimiento de las condiciones del mercado de crédito norteamericano y externo, pondrán presión sobre las perspectivas de crecimiento económico mundial. En ese contexto, resulta importante conocer cuáles son los mecanismos o vías por medio de los cuales esos choques pueden afectar la economía de los países.

El Fondo Monetario Internacional, FMI¹, señala que las condiciones externas antes señaladas "...podrían afectar a la región por medio de cuatro canales: i) demanda externa real; ii) descenso de los precios de los productos básicos y deterioro de los términos de intercambio a causa de la desaceleración de la economía mundial; iii) canales financieros, como el encarecimiento del costo del capital, o una salida de capitales; y iv) Un menor ingreso de remesas privadas a la región, conforme vayan reduciéndose los ingresos y el

¹ Ver "Perspectivas Económicas. Las Américas", nov 2007, páginas 35-46, Estudios económicos y financieros del FMI

crédito de los trabajadores latinoamericanos en el extranjero, sobre todo en Estados Unidos...”.

El mismo FMI planteaba en abril 2007, que “...una desaceleración de mitad del ciclo económico en Estados Unidos – en contraposición a una recesión propiamente dicha- no incidiría significativamente en el crecimiento mundial, sobre todo si se tiene en cuenta el vigoroso crecimiento en los mercados emergentes...”

Shaun (2007), en un reciente estudio del FMI² sobre el tema de las remesas familiares, señala que “...en el pasado las remesas a América Latina no han dependido claramente del ciclo económico de Estados Unidos...” y que “...los promedios de las correlaciones simples entre las remesas deflactadas y desestacionalizadas y el ciclo económico de Estados Unidos resultaron tener un valor cercano a cero...”; además, “...La regresión de las remesas en función de una serie de indicadores de Estados Unidos, empleando rezagos y teniendo en cuenta el efecto del ciclo económico doméstico, tampoco apunta a una relación clara y positiva en la mayoría de los casos...”

El trabajo de Shaun incluyó un análisis factorial dinámico con el fin de identificar si existe un “ciclo común” entre la actividad económica de Estados Unidos³ y el flujo de remesas. De acuerdo con la metodología propuesta en dicho trabajo, entre mayor sea el valor positivo de los coeficientes estimados, mayor es la sensibilidad de las remesas al ciclo económico de Estados Unidos...”. Los resultados indican que la sensibilidad es escasa o nula en la mayoría de los países, salvo para México.

Modelo de análisis factorial dinámico: Sensibilidad de las remesas 1/									
Factor	República		El		PIB de		Empleo en Estados Unidos:		
	Argentina	Brasil	Dominicana	Salvador	Guatemala	México	Estados Unidos	Construcción	Servicios
Modelo Hodrick-Prescott de componentes cíclicos - Cargas estimadas de los factores									
Ciclo de Estados Unidos	-0.13 [0,58]	-0.10 [0,68]	-0.06 [0,58]	0.09 [0,48]	0.14 [0,34]	0.66* [0,35]	0.29*** [0,06]	0.32*** [0,05]	0.24*** [0,06]
Remesas	0.55** [0,22]	0.67** [0,30]	0.31 [0,49]	-0.33 [0,57]	0.32 [0,42]	-0.02 [0,33]

Fuente: Roache y Gradzka (de próxima publicación).
1/ Los coeficientes representan la sensibilidad de cada variable en el vector observable frente a factores no observables, que representan el ciclo económico de Estados Unidos y un efecto común de las remesas. Los resultados se basan en estimaciones efectuadas a partir del componente cíclico del filtro Hodrick-Prescott. La significancia en los niveles de 1%, 5% y 10% se indican, respectivamente, con ***, ** y *. Los errores estándar de los coeficientes aparecen entre corchetes.

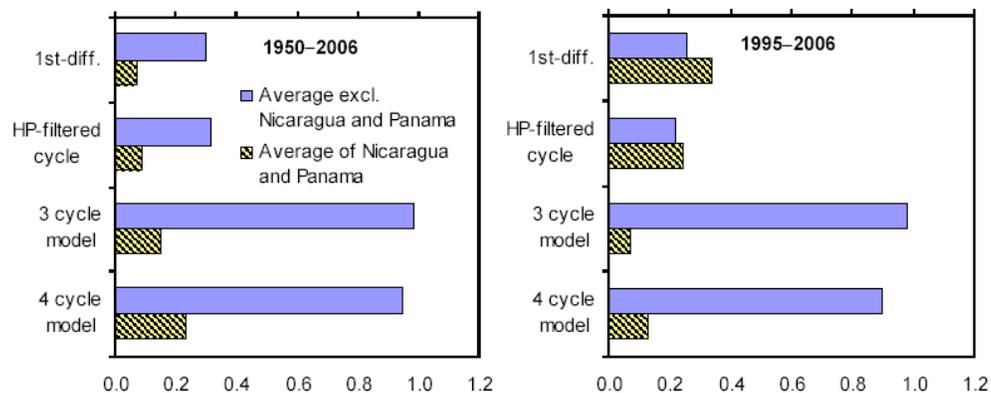
El siguiente gráfico muestra una comparación de las correlaciones promedios del componente cíclico del PIB de Estados Unidos con el PIB de los países de Centroamérica obtenidos mediante cuatro métodos diferentes. Los resultados del modelo del ciclo común indican que la correlación es mayor que la estimada por los otros métodos. El autor señala que Costa Rica, Honduras y El Salvador parecen ser más sensibles al ciclo económico de

² Ver Shaun K. Roache (2007), “Central America’s Regional Trends and U.S. Cycles”, Working Paper FMI

³ Los resultados se basan en estimaciones efectuadas a partir del componente cíclico usando el filtro hodrick-prescott.

los Estados Unidos; además reporta que es el componente cíclico y no la tendencia del PIB de Estados Unidos el que más incide en el desempeño económico regional.

Figure 6. Central America: Average Correlation of Cyclical GDP Component to the United States - Comparison of Methods 1/



Source: Author's calculations

1/ The methods include first-differenced log values, the first difference of the cyclical component from the Hodrick-Prescott filter, and the first difference of the common cycle factor recovered from the Vahid and Engle (1993) decomposition.

Fuente: Shaun, K. Roache (2007)

El autor encuentra que los países de Centroamérica son cíclicamente muy sensibles a los Estados Unidos con elasticidades altamente significativas para cuatro países. Para el caso de El Salvador estiman que la elasticidad es alrededor de 1%; lo que significaría que una caída de 1% del componente cíclico del PIB de EE.UU. reduciría el PIB de El Salvador en la misma proporción.

Table 4. U.S. GDP Growth Elasticities in Central America 1/

Country	Elasticity of the Cycle to		Elasticity of the Trend to	
	U.S. cycle	U.S. trend	U.S. cycle	U.S. trend
Costa Rica	0.90 ***	0.02	0.00	0.41 *
El Salvador	1.07 ***	0.06	-0.23	0.44
Guatemala	0.17 ***	0.01	-0.05	0.11
Honduras	0.59 ***	0.00	0.00	0.66 **
Nicaragua	0.41	0.36	-0.35	-0.86
Panama	0.10	0.03	-0.10	-0.35

Source: Authors' calculations.

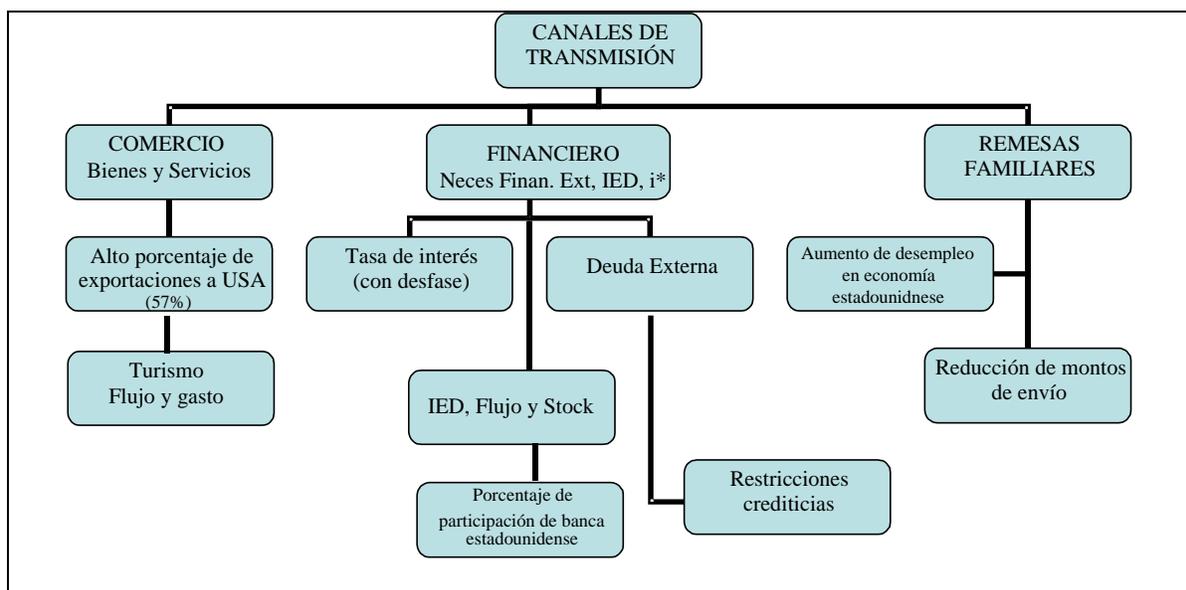
1/ Elasticity of the cyclical and trend component of growth in each economy to the cycle and trend in the United States, with ***, **, and * implying significance at the 1, 5, and 10 percent levels respectively.

Galindo y Catalán (2003)⁴ desarrollaron un modelo econométrico para los países de Centroamérica y encuentran que existe una importante dependencia del PIB con la economía de los Estados Unidos, excepto Nicaragua y El Salvador que tienen coeficientes muy bajos. Para el caso de El Salvador, ellos estiman que en el largo plazo, la elasticidad es 0.13 puntos porcentuales y para el corto plazo, estiman 0.39 puntos porcentuales. También señalan que las exportaciones de El Salvador están asociadas a la dinámica del PIB de Estados Unidos, estiman que la elasticidad de largo plazo es 2.8 puntos porcentuales y para el corto plazo, es de 1.91 puntos porcentuales. Tanto para las exportaciones como para las importaciones, ellos encuentran que el tipo de cambio real no resultó estadísticamente significativo

4.1 Canales de transmisión para El Salvador

De acuerdo con la teoría económica y evidencia empírica, se identifican tres canales por medio de los cuales la economía estadounidense puede ejercer influencia sobre la economía salvadoreña. En la figura 1 se muestra de forma simplificada una esquema sobre la forma en que los choques externos se transmiten hacia la economía doméstica.

Figura 1



Fuente: Elaboración propia

Este análisis aborda tres de los canales principales: Comercial, Financiero y de las Remesas familiares. Investigaciones realizadas por del Banco Central señalan que los dos primeros son los más relevantes para el caso salvadoreño. A continuación, se explica con más detalle cada uno de ellos.

⁴ Ver “Modelos econométricos para los países de Centroamérica”, CEPAL, LC/MEX/L.581, noviembre 2003

4.1.1 El Canal Comercial

El análisis del origen de la demanda externa, señala a los Estados Unidos como el principal socio comercial de El Salvador, tanto del lado de las exportaciones (50.8% del total, del cual 80% corresponde a Maquila) como de las importaciones (35.6% del total). Centroamérica es el segundo socio comercial, región hacia la que se destina el 33.7% de las exportaciones y de la cual proviene el 16.8% de las importaciones totales.

Gráfico 1. Exportaciones de El Salvador hacia EE.UU. y Centroamérica
Como porcentaje del Total

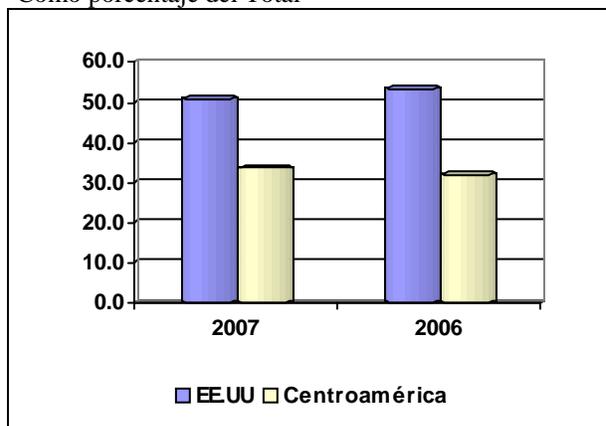
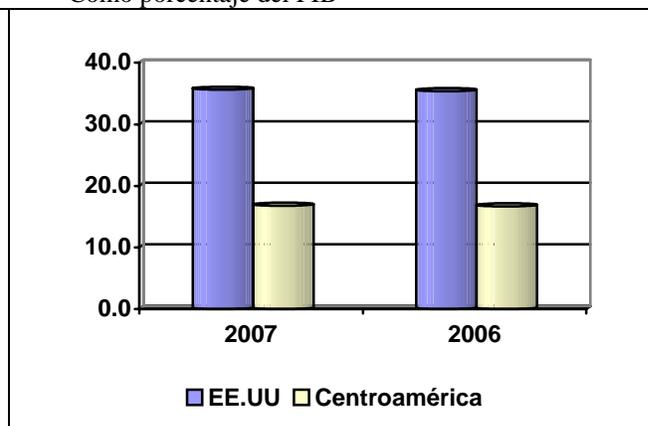


Gráfico 2. Importaciones de El Salvador Provenientes de EE.UU. y Centroamérica
Como porcentaje del PIB



Una caída del PIB de EE.UU. generaría una disminución en el empleo y aumento del desempleo –tanto global como hispano. En ese contexto el ingreso disponible de los americanos se reduce y por consiguiente, su capacidad de compra se vería disminuida. Adicionalmente el incremento de precios de las materias primas y alimentos, así como del petróleo provocará un cambio en los patrones de consumo de las familias, que podría ser menor.

Bajo ese escenario, la demanda externa procedente de EE.UU. sería menor, incidiendo parcial y negativamente sobre el volumen exportado del 50.8% que se destina hacia esa economía. Por lo tanto, el impacto dependerá de cómo evolucione la demanda agregada de los EE.UU. La demanda externa procedente de Centroamérica se esperaría continúe dinámica, considerando que la venta de productos no tradicionales está creciendo a tasas de 28.0% y se proyecta que en promedio el PIB 2008 de la región crecerá alrededor de 5.0%.

Las variaciones en los términos de intercambio, esto es, de los precios relativos de exportaciones e importaciones podrían ser un factor que incida sobre el crecimiento de Centroamérica. La región es importadora neta de petróleo cuyos precios se han elevado en los últimos cuatro años y actualmente están cercanos a los US\$137.0 por barril; es probable que se tenga una variación negativa de los términos de intercambio, lo que afectaría el volumen exportado. Por otro lado, el hecho que el dólar sigue débil respecto al euro y al yen, afecta positivamente nuestras exportaciones porque las hace más competitivas, compensando en parte los efectos anteriores.

De manera ilustrativa, la secuencia del impacto se presenta a continuación:

Demanda Agregada EE.UU.

$$\downarrow \boxed{C + I} + X - \textcircled{M} \downarrow = \text{PIB} \downarrow$$

Demanda Agregada de El Salvador

$$C + I + \textcircled{X} \downarrow - M = \text{PIB} \downarrow$$

Donde:

- C = Consumo
- I = Inversión Interna Bruta
- X = Exportaciones
- M = Importaciones
- PIB = Producto Interno Bruto

Si el C + I disminuyen, entonces las importaciones de EE.UU. bajan y le comprarán menos al resto del mundo; allí aparece El Salvador, que podría ver reducida una parte de sus ventas al exterior.

Como resultado se tendría un ampliación del déficit comercial y en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos, lo que podría elevar las necesidades de financiamiento externo, incidiendo sobre el flujo y nivel de la deuda externa del país. No hay efecto sobre el tipo de cambio nominal, pero lo que pase con el tipo de cambio real dependerá de los precios relativos entre los países y la estructura de su comercio exterior.

Gráfico 3.

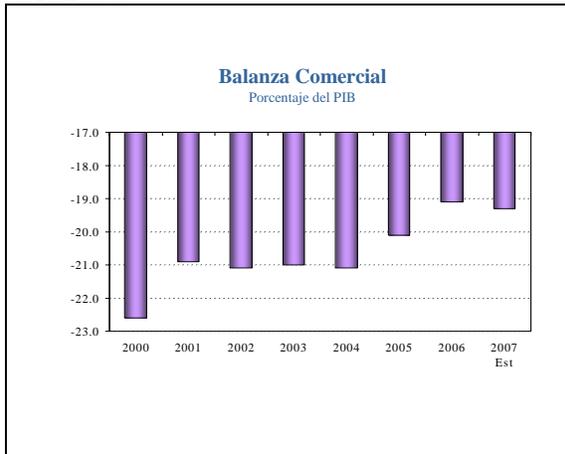
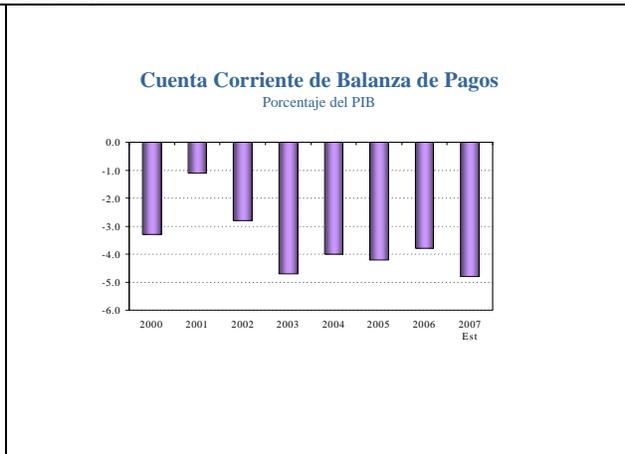


Gráfico 4.



Por otra parte, el comercio exterior de servicios también podría disminuir; esto tiene relación con el flujo de turistas (viajeros y excursionistas), su gasto y estadía promedio. La incertidumbre sobre el crecimiento económico y sobre el mercado laboral, harían que los americanos limiten su nivel de gasto –entre ellos sus viajes al exterior-; de allí que los ingresos por servicios exportados podrían ser menores, incidiendo negativamente sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos.

$$\uparrow \text{ CC de BOP} = \downarrow \textcircled{X} - M + \downarrow \boxed{\text{Servicios}} + \text{Renta} + \text{Transferencias}$$

Del lado positivo se tiene que la reducción de las tasas de interés internacionales han incidido positivamente sobre el servicio de la deuda externa; sin embargo, la FED ya ha fijado una postura contra la inflación y para abatir las expectativas inflacionarias, por lo que se espera que las tasas van a incrementarse en los próximos meses. El valor de los intereses a pagar sería mayor lo que afectará al resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos, porque esos pagos constituyen egresos de dólares del país. Por otra parte, la rentabilidad de los activos externos mejoraría ya que las empresas y personas salvadoreñas recibirán más ingresos por sus inversiones en el exterior; el efecto neto sobre el rubro de renta de la balanza de pagos, dependerá de cuál de los dos efectos domine.

$$\uparrow \text{ CC de BOP} = \downarrow \textcircled{X} - M + \downarrow \boxed{\text{Servicios}} + \textcircled{\text{Renta}} + \text{Transferencias}$$

4.1.2 El Canal Financiero

El Salvador se caracteriza por recibir flujos de capital procedentes de países con los que se tienen relaciones comerciales y financieras. Estos flujos toman la forma de préstamos externos, inversión de cartera de parte de no residentes, inversión extranjera directa, entre otros. Dichos recursos sirven principalmente para financiar el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, amortizar la deuda externa de corto y largo plazo, entre otros.

El análisis se enfoca en tres aspectos: i) Necesidades de financiamiento externo; ii) Tasas de interés; iii) Inversión extranjera directa (IED). A continuación se comentan cada una de ellas.

Necesidades de Financiamiento Externo

La pregunta relevante es si el país tendrá la capacidad de obtener de los mercados externos el flujo de financiamiento que necesita para dar cobertura al nivel de gasto de la economía, tomando en cuenta el entorno de desaceleración del PIB mundial y de los Estados Unidos, así como de mayores restricciones para acceder a los mercados internacionales de capitales.

En 2007, los requerimientos brutos de financiamiento externo del país (incluyendo sector público y privado) ascendieron alrededor de 17.5% del PIB y muestran una tendencia a disminuir con respecto a los años previos. Esas necesidades se originaron por el déficit en cuenta corriente de la Balanza de Pagos (5.5%), amortizaciones de deuda externa (4.2%), variación de activos de reserva (1.4%) y saldo de deuda externa de corto plazo (6.4%). Estas necesidades se cubrieron con la entrada de dólares-como porcentaje del PIB- en concepto de IED (7.5%), financiamiento externo por desembolsos de préstamos (1.4%), stock de deuda externa de corto plazo (6.4%) y otros flujos (2.0%). ver recuadro 1.

Recuadro 1
Requerimientos Brutos de Financiamiento Externo

	Millones de dólares			Porcentaje del PIB		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007
1. Requerimientos de financiamiento bruto	3,252.5	4,105.3	3,559.5	19.1	22.0	17.5
<i>Déficit de cuenta corriente</i>	568.8	675.0	1,118.7	3.3	3.6	5.5
<i>Amortizaciones de deuda</i>	962.7	1,524.7	853.8	5.6	8.2	4.2
<i>Variación de activos de reserva</i>	-58.9	71.6	280.2	-0.3	0.4	1.4
<i>Saldo deuda externa de corto plazo (t-1)</i>	1,779.8	1,834.0	1,306.8	10.4	9.8	6.4

Fuente: Elaboración propia

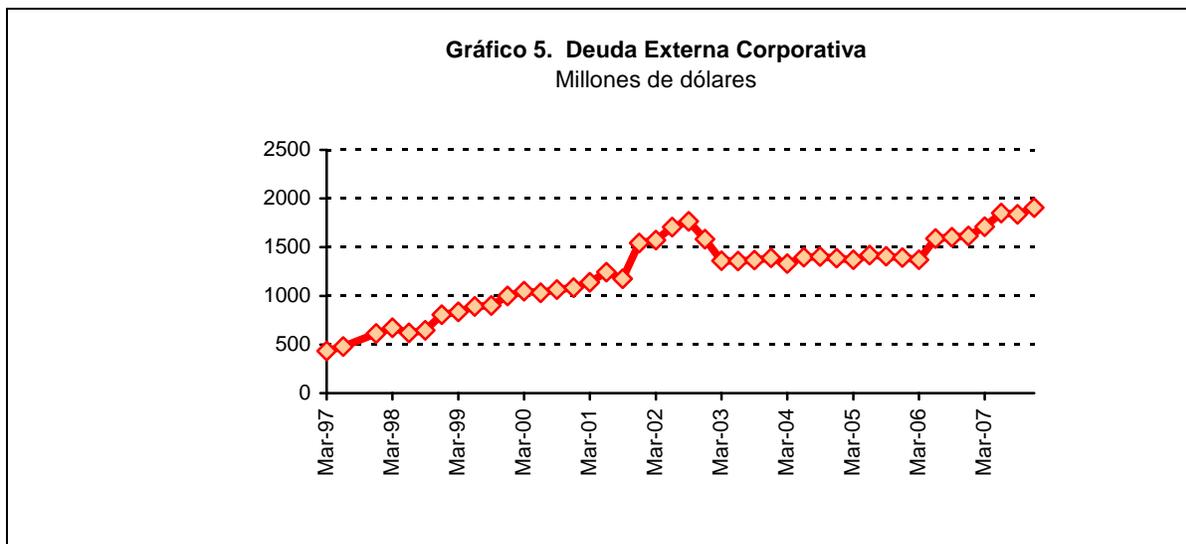
La banca local recibe financiamiento directo de los bancos internacionales, quienes asignan cupos de crédito al país. Durante 2007, en términos netos se registraron amortizaciones, lo que explica la reducción en el nivel de la deuda externa bancaria.

Recuadro 2
Líneas de crédito de Bancos Externos hacia Bancos Salvadoreños

	Dic-07	Dic-06	Flujo Anual	Tasa Crec. %
Líneas de crédito	2,615.8	2,570.8	45.0	1.8
Utilizado	814.6	1,031.7	-217.1	-21.0
Disponibilidad	1,801.2	1,539.1	262.1	17.0

Durante 2007, los bancos locales disminuyeron en 21.0% sus obligaciones externas, lo que redujo sus necesidades con el exterior.

En el caso del sector corporativo no bancario que obtiene créditos externos directamente de la banca internacional, el 80% de la deuda externa es de largo plazo y únicamente el 20% restante a corto plazo. A diciembre de 2007 el saldo llegó a US\$1,907.6 millones, incrementando en 18.1% el uso de fuentes externas para financiar sus proyectos. Dicho saldo representa el 23.0% del total de la cartera de préstamos de la banca local. (ver gráfico 5). En el caso extremo, si el sector corporativo no pudiera renovar los vencimientos a corto plazo de su deuda externa tendría que buscar ese financiamiento con la banca local, dando lugar a un cambio de acreedor.



Por su parte, desde agosto 2006 el Gobierno ha cambiado su estrategia de financiamiento, no ha emitido Eurobonos y en cambio, a recurrido al mercado local para cubrir sus necesidades de fondeo. Esto explica, en parte, la disminución de las necesidades de financiamiento proveniente de los mercados de capitales internacionales. Los desembolsos de préstamos externos, contratados con anterioridad, con organismos bilaterales o multilaterales continúan vigentes, pero éstos no están expuestos a la incertidumbre de los mercados emergentes.

Inversión Extranjera Directa: Saldos y flujos

El flujo de Inversión Extranjera Directa (IED) mostró un récord en 2007 alcanzando US\$1,525.6 millones, debido a la venta de los principales bancos locales; el 44% de dicho flujo corresponde a inversiones de empresas americanas. Hasta diciembre de 2007, del saldo total de IED ascendió a US\$5,182.5 millones⁵, del cual el 36.1% proviene de los Estados Unidos, seguido por Panamá y México (ver recuadro 3). Es por esta vía que podría darse un efecto adverso sobre esta variable.

⁵ Excluye préstamos entre empresas de IED.

Recuadro 3]
Saldos de Inversión Extranjera Directa Total y proveniente de EE.UU.
 Millones de dólares y porcentaje

PAIS	2005 ^{1/}	2006 ^{2/}	2007 ^{2/}	2005 ^{1/}	2006 ^{2/}	2007 ^{2/}
EEUU	1,358.9	1,371.8	1,870.9	38.7	36.7	36.1
Panamá	144.5	212.3	1,053.5	4.1	5.7	20.3
México	647.8	655	714.4	18.5	17.5	13.8
Islas Vírgenes	356.2	355.9	356.6	10.2	9.5	6.9
España	195.2	195.3	205.4	5.6	5.2	4.0
Canadá	130.3	145.3	153.6	3.7	3.9	3.0
Costa Rica	67.4	70.1	104.2	1.9	1.9	2.0
Guatemala	70.4	93.4	96.3	2.0	2.5	1.9
Alemania	89.4	92.2	93.6	2.5	2.5	1.8
Bahamas	68.6	74.9	75.2	2.0	2.0	1.5
Otros	380.1	468.8	458.8	10.8	12.6	8.9
TOTAL	3,508.8	3,735.0	5,182.5	100.0	100.0	100.0

Nota: excluye préstamos entre empresas de IED

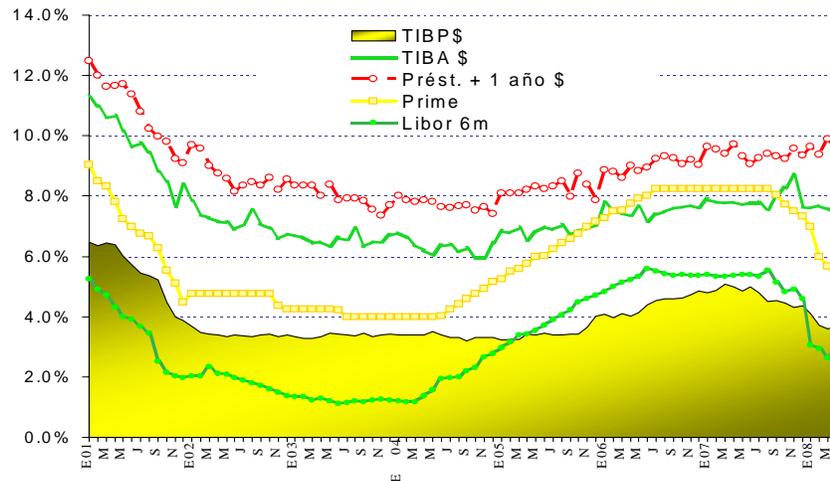
Si las empresas americanas registran menores ingresos y por ende sus utilidades disminuyen o bien, absorben las pérdidas derivadas del mercado subprime, esto podría obligarlas a disminuir o retirar sus operaciones en otros países. Un efecto primario sería la no llegada de nuevas inversiones, seguido de la reducción o liquidación de las ya existentes.

Tasas de interés internacionales

La actual coyuntura ha llevado al Banco de la Reserva Federal (FED) a relajar la política monetaria, bajando las tasas de interés de los fondos federales. Actualmente su nivel se ubica en 2.0%, habiendo disminuido 225 puntos base. El mercado está esperando que la FED incremente las tasas de interés hacia finales del año y durante todo el 2009.

Un incremento de la tasa de interés del FED se trasladaría en aumento a las tasas de referencia internacional, lo que elevaría el costo de recursos del exterior; en principio se esperaría que dicho aumento se traslade gradualmente hacia las tasas activas y pasivas locales. Por otro lado, el servicio de la deuda externa sería más alto mientras que la rentabilidad de los activos externos e internos aumentará, por lo que el efecto neto sobre la riqueza financiera dependerá de cuál de los impactos sea mayor.

Gráfico 6. Tasas de interés internacionales y locales
Período 1991 – 2008



Hasta el año 2000, no había una clara relación entre las tasas de interés externas con las locales, incluso la correlación entre ambas era baja y con signo contrario al esperado; esto se debía a que la cartera de depósitos y préstamos estaba mayormente denominada en colones y, a que la proporción en dólares en ambas era baja.

A partir del 2001 con la vigencia de la Ley de Integración Monetaria (LIM) se da un proceso de mayor integración financiera entre Estados Unidos y El Salvador, tal como la teoría económica señala. En ese sentido, el 100% de los depósitos y préstamos pasó a denominarse en dólares; a la vez se empieza a observar una correlación positiva y mayor que antes entre las tasas externas y las tasas locales. Este aspecto se consolida aun más con la reciente adquisición de los principales bancos locales, en manos de bancos internacionales, algunos de ellos de origen americano.

Período 2001 - 2007

Gráfico 7.

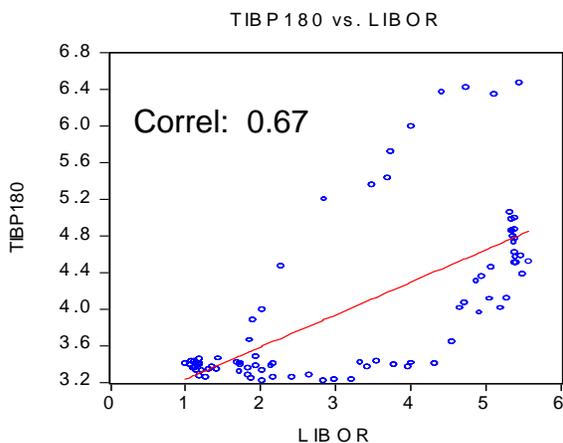
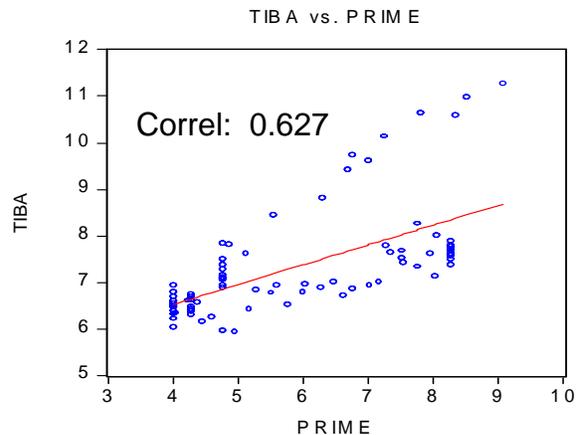


Gráfico 8.



Los bancos locales tienen como principal fuente de fondeo los depósitos (77.9%), seguido por préstamos externos (11.3%) y otros que incluyen títulos de emisión propia (10.8%). Se esperaría que las tasas de interés locales se ajusten a las externas en forma gradual, en la medida que los bancos locales adecuen sus costos de fondeo.

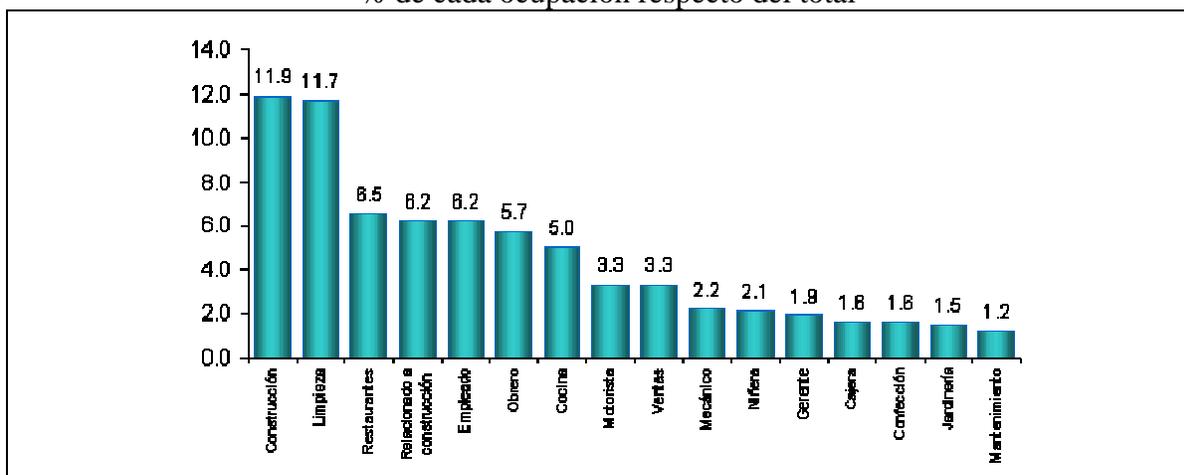
4.1.3 El canal de las remesas familiares

El tercer canal de transmisión se refiere a las remesas familiares. Como se sabe este tipo de transferencias se registran como parte de la cuenta corriente de la Balanza de Pagos y forman parte del Ingreso Nacional Bruto Disponible. Si las remesas aumentan (caen) mejoran (deterioran) el balance del sector externo y por consiguiente, disminuye (aumenta) la necesidad de financiamiento externo del país. El menor crecimiento del PIB de EE.UU. ha elevado la tasa de desempleo global (5.5%) e hispano (6.9%), esto podría afectar el ingreso de las familias salvadoreñas que viven en ese país y se espera que éstas continúen creciendo, pero lo harían a un ritmo similar al del año anterior.

$$\uparrow \text{CC de BOP} = \downarrow \text{(X)} - \downarrow \text{(M)} + \downarrow \text{Servicios} + \text{Renta} + \downarrow \text{Transferencias}$$

Si las remesas reducen su tasa de crecimiento, las familias beneficiarias de ese dinero tendrán menos recursos para gastar ya sea en bienes producidos localmente (lo que reduce la demanda interna y por consiguiente también la producción) o bien los de origen importado. Esto último significaría una disminución de la importaciones de consumo y una mejora tanto en la brecha comercial como en el déficit de la cuenta corriente; en esa dirección y proporción se reduciría la necesidad del ahorro externo.

Gráfico 9. Salvadoreños en Estados Unidos
 Ocupaciones de Salvadoreños en los Estados Unidos
 % de cada ocupación respecto del total



Fuente: García y Palacios (2007)

Los resultados de la Encuesta 2007 a salvadoreños en el exterior realizada por el Banco Central⁶, indica que cerca del 88% de nuestros compatriotas trabaja en diversas actividades principalmente del sector servicios; este hallazgo es positivo para el tema de remesas, en el sentido que las actividades de servicios -a la fecha- no son las mayormente afectadas por el problema del subprime ni de lo que ocurre en el sector de la construcción y vivienda. Sin embargo, al igual que los otros indicadores económicos es importante monitorear permanentemente su evolución.

EE.UU. Tasa de Desempleo: Global, hispano y por Estados

Gráfico 10. Global e Hispano

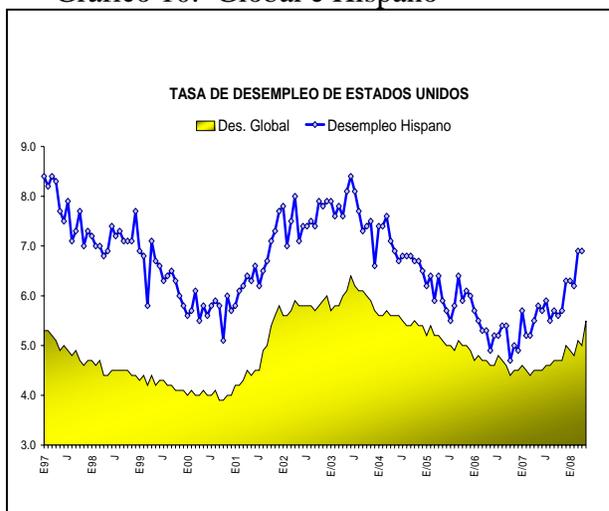
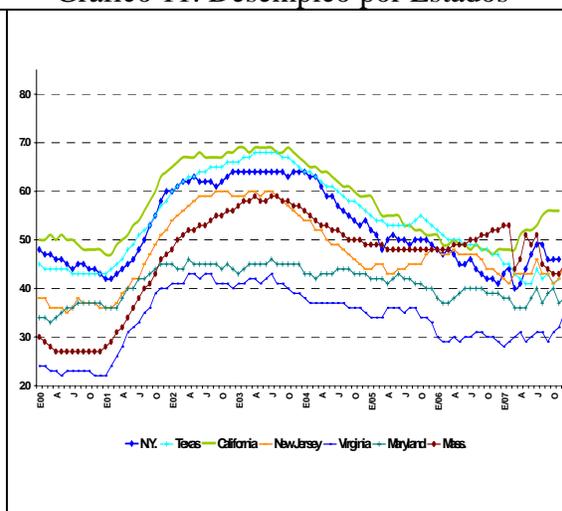


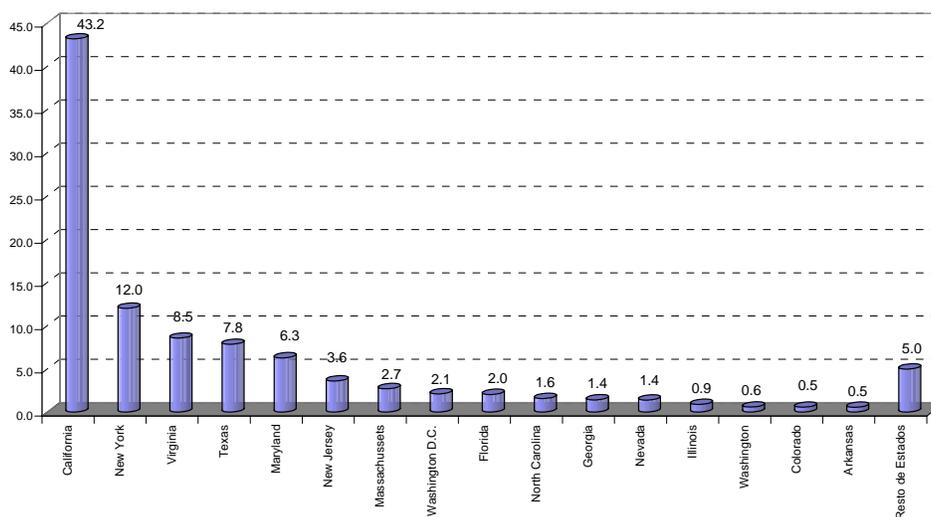
Gráfico 11. Desempleo por Estados



La tasa de desempleo global en Estados Unidos fue 5.5% a mayo 2008 y el desempleo hispano se mantuvo en 6.9%. Se observa que el desempleo está aumentando en los Estados de California (6.2%), Washington (6.0%), Illinois (5.4%), Nort Carolina (5.4%) New York (4.7%) y New Jersey (5.0%). Según Bendixen y Asociados (2004), el mayor porcentaje de salvadoreños que envían remesas familiares se concentra en California (43.2%), New York (12.0%), Virginia (8.5%) y Texas (7.8%). De lo anterior, se desprende la importancia de monitorear permanentemente la evolución de la tasa de desempleo en los Estados donde se concentra la mayor proporción de los que envían remesas.

⁶ Ver documento “Conociendo más de los Salvadoreños en Estados Unidos y sus remesas familiares-Resultados Encuesta 2007”, disponible en el web site del BCR: <http://www.bcr.gob.sv/publicaciones>

Gráfico 12. Salvadoreños en Estados Unidos que envían remesas
Porcentaje que vive en cada Estado



Fuente: Bendixen y Asociados (2004). "State by State. Survey of Remittance Senders: U.S. to Latin America".

4.2 Interrelaciones Macroeconómicas

Para enlazar los posibles efectos mencionados que se derivan de los canales de transmisión antes descritos, con el resto de variables de la economía, se incluye rápidamente un repaso de las principales interrelaciones macroeconómicas. Las identidades de la contabilidad nacional son una herramienta valiosa para vincular el resultado de las cuentas externas del país con las necesidades de ahorro e inversión, así como con el ahorro externo.

Ahorro Interno:

$$\downarrow \text{PIB} - \text{Consumo} \downarrow = \text{Ahorro Interno} \downarrow$$

Ingreso Nacional Bruto Disponible:

$$\downarrow \text{YNBD} = \downarrow \text{PIB} - \text{Pago de factores} + \text{Transf. externas netas} \downarrow$$

Ahorro Nacional Bruto

$$\downarrow \text{Sn} = \downarrow \text{YNBD} - \text{Consumo} \downarrow$$

Cuenta Corriente de balanza de pagos igual al Ahorro Externo:

$$\downarrow \text{Sn} - I = \uparrow \text{CC} = - \text{Se} \uparrow$$

Absorción: enfoque de las brechas:

$$(S - I) \text{ privado} + (S - I) \text{ público} = CC = - Se$$

$$\uparrow \text{ Brecha privada} + \uparrow \text{ Brecha pública} = \uparrow CC = - Se \uparrow$$

Donde: I = Inversión
CC = Déficit en Cuenta Corriente
Se = Ahorro Externo (endeudamiento externo)
YNBD = Ingreso Nacional Bruto Disponible

Si la disminución del PIB excede la reducción del consumo, entonces se genera un menor ahorro interno del país. Si a esto se agrega que el país recibiría menos remesas familiares entonces, se tendría un menor ingreso nacional bruto disponible.

Con un menor ingreso se reduce la capacidad de ahorro nacional sino no se modifica el nivel del gasto agregado. En esas circunstancias, no se tendría toda la capacidad de financiar -con ahorro interno- los niveles de inversión y consumo tanto privado como público.

Dado el régimen monetario vigente, la oferta monetaria es endógena y cualquier estrechez de liquidez deberá satisfacerse mediante fuentes externas de recursos; lo anterior implicaría buscar más ahorro externo para mantener el nivel del gasto corriente e inversión de la economía, de los sectores privado y público.

La otra opción es que dado la reducción del ingreso y por ende de la capacidad de compra, el ajuste se da vía disminución del nivel del gasto de la economía –ya sea en consumo o en inversión privada, pública o en ambos- para adecuarse al nuevo nivel de ingreso y para no elevar las necesidades de financiamiento externo; por su puesto que esta vía traería consecuencias sobre el nivel de actividad económica.

5. EVIDENCIA DE IMPACTOS DE LA ULTIMA RECESIÓN 2001

El análisis de la información sobre lo ocurrido en la economía norteamericana durante 2001 permite obtener datos importantes del efecto ocasionado por la última recesión en los Estados Unidos sobre los principales indicadores económicos de El Salvador. Al respecto, se analizaron las tasas de crecimiento trimestrales de las exportaciones, remesas familiares, producto interno bruto trimestral, depósitos totales y crédito al sector privado.

Es importante recordar que el año 2001 no fue normal, ni en Estados Unidos ni en El Salvador. Estados Unidos entraba en recesión en marzo y se declara el final de la misma en noviembre de 2001 (duración de ocho meses). Además, el entorno internacional se volvió incierto a partir de los ataques terroristas del 9 de septiembre en New York.

En el plano doméstico El Salvador estrenaba un nuevo régimen monetario, la dolarización, vigente a partir del 1 de enero de 2001. Trece días después, ocurre un terremoto y en los siguientes treinta días un segundo terremoto; ambos ocasionaron pérdidas equivalentes a 13% del PIB. A esto se sumó la caída en precios del café y el alza en los del petróleo. Tomando en cuenta lo anterior, a continuación se comentan los resultados observados en los principales indicadores de El Salvador.

5.1 Exportaciones

El resultado observado de las ventas al exterior no se puede atribuir al efecto de la recesión, ya que se sumaron una serie de factores internos y otros externos como por ejemplo, bajos precios de café.

En 2001, las exportaciones totales cayeron 2.6% y las remesas familiares aumentaron 9.1% anual (ver recuadro 3). En los trimestres I, II y IV de 2001 la tasa de crecimiento de las exportaciones totales fue negativa, excepto en el III trimestre (ver gráfico 13). Las tradicionales disminuyeron en todos los trimestres y el resultado al final del año también mostró una reducción de 42.1%.

En el caso de las No Tradicionales, éstas registraron tasas positivas en los tres primeros trimestres; únicamente en el cuarto disminuyeron (ver gráfico 14), pero el final del año el crecimiento fue 3.1%. Similar comportamiento mostró la maquila (ver gráfico 15) que cerró el año con un crecimiento de 2.6% anual. Al excluir maquila, el resultado fue negativo en tres trimestres, excepto en el III trimestre (ver gráfico 16).

Recuadro 3
Exportaciones Totales: Un año antes y después de la recesión (2001)

2001: EXPORTACIONES TRIMESTRALES Tasa de crecimiento interanual	2001				2002: EXPORTACIONES TRIMESTRALES Tasa de crecimiento interanual	2002				
	I	II	III	IV		TODO EL AÑO	I	II	III	IV
Totales	-3.5	-3.7	1.9	-5.3	-2.6	-3.9	4.8	5.1	13.2	4.6
Tradicionales	-42.1	-45.5	-36.6	-38.4	-42.1	-23.7	-34.9	-27.1	51.1	-21.5
No Tradicionales	3.4	8.9	9.7	-7.7	3.1	0.6	7.3	6.9	12.1	6.7
Maquila	7.3	2.1	2.5	-1.3	2.6	-2.6	9.8	6.6	12.2	6.5
Total sin maquila	-13.9	-10.1	0.8	-10.6	-8.9	-5.6	-1.6	2.8	14.6	2.0

Un año después de la recesión en Estados Unidos, las exportaciones del país mejoraron aumentando 4.6% en 2002. Todos los rubros registraron tasas positivas, excepto las Tradicionales; sin embargo, su resultado fue mejor que en 2001. En esto incidió la corta duración de la recesión (8 meses).

5.2 Remesas familiares

En 2001, las remesas familiares aumentaron 9.1% anual. En los cuatro trimestres se registraron tasas de crecimiento positivas (ver gráficos 17 y 18). El siguiente año las remesas crecieron 1.3% . La necesidad de reconstrucción post-terremotos dio origen a un incremento anormal en el flujo de remesas familiares, ya que los salvadoreños que vivían en Estados Unidos incrementaron su ayuda familiar para ser solidarios con sus parientes; lo anterior, a pesar de la recesión en la economía norteamericana. Por esta misma razón, las

tasas de crecimiento de 2002 resultan anormales, porque se comparan contra un año previo que presenta las características antes descritas.

Gráfico 13.

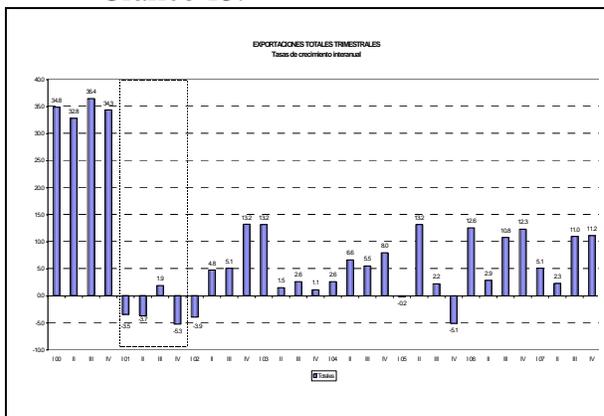


Gráfico 14.

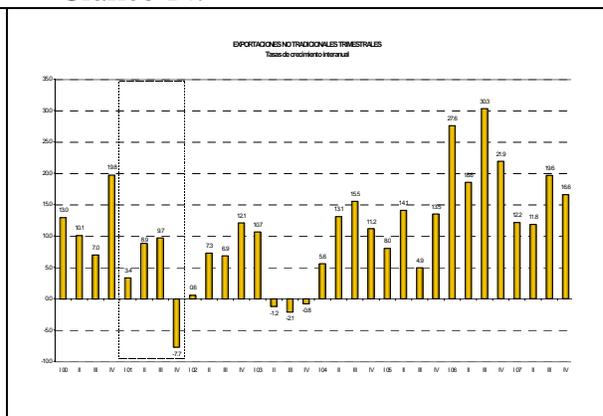


Gráfico 15.

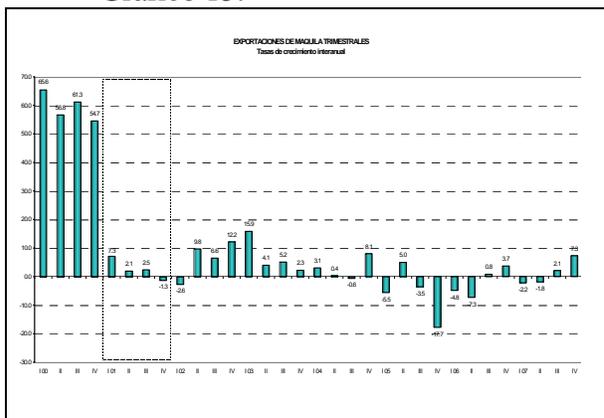


Gráfico 16.

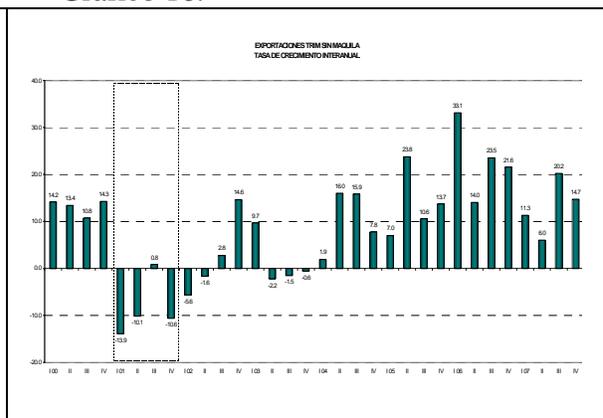


Gráfico 17.

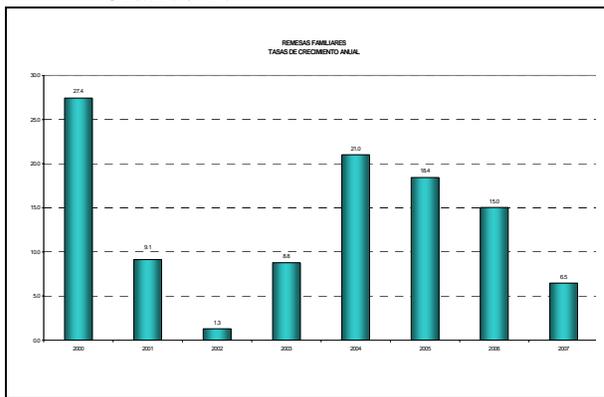
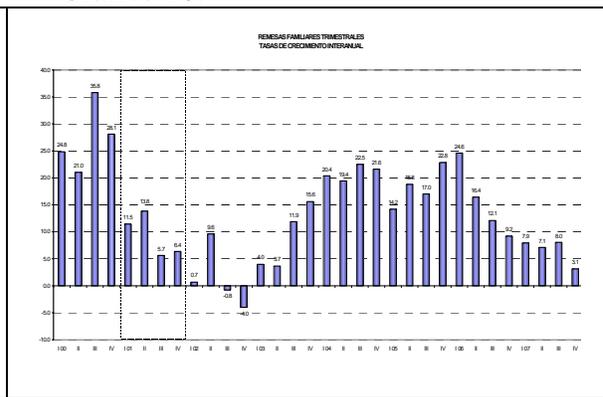


Gráfico 18.



5.3 Depósitos y crédito del sector privado

En 2001, los depósitos totales aumentaron 8.2% y los del sector privado crecieron 8.9% anual. Por su parte el crédito a sectores productivos se redujo (-5.4% anual), logrando una rápida recuperación en el 2002, al crecer 7.0% anual.

Los dos terremotos del 2001 incidieron en el comportamiento de la intermediación financiera, ya que muchas empresas tuvieron que diferir sus proyectos de inversión para atender la emergencia y las labores de reconstrucción.

Gráfico 19.

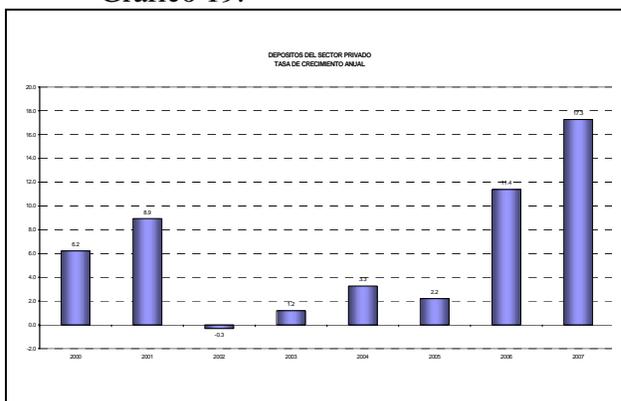
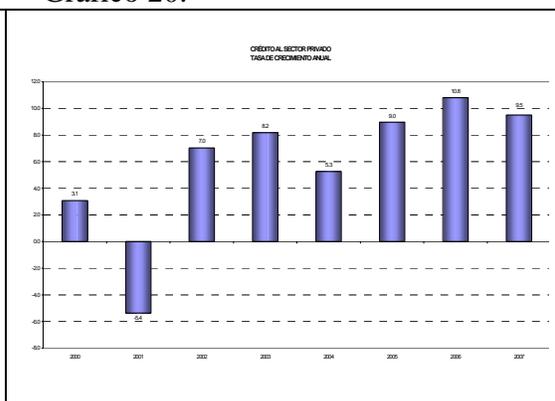


Gráfico 20.



Al analizar el desempeño trimestral los depósitos totales mantuvieron un fuerte crecimiento durante todo el año.

En el caso del crédito, el crecimiento fue bajo en los primeros tres trimestres de 2001 y resultó negativo a partir del cuarto trimestre prolongándose hasta el tercer trimestre de 2002. Dicho resultado estuvo más asociado a los eventos internos ya señalados.

Gráfico 21.

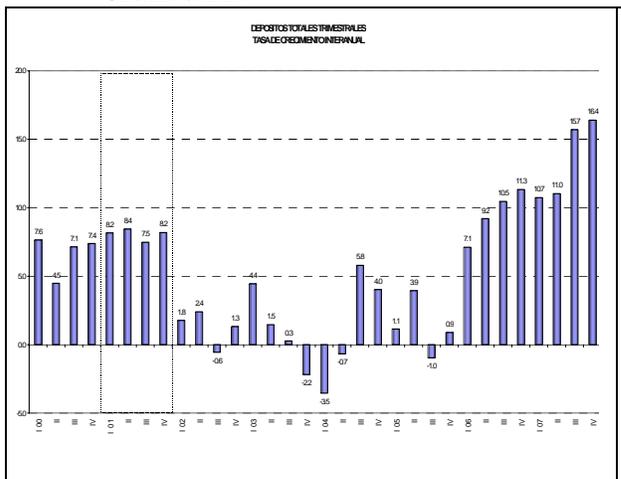
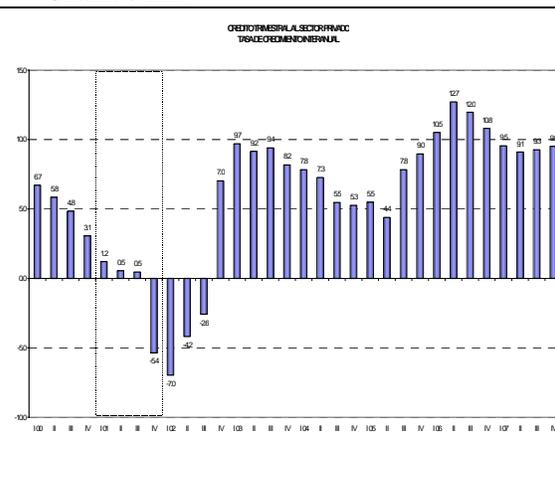


Gráfico 22.



5.4 Actividad Económica

El Producto Interno Bruto alcanzó un crecimiento de 1.7% en 2001 y a partir de esa fecha, comenzó a crecer a un ritmo más acelerado. El primer trimestre del año, obviamente, fue el que menor crecimiento registró, debido a los efectos de los terremotos, recuperando su dinamismo en los siguientes periodos. Los gastos extraordinarios para atender la emergencia, seguido de la ejecución de importantes proyectos de reconstrucción - es decir de una política fiscal expansiva - ayudaron para atenuar los efectos de la recesión del 2001.

Gráfico 23.

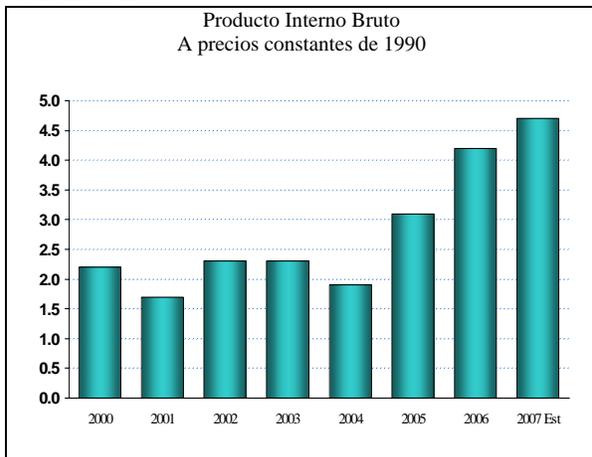
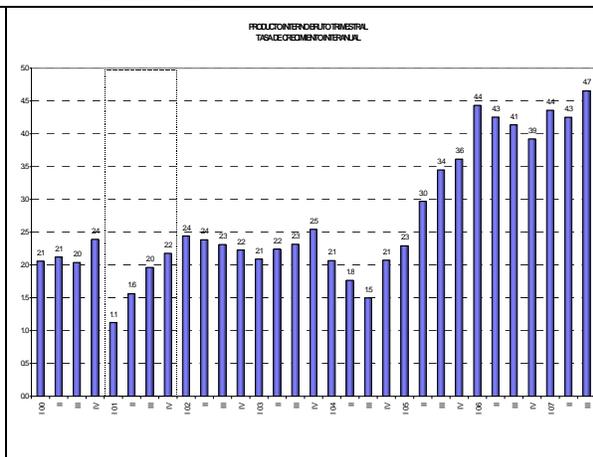


Gráfico 24.



A nivel sectorial la producción industrial continuó fuerte, al final del año creció 4.0% similar al año 2000, es decir, que la demanda interna compensó la menor demanda externa reflejada en la caída de exportaciones (-2.6%).

Gráfico 25.

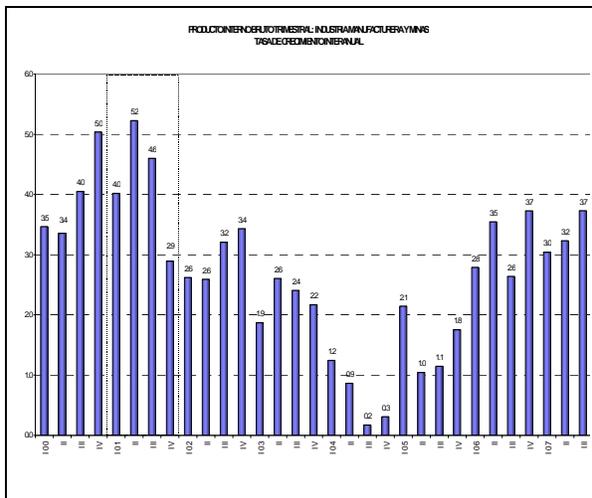
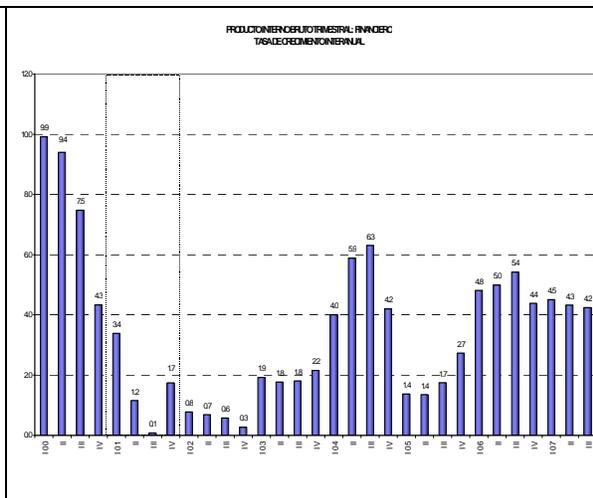


Gráfico 26.



La menor intermediación financiera incidió en el valor agregado del sector financiero que mostró menores tasas de crecimiento desde el segundo trimestre del año, cerrando al final en 1.6% (7.7% en 2000). La actividad comercial creció 1.9% menor que el año 2000, en parte porque la población destinó una porción de su ingreso a la compra de bienes básicos, así como para atender las obras de reparación de sus viviendas o para alquilar una nueva casa.

Gráfico 27

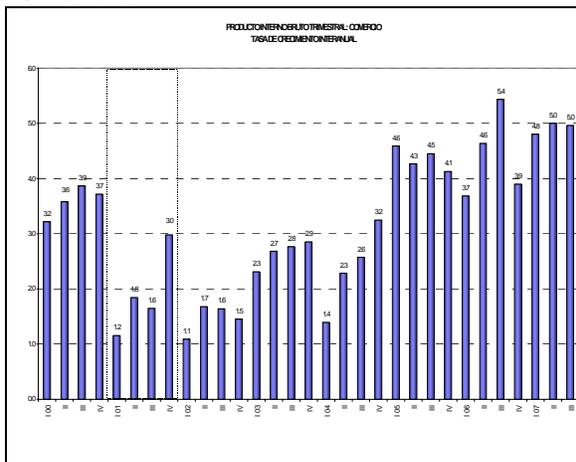
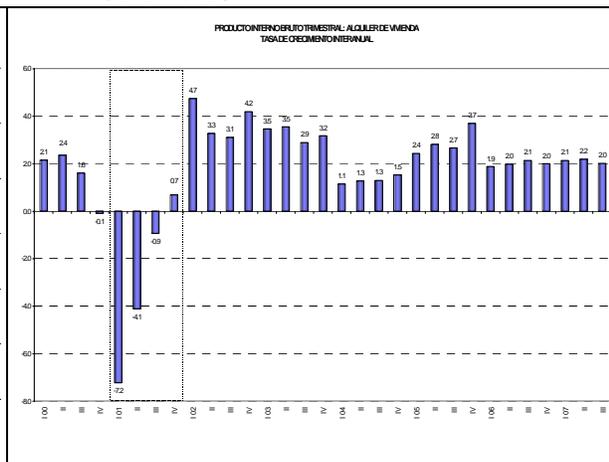


Gráfico 28



5.4 Política fiscal

El gobierno ejecutó una política fiscal expansiva que buscaba atenuar los impactos de los dos terremotos de enero y febrero de 2001. Era urgente iniciar el programa de reconstrucción por lo que en un primer momento la Asamblea Legislativa aprobó reorientar desembolsos de préstamos externos para atender la emergencia y se dio inicio al programa de reconstrucción. En 2001 y 2002 la inversión pública alcanzó 4.4% del PIB, superior al promedio observado en años previos (3.0% del PIB). Esto se observa en el flujo de inversión pública efectuada en ese año.

Gráfico 29

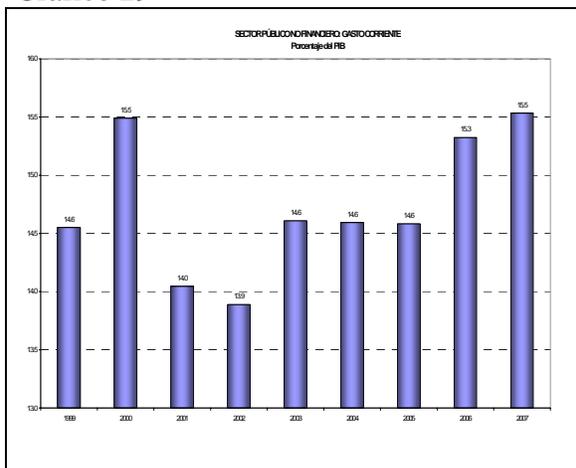
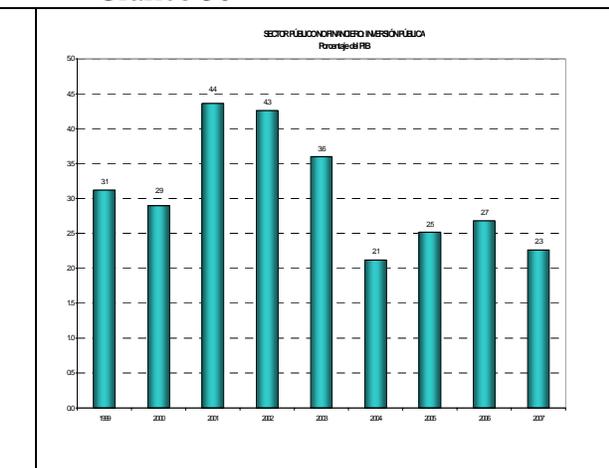


Gráfico 30



En resumen, es difícil separar los efectos de cada uno de los fenómenos señalados sobre las diferentes variables económicas; no obstante, se puede afirmar que el desempeño económico del país fue afectado en mayor medida por eventos internos.

6. ESTIMACION DE IMPACTOS SOBRE VARIABLES RELEVANTES

6.1 Modelo de simulación de la desaceleración de la economía EE.UU. sobre el PIB de El Salvador.

Para medir los efectos de la desaceleración de la economía norteamericana sobre el crecimiento económico nacional, se actualizó un modelo de transmisión internacional del ciclo económico USA sobre el ciclo económico salvadoreño elaborado por Edwards (2003).

Se desarrollaron seis ecuaciones donde se estimaba cómo los cambios en el ciclo económico salvadoreño se explican por cambio en el crecimiento cíclico norteamericano, cambios en el precio de las exportaciones relativas a las importaciones y cambio en las persistencia cíclica.

Se encontró en las ecuaciones que:

- Entre el 52% a 55% de las fluctuaciones cíclicas de EUA se transmiten a El Salvador. Uno por ciento de desaceleración del componente cíclico USA se transmite en medio punto al componente cíclico del PIB salvadoreño
- Un deterioro entre 2% al 4% en los términos del intercambio se transmite con rezago de un año (Choques de oferta). Uno por ciento de desaceleración de los términos de intercambio se traduce en 0.02% a 0.04%
- El coeficiente del cambio cíclico rezagado un período del crecimiento del PIB Salvadoreño es muy pequeño y con excepción de una regresión no es significativo. Hay poca persistencia cíclica (los efectos de los choques tiene escaso efecto y se diluye)

Se efectuó una simulación bajo los supuestos que la economía norteamericana crece 1.9% para 2008 y se da un deterioro de los términos de intercambio de -6.0% . El resultado obtenido señala que para 2008 el PIB de El Salvador crecerá entre 4.0% y 4.5%.

6.2 Modelo para IVAE y PIB trimestral

Por su parte, Aquino y Sanabria (2007) desarrollaron un Modelo de Vectores Autorregresivos (VAR) para estimar las relaciones de comportamiento de largo plazo del Índice de Volumen de la Actividad Económica (IVAE) y del Producto Interno Bruto Trimestral, utilizando la metodología de Cointegración de Johansen (1988); y un Modelo de Corrección de Errores (EMC), utilizando la metodología de Engle y Granger (1987) para determinar la dinámica de corto plazo de dichas variables. Los modelos cumplen con las pruebas de normalidad, no hay presencia de autocorrelación ni de heterocedasticidad. Los coeficientes estimados son estables en el tiempo.

Modelo para el IVAE

Para el largo plazo, el modelo VAR es el siguiente:

$$\log \text{livaes} = 0.2280 \cdot \log \text{crepr} + 0.6835 \cdot \log \text{ipius} + 0.2727 \cdot \log \text{itcerusa} + 0.0233 \cdot \log \text{remr}$$

(0.15) (0.29) (0.18) (0.04)

El modelo ECM para la dinámica de corto plazo, viene dada por la siguiente ecuación:

$$\Delta \log \text{livaes} = -0.1583 \cdot \Delta \log \text{livaes}_{(-2)} - 0.1154 \cdot \Delta \log \text{livaes}_{(-4)} + 0.2139 \cdot \Delta \log \text{crepr}_{(-1)}$$

(3.71) (3.42) (1.87)

$$+ 0.3024 \cdot \Delta \log \text{ipius}_{(-4)} + 0.1098 \cdot \Delta \log \text{remr} - 0.1210 \cdot \text{ecmlivaes}_{(-1)}$$

(3.17) (6.43) (3.46)

$$- 0.2191 \cdot \Delta \log \text{livaes}_{(-10)} - 0.5578 \cdot \Delta \log \text{livaes}_{(-12)} + 0.0206 \cdot \text{DDOL} + 0.0009$$

(5.34) (10.6) (0.92) (0.49)

R2 = 0.89 DW = 2.49 SER = 0.0216

Las elasticidades estimadas de LP indican que una caída de un punto porcentual en la Producción Industrial de los Estados Unidos reduciría en 0.68% el crecimiento del IVAE. En el corto plazo, la reducción sería de 0.30 puntos porcentuales, con rezago de cuatro trimestres.

Modelo para el PIB trimestral

Para el largo plazo, el modelo VAR es el siguiente:

$$\log (y) = 0.679435 \cdot \log y^* + 0.268481 \cdot \log t_i - 0.010699 \cdot rr$$

(0.08721) (0.18126) (0.00472)

La dinámica de corto plazo, se obtiene de la siguiente ecuación:

$$\Delta \log y = 0.017906 + 0.707832 \cdot \Delta \log y_{(-4)} + 0.33156 \cdot \Delta \log y^*_{(-4)} + 0.001419 \cdot \Delta rr_{(-1)}$$

(3.9937) (6.7158) (2.2348) (3.1359)

$$- 0.107008 \cdot \text{ecm}_{(-1)} - 0.014559 \cdot \text{dummy } 05q1$$

(3.8218) (2.9190)

R2 = 0.7014 DW = 1.914 SER = 0.00046

Las elasticidades estimadas señalan que una caída de un punto porcentual del PIB trimestral de EE.UU. reduciría en 0.679 puntos porcentuales el crecimiento del PIB trimestral de El Salvador.

En el corto plazo, la reducción sería de 0.33 puntos porcentuales, con rezago de cuatro trimestres. Ambos modelos arrojaron resultados muy similares, tanto para el largo y como para el corto plazo, con el mismo rezago.

6.3 Modelo para exportaciones

Para estimar el impacto sobre el comercio exterior, Aquino y Sanabria (2005) desarrollan un Modelo de Vectores Autorregresivos (VAR) para estimar el comportamiento de las exportaciones trimestrales, utilizando la metodología de Cointegración de Johansen (1988). El modelo es el siguiente:

$$l_{xtrim} = 1.9123 * l_{pibtus} - 1.2699 + - 2.1259 * l_{itecerg}$$

Para el largo plazo, las elasticidades estimadas indican que una caída de un punto porcentual del PIB trimestral de EE.UU. produciría una disminución de 1.91 puntos porcentuales en la tasa de crecimiento de las exportaciones trimestrales de El Salvador.

Para conocer la dinámica en el corto plazo, se elaboró un Modelo de Corrección de Errores (EMC), utilizando la metodología de Engle y Granger (1987). El modelo cumple con las pruebas de normalidad, no hay presencia de autocorrelación ni de heterocedasticidad. Los coeficientes estimados son estables en el tiempo.

En el corto plazo, las elasticidades estimadas son las siguientes:

$$\begin{aligned} \Delta l_{xtrim} = & 0.2947 * \Delta l_{xtrim}_{t-1} - 5.2248 * \Delta l_{pibtusa} + 8.1733 * \Delta l_{pibtusa}_{t-4} \\ & 4.6162 * \Delta l_{itecerg} + 3.5829 * \Delta l_{itecerg}_{t-2} + 2.4256 * \Delta l_{itecerg}_{t-3} + 2.6850 * \Delta l_{itecerg}_{t-4} \\ & resvar_{xtrim}_{t-1} + dummy \end{aligned}$$

Una caída de un punto porcentual en el PIB trimestral de los EE.UU., generaría una disminución de 2.95 puntos porcentuales en las exportaciones trimestrales con rezago de hasta cuatro trimestres.

Galindo y Catalán (CEPAL, 2003) desarrollan un modelo para exportaciones con datos anuales de El Salvador, siguiendo la misma metodología señalada. Los resultados son los siguientes:

$$\text{VAR} \quad l_{xs}_t = 2.8 * l_{yx}_t - 15.92$$

$$\text{ECM} \quad \Delta l_{xs}_t = 1.91 * \Delta l_{yx}_t - 0.027 - 0.23 * ecm_{t-1}$$

Los resultados de un sondeo entre las principales empresas exportadoras de maquila indican que durante segundo semestre del año se espera que las exportaciones de este rubro se mantenga o se incremente. Al ver los datos efectivos de los primeros cuatro meses del 2008 se tiene que las exportaciones totales crecieron 18.2%, dentro de las cuales las tradicionales se incrementaron 21.6%, las no tradicionales aumentaron 19.8% y la maquila creció 15.5%.

Respecto a las importaciones, dado que las maquiladoras mantienen sus expectativas de crecimiento, por ese lado no se esperaría en el corto plazo que se dé una reducción en las importaciones de este rubro. Sin embargo, de presentarse una recesión en Estados Unidos ésta podría tener efecto en algunas variables que inciden en el desempeño de las importaciones salvadoreñas, tales como: flujo de remesas, expectativas de inversión, etc., lo cual llevaría a una caída en las compras de bienes de consumo, intermedios y de capital .

6.4 Remesas Familiares y localización geográfica

Bajo el contexto actual de expectativas de crecimiento de Estados Unidos es de esperarse que haya efectos sobre el crecimiento de las remesas familiares derivados de:

- La contracción del sector construcción (residencial) que afecta directamente a los trabajadores del sector (11.9% de trabajadores salvadoreños en esa ocupación) e indirectamente a otras actividades relacionadas a ese sector (6.2%)⁷. En promedio esta es una actividad mejor remunerada que el resto en que comúnmente se emplean los salvadoreños, por lo que aún cuando los trabajadores se muevan a otras ocupaciones puede haber un impacto derivado de los menores ingresos percibidos.
- Los salvadoreños que hayan recibido créditos *subprime* ven reducido su ingreso disponible en caso que tengan que pagar cuotas de crédito más altas y por lo tanto deben realizar ajustes en sus asignaciones, pudiendo afectar la remesa familiar.
- El incremento del desempleo hispano (a nivel global) impacta los puestos de trabajo disponibles para los salvadoreños, por lo que el segmento de población que quede sin empleo verá limitadas su posibilidad de ayudar a sus familiares.

A la situación mencionada se suma el hecho que la política migratoria estadounidense actualmente es más restrictiva que en el pasado, limitando las oportunidades de contratación que tienen los trabajadores hispanos –salvadoreños- y dificultando las decisiones de emigrar, estas últimas podrían diferirse aún más teniendo en cuenta las perspectivas de crecimiento económico de los Estados Unidos, por lo que en el presente año el incremento por nuevos flujos migratorios podría ser menor que en otros años.

Aquino y Sanabria (2007) incorporan las remesas familiares en términos reales, dentro del modelo VAR y el ECM del IVAE – descrito en la sección 6.2. De acuerdo con los elasticidades estimadas, en el largo plazo una reducción de un punto porcentual en las remesas familiares en términos reales, reduciría el IVAE en 0.02 puntos porcentuales. El impacto en el corto plazo sería una disminución de 0.1098 puntos porcentuales, que continúa siendo bajo.

Cartagena (2004) concluye que las remesas familiares se comportan procíclicamente con el crecimiento de la economía estadounidense y anticíclicamente con el crecimiento de la economía salvadoreña. Teniendo en cuenta las elasticidades resultantes de este estudio, así como las estimaciones del FMI del crecimiento de la economía estadounidense y de sus

⁷ Se refiere a actividades como instalación de cielos falsos, pisos, alfombras, instalaciones eléctricas, carpintería, etc.

precios, se podría esperar una tasa de crecimiento nominal de 4.7% para las remesas familiares recibidas por el país en el año 2008.

Los resultados de los ingresos de remesas en el último trimestre del año y en particular de diciembre, fueron de 0.6% y 3.1%, respectivamente; muestran una desaceleración bastante fuerte de estos ingresos.

Los departamentos de la zona oriental y San Salvador tienen el mayor porcentaje de hogares que reciben remesas familiares. De allí que al darse una disminución de ingresos ya mencionada, el problema se focalizaría principalmente en esas zonas del país; sin embargo podría generar presiones por desplazamiento de personas a otros lugares en busca de empleo.

Gráfico 31

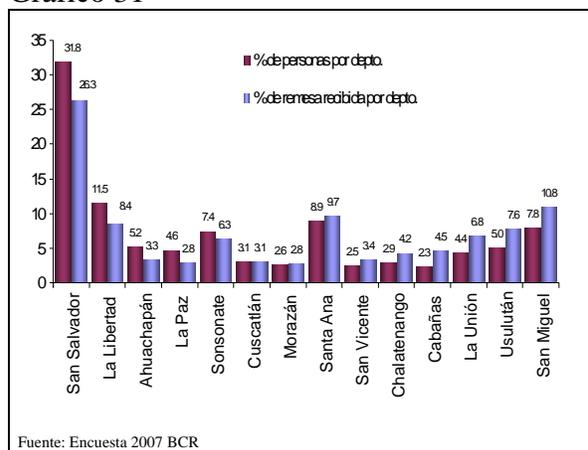
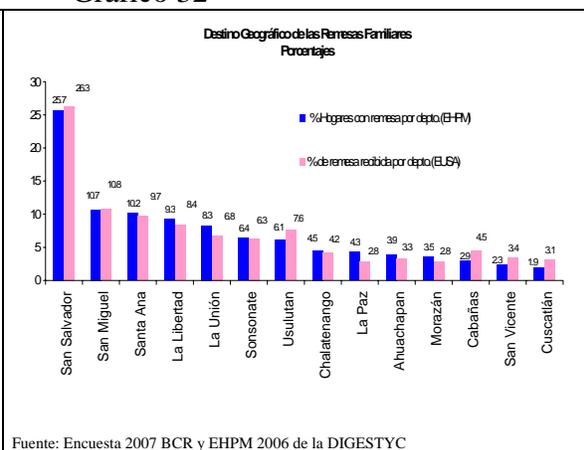


Gráfico 32



6.5 Inversión Extranjera Directa

Las entradas de capital en concepto de inversión extranjera directa (IED) procedente de los Estados Unidos han sido relativamente significativas, promediando a inicios de la década 2000 un 44% del flujo total. En 2007 los flujos de IED alcanzaron 7.5% del PIB y una se incrementó por las inversiones en el sector financiero; el 34.5% de dicho flujo fue capital norteamericano.

En ese sentido, de continuar la desaceleración de la economía estadounidense se considera que el impacto en el flujo de inversión sería moderado. Sin embargo, si el efecto de dicha recesión en los mercados globales es más intenso, ello podría afectar la entrada de capitales provenientes de otros países. A esto se agrega la incertidumbre que rodea el período preelectoral en El Salvador, que podría incidir en las decisiones de inversionistas privados.

6.6 Requerimientos Brutos de Financiamiento Externo

Para 2008 se proyecta que las necesidades de financiamiento externos del país alcanzarían 14.9% del PIB, menor que los años anteriores. Esta cifra incluye las necesidades de recursos tanto privados como públicos. Ver recuadro No.4 .

Recuadro No. 4

	Millones de dólares	Porcentaje del PIB
	2008	2008
1. Requerimientos de financiamiento bruto	3,329.9	14.9
<i>Déficit de cuenta corriente</i>	1,327.9	5.9
<i>Amortizaciones de deuda</i>	678.6	3.0
<i>Variación de activos de reserva</i>	53.9	0.2
<i>Saldo deuda externa de corto plazo (t-1)</i>	1,269.5	5.7

Fuente: elaboración propia.

Las condiciones crediticias mundiales se podrían endurecer aún más tal como ya lo anunció la FED que se enfocará al combate de la inflación a través de incrementos en la tasa de interés de fondos federales. Dicho incremento elevará a futuro las tasas de referencia mundiales – libor y prime- por lo que se esperaría que una parte de este costo se trasmita hacia todas las economías.

De presentarse restricciones al crédito externo y combinado con una disminución de la inversión directa, la cuenta corriente de la balanza de pagos tendría que ajustarse dada las limitantes de financiamiento; tal ajuste obligaría a reducir las importaciones especialmente las de consumo.

7. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

El análisis, resultados y principales conclusiones contenidas en este informe, fueron elaborados utilizando la información disponible a la fecha. Es oportuno señalar que nueva información que sea divulgada posteriormente será analizada periódicamente a fin de actualizar los resultados.

Principales conclusiones:

- Estados Unidos y El Salvador presentan vínculos importantes en sus relaciones comerciales, financieras y por la alta proporción de salvadoreños que residen en esa economía.
- El principal socio comercial de es Estados Unidos, de donde proviene el 30% de la inversión extranjera directa que recibe el país y de donde procede la segunda fuente más importante de ingresos externos: las remesas familiares.
- Existe evidencia de un vínculo entre el PIB de ambas economías, pero dicha relación es menor que uno.
- Todavía no se puede afirmar que exista una recesión en la economía norteamericana, pero los principales indicadores económicos se han debilitado.
- La transmisión de los impactos de la desaceleración del PIB de EE.UU. se transmitiría a través de tres canales: comercial, financiero y las remesas familiares. Los dos primeros son los más relevantes para El Salvador.
- Las políticas monetaria y fiscal expansiva de los Estados Unidos, así como la depreciación cambiaria del dólar frente al Euro y Yen, tendrán un efecto positivo sobre el crecimiento económico de ese país. Se espera que también incida favorablemente sobre El Salvador.

Bibliografía

Aquino, Luis A. y Sanabria Carlos (2007): “*Modelo Macroeconómico de pequeña escala para El Salvador*”, Documento Ocasional No. 2007-003, ISSN 1812-6494, Banco Central de Reserva de El Salvador

Acevedo, Carlos (2002): “*La experiencia de crecimiento económico en El Salvador durante la segunda mitad del siglo XX*” s/n. Pág. 1-46.

Banco Interamericano de Desarrollo (BID) (2000) *Informe Progreso Económico y Social. Desarrollo: Más Allá de la Economía*. Washington DC, Banco Interamericano de Desarrollo.

Banco Interamericano de Desarrollo (BID) (2001) *Informe Progreso Económico y Social. Desarrollo: competitividad, el motor del crecimiento*. Washington DC, Banco Interamericano de Desarrollo.

Banco Central de Reserva de El Salvador (1978): *Matriz Insumo Producto*. San Salvador, El Salvador.

(1994): *Nuevo Sistema de Cuentas Nacionales*, 1994. San Salvador, El Salvador.

Barro, Robert y Jong-Wha Lee (2000) “International Data on Educational Attainment: Updates and Implications”. National Bureau of Economic Research Working Paper N°7911

Cabrera Melgar, Oscar Ovidio (2005): “El papel de la eficiencia económica y el cambio técnico en el desenvolvimiento económico centroamericano” Cuadernos de Finanzas Publicas, Ministério Da Fazenda. Escola de Administração Fazendária. No.6. Brasília, Brasi.. (mayo 2005)

Cabrera Melgar, Oscar Ovidio y otros (2005): “Hechos estilizados en el crecimiento económico de El Salvador 1978-2004: Una propuesta de acciones de política en el corto y mediano plazo”. Documento de Trabajo. Banco Central de Reserva de El Salvador, Segundo semestre.

Instituto de Estadística de Andalucía (1995): *Contabilidad Regional y Tablas Input.Output de Andalucía 1990*, volumen 1 y 2.

Morales, Eduardo (1998): “Determinants of Growth an Error-Correction Model for El Salvador”, IMF, Working Paper/98/104.

Sala-i-Martin, Xavier (2000): Apuntes de crecimiento económico. Antoni Bosch editor. Barcelona. España.

Larrain, Felipe, B.(2001): Economic development in Central America. Volume I. Growth and Internationalization. Harvard University Press.

Larrain, Felipe, B.(2001, a): Economic development in Central America. Volume II. Stuctural Reform .Harvard University Press.