

# Informe de Coyuntura

## Junio 2015<sup>1</sup>

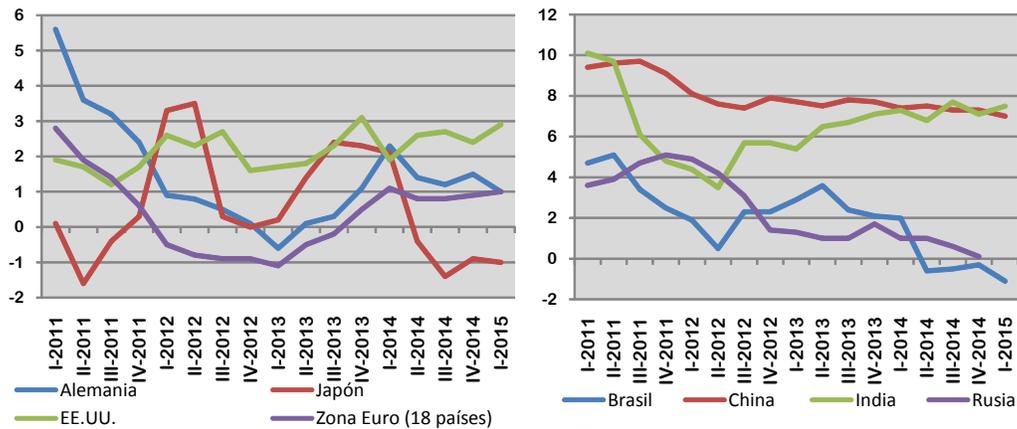
### 1. Economía Internacional

**La economía mundial se mantiene sin poder consolidar un crecimiento sostenido y generalizado**

La actividad económica mundial continúa sin dar muestras claras de haber iniciado una recuperación sostenida. De acuerdo con información proveniente de diferentes agencias internacionales, el crecimiento global se mantiene moderado con perspectivas no uniformes entre países y regiones. Las principales economías, en el mejor de los casos, apenas han logrado mantener la tasa de crecimiento del PIB trimestral que se observaron hacia finales del año 2013.

En términos generales, mejoran las perspectivas para las economías desarrolladas en relación con el año anterior. Sin embargo, algunos casos como Alemania y Japón más bien han mostrado una tendencia hacia la desaceleración en la tasa de crecimiento. Por su parte, las economías emergentes viven una situación un tanto más crítica, producto de la caída de los precios de las materias primas en general y del petróleo en particular, afectando de manera directa economías tales como Brasil y Rusia. Otro factor adverso es una mayor caída en el crecimiento de China (Ver gráfico 1.1). Como resultado, el crecimiento de la economía global ha sido más lento que en cualquier otro trimestre después de la crisis.

Gráfico 1.1.  
Países Seleccionados: Variación Interanual del PIB Trimestral  
Porcentajes

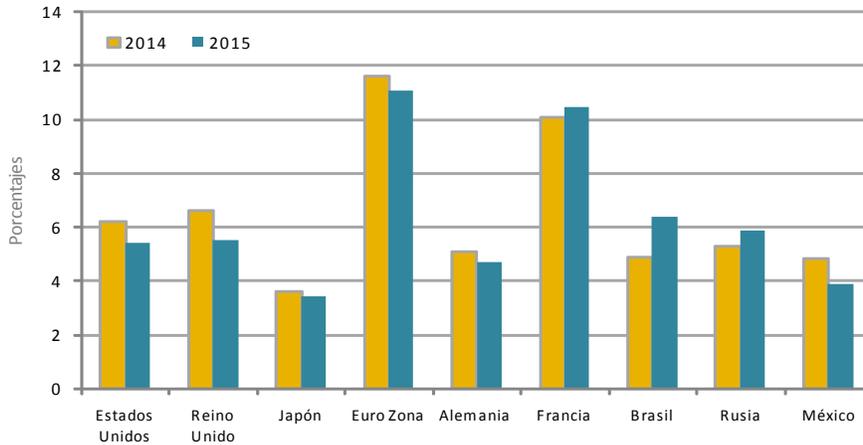


Fuente: Elaboración Propia con base en datos de OECD StatExtracts

<sup>1</sup> Este informe se elaboró con la información disponible al 15 de julio, 2015.

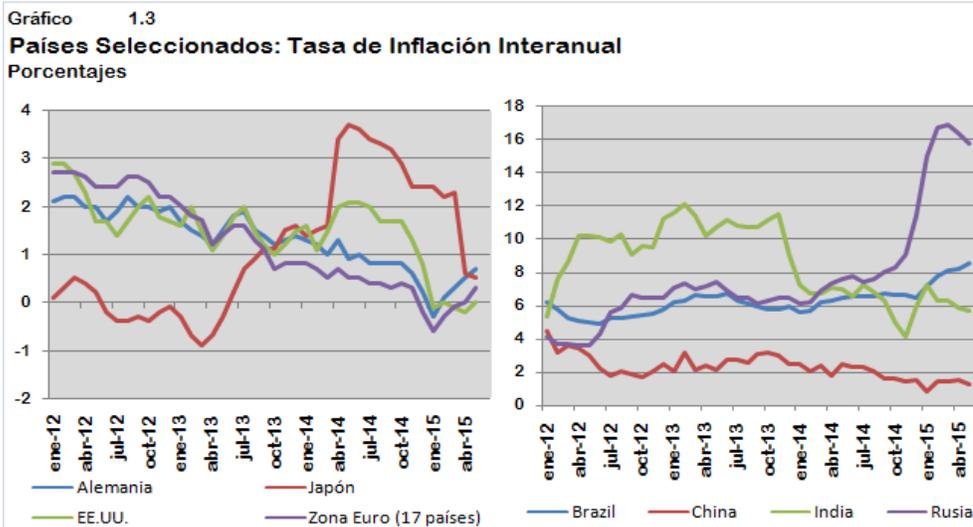
En este contexto se mantiene tendencia a la baja de la tasa de desempleo en las principales economías desarrolladas, mientras que en otras naciones la situación del empleo se ha deteriorado en relación con el año anterior, particularmente en el caso de algunas economías emergentes como Brasil y Rusia; y algunos miembros de la Zona Euro como Francia (Ver gráfico 1.2).

Gráfico 1.2.  
Países Seleccionados: Tasa de Desempleo  
datos a abril de cada año



Fuente: Reporte Mensual de Indicadores de Coyuntura de la Economía Internacional, junio 2015. SECMCA.

En consecuencia, en los países desarrollados la inflación se mantiene en niveles inferiores al 1%, aunque con tendencia al alza desde finales del año anterior, especialmente en la eurozona. Mientras tanto que los BRIC's muestran un comportamiento menos uniforme, con tendencia creciente en aquellos países que más se han visto afectados por la apreciación del dólar de los EE.UU. (Ver gráfico 1.3).

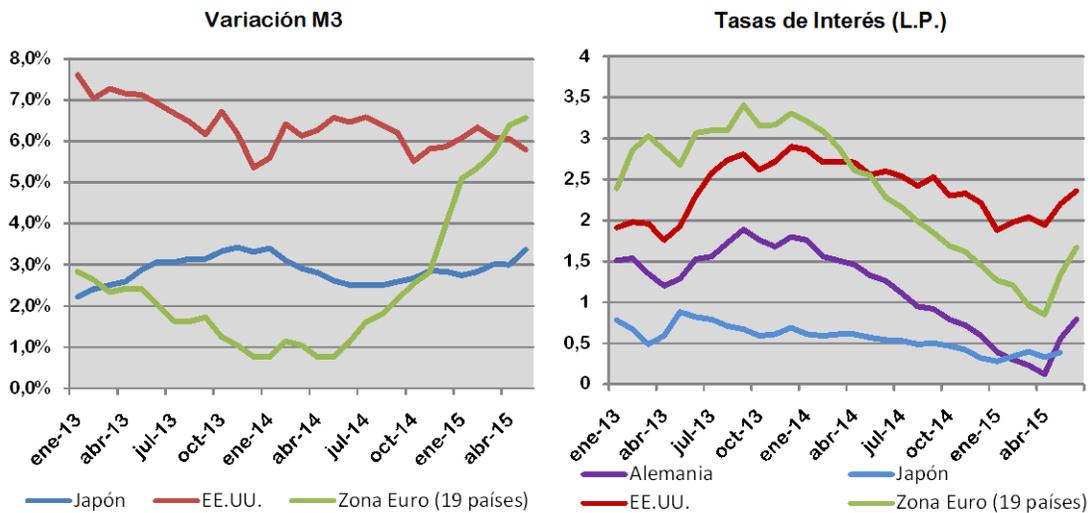


Fuente: Elaboración Propia con base en datos de OECD StatExtracts

Al observar el ritmo de crecimiento de los agregados monetarios más amplios, es posible afirmar que las condiciones monetarias todavía se mantienen relativamente laxas en la economía global. En el caso de los Estados Unidos de América (EUA) el M3 se mantiene con un ritmo de crecimiento del 6% en promedio, mientras que en la Zona del Euro se nota un fuerte incremento en relación con los años anteriores, como resultado de la implementación de una política monetaria más expansiva en esa región.

A pesar de lo anterior las tasas de interés de largo plazo, que se mantuvieron a la baja durante todo el año 2014 y los primeros meses de 2015, comenzaron a mostrar un repunte a partir de mayo. Este comportamiento, aparentemente contraintuitivo, podría estar asociado con las expectativas generadas por dos hechos particulares que tuvieron lugar hacia finales del primer semestre. Por un lado, luego de la reunión de junio del Federal Open Market Committee de la FED, se hizo más evidente la posibilidad de que FED iniciara el proceso de ajuste al alza de sus tasas de interés en el segundo semestre del año, específicamente a partir del mes de setiembre. Por otro lado, la agudización de la crisis en Grecia contribuyó a incrementar la volatilidad en los mercados financieros, especialmente de la Zona del Euro (Ver gráfico 1.4).

Gráfico 1.4.  
Países Seleccionados: Condiciones Monetarias  
Tasas de crecimiento y Porcentajes



Fuente: Elaboración Propia con base en datos de OECD StatExtracts

Si bien se ha reconocido que estos factores representan elementos de riesgo importantes para los mercados financieros, especialmente en los países emergentes en general, y en la región en particular, también es cierto que buena parte del impacto que podrían tener estos eventos ya ha sido descontado por los agentes económicos y, particularmente en el caso de la crisis griega, los efectos de contagio a otras economías sería muy limitado.

A pesar de este panorama, a lo interno de la región CARD, continúa prevaleciendo la percepción de que, dada la importancia relativa de los EUA en la actividad económica de los países que la componen, el impulso positivo derivado del incremento en la demanda externa de una reactivación en ese país podría ser más importante que los efectos negativos de una mayor volatilidad financiera global.

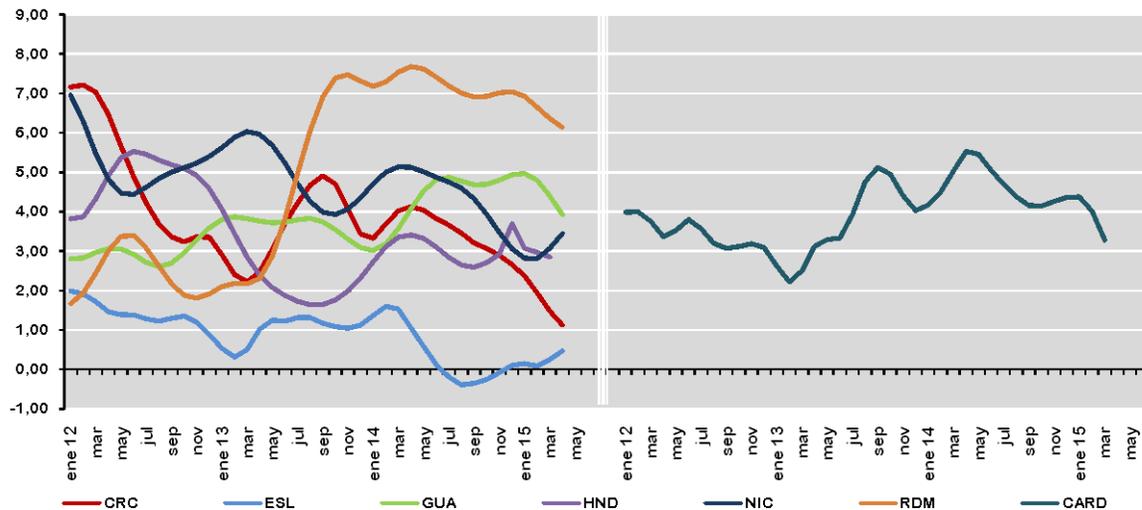
## 2. La economía Centroamericana

### 2.1 Actividad Económica

**La actividad económica regional mantiene una tendencia hacia la desaceleración que se viene arrastrando desde el segundo trimestre de 2014.**

El crecimiento económico de la región, aproximado por la variación interanual del IMAE, muestra señales de debilitamiento durante el primer cuatrimestre de 2015. Este resultado contribuye a mantener la tendencia hacia la desaceleración en la actividad económica regional que se viene manifestando desde el segundo trimestre de 2014. Dicha tendencia, que parecía revertirse hacia al último trimestre del año anterior ha sido el resultado de desaceleraciones importantes en casi toda la región, con la excepción de El Salvador y Nicaragua.

Gráfico 2.1.1  
**Centroamérica: Actividad Económica**  
 variación interanual de la tendencia-ciclo del IMAE



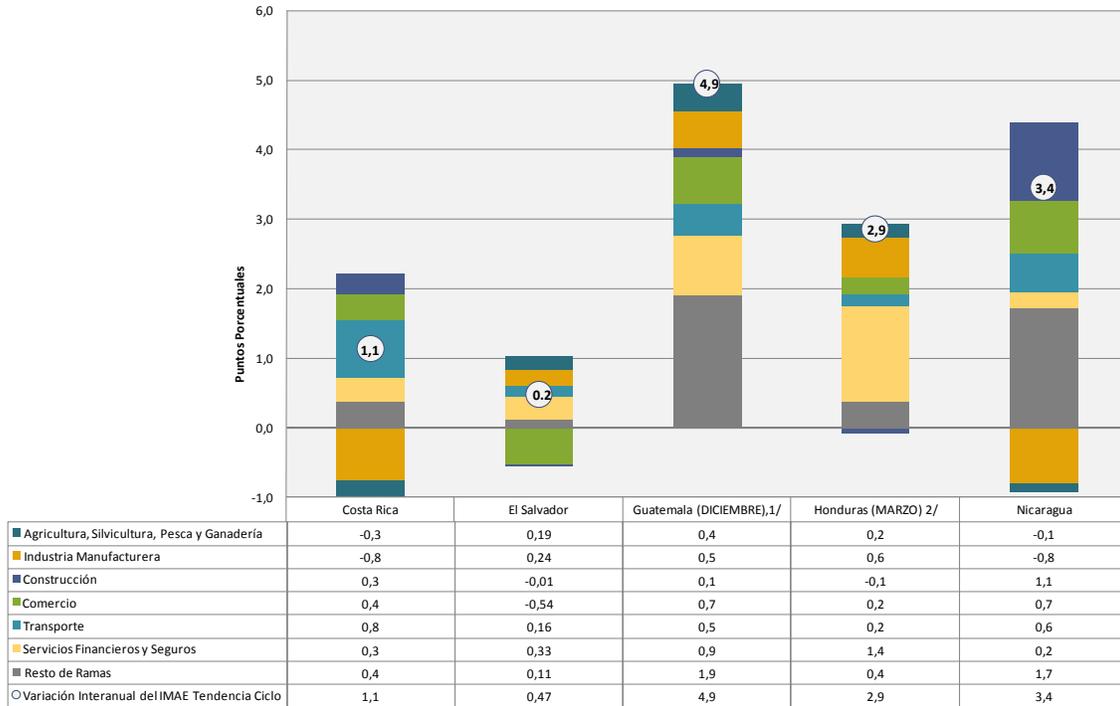
Fuente: Elaboración Propia con base en datos de SIMAFIR

A nivel de países se mantiene el comportamiento heterogéneo de esta variable, con tasas de crecimiento interanual del IMAE que se ubican entre 0.47% (El Salvador) y 6.14% (República Dominicana). Sin embargo, todos los países muestran tasas de crecimiento inferiores a las observadas el año anterior (Ver gráfico 2.1.1), especialmente en el caso de Costa Rica donde se ha reducido en 3 puntos porcentuales.

Al analizar la contribución por ramas de actividad a la variación interanual del IMAE, resulta interesante que, en el primer cuatrimestre del año, no es posible identificar un sector particular que haya contribuido de manera relevante y homogénea en toda la

región. Por ejemplo, los sectores más dinámicos resultaron ser el de transportes en Costa Rica, los servicios financieros en El Salvador y Honduras, y el resto de actividades en Guatemala y Nicaragua.<sup>2</sup> Asimismo, llama la atención la importante contracción que ha mostrado tanto la actividad manufacturera en Costa Rica y Nicaragua, como el comercio en El Salvador. (Ver gráfico 2.1.2)

**Gráfico 2.1.2**  
**Contribución de las ramas de actividad a la variación interanual del IMAE**  
**-en tendencia-ciclo-**



Fuente: *SECMCA: Reporte Mensual de Actividad Económica. Junio, 2015.*

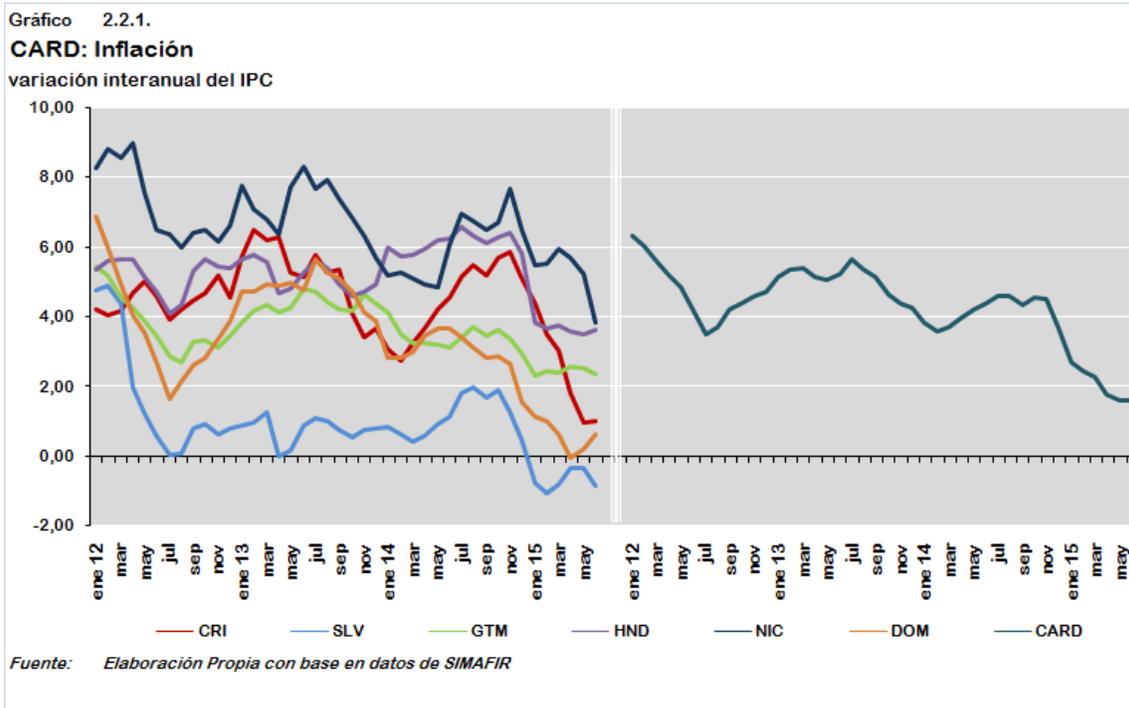
Por otra parte, los factores climáticos han continuado afectando la región y, con ello especialmente, la productividad del sector agrícola; a la vez que se ha visto afectada la red vial, lo cual podría terminar impactando de alguna manera el comercio tanto hacia adentro como hacia afuera de la región. En ese sentido es importante destacar que, de acuerdo con información del International Research Institute for Climate and Society, de la Universidad de Columbia, las anomalías climáticas asociadas al fenómeno ENOS (El Niño) continuarían observándose hasta el primer cuatrimestre del 2016, con una probabilidad del 85%.

<sup>2</sup> La República Dominicana no publica datos de IMAE por ramas de actividad económica.

## 2.2 Inflación

**La variación interanual promedio del IPC continuó cayendo en la región, de tal forma que en junio de 2015 fue 1.6% (4.5% y 5.2% en junio de 2014 y 2013, respectivamente).**

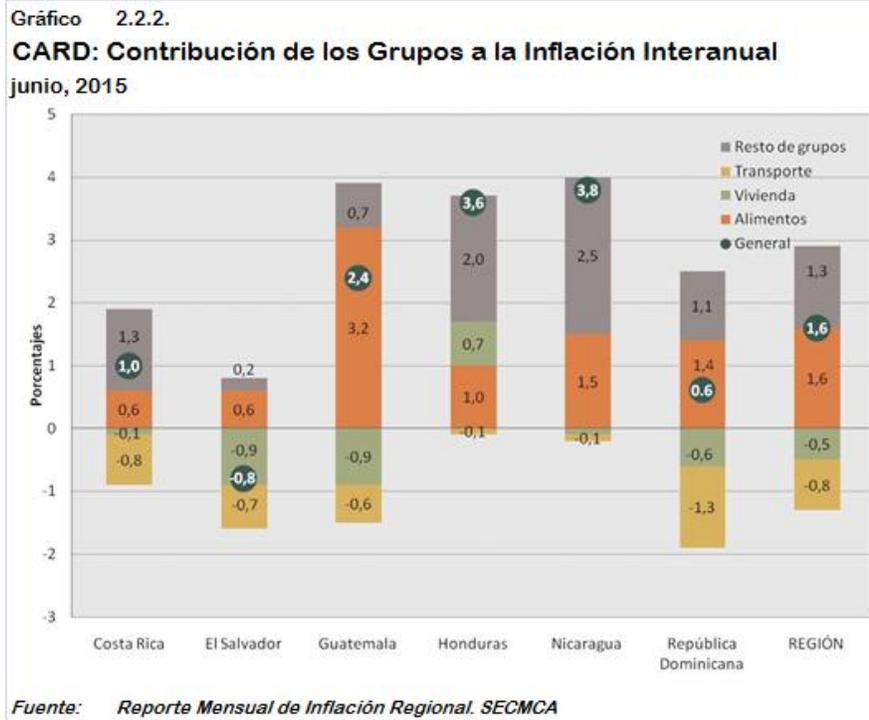
Durante el primer semestre del año 2015 se mantuvo la fuerte tendencia a la desaceleración en la variación interanual del índice de precios al consumidor en la región. Dicha variable se ubicó en un nivel de 1.6% a junio, 2015 (Ver gráfico 2.2.1).



En este comportamiento de los precios continúa siendo relevante el impacto de la disminución en el precio internacional de los hidrocarburos, no solamente por la reducción que se ha observado en el precio final al cliente de la gasolina, diesel y otros combustibles, sino también por el efecto que esa disminución tiene en otros rubros que componen el IPC, tales como el costo del transporte y servicios públicos fundamentalmente. Sin embargo, este efecto positivo de los combustibles se irá diluyendo paulatinamente en lo que resta del año, pues no se esperan correcciones significativas en el precio internacional del petróleo en el futuro cercano y, más bien, el precio de los combustibles terminados está empezando a recuperarse por una mayor demanda, principalmente en los EUA.

A nivel regional, el grupo de alimentos es el que continúa haciendo el mayor aporte a la variación interanual del IPC, situación que comparten Guatemala y República Dominicana.

En Costa Rica, Honduras y Nicaragua, son el resto de grupos que componen el índice los que están haciendo el mayor aporte al incremento de los precios (ver gráfico 2.2.2)



Para la SECMCA, el comportamiento futuro de la inflación en los países que componen la región CARD, vendrá determinado por la forma en que se vayan compensando los choques asociados a los precios de los alimentos y los combustibles, en función de la fuerza y persistencia relativa que tengan cada uno de ellos. En esa línea se hace un llamado a la prudencia en el manejo de los instrumentos de política monetaria en la región, pues de mantenerse por un tiempo relativamente largo las presiones al alza en el precio de los alimentos (sobre todo, con una persistencia de El Niño más allá de 2015) podríamos estar en presencia de reversiones fuertes en la tendencia de la inflación en los próximos trimestres.

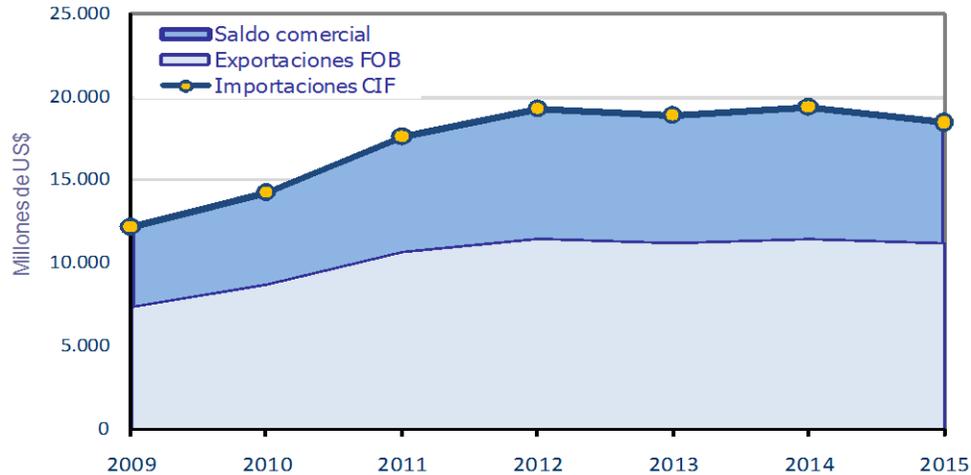
### 2.3 Sector Externo

#### **Las exportaciones tienden a desacelerarse en la región**

Al mes de marzo de 2015, el saldo comercial deficitario en la región registró una disminución cercana a los US\$680 millones con respecto al mismo período de 2014, alcanzando un nivel de US\$7,175 millones. Este resultado estuvo influenciado en buena medida por el efecto de los menores precios internacionales de los hidrocarburos. Sin

embargo, esa disminución el déficit comercial pudo ser mayor de no haberse dado también una disminución en el saldo de las exportaciones FOB de la región en cerca de US\$254 millones (ver gráfico 2.3.1).

Gráfico 2.3.1  
**CARD: Exportaciones, Importaciones y Saldo Comercial**  
en millones de US\$

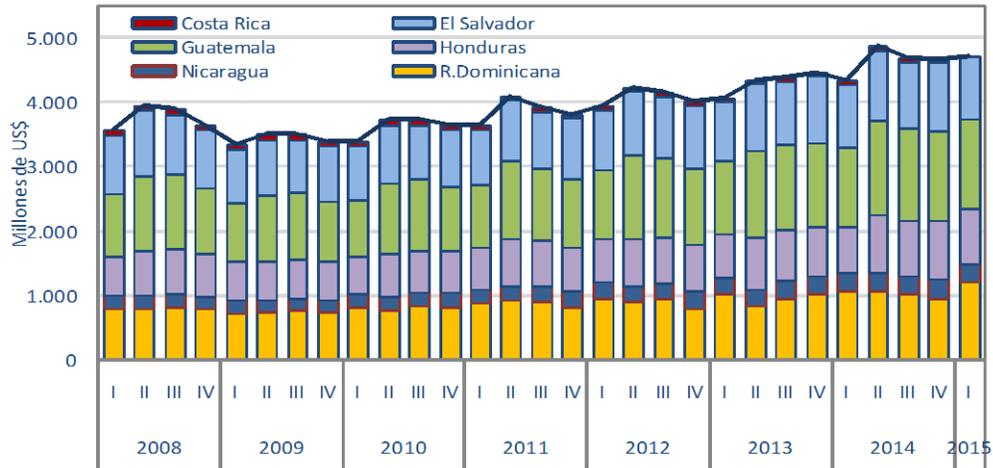


Fuente: Reporte Ejecutivo Mensual Junio, 2015.

Esta caída en el valor de las exportaciones, sin embargo, es un fenómeno puntual en los casos de Costa Rica y República Dominicana (con mucho menor intensidad en este caso), toda vez que el resto de países de la región mantiene una tendencia positiva (aunque moderada) en el saldo de las ventas al resto del mundo. No obstante, el resultado debe llamar la atención puesto que, junto con Guatemala, son los países que lideran la actividad comercial de la región y conviene analizar con profundidad las causas de esta pérdida de dinamismo.

Junto con este menor déficit comercial, es importante destacar la recuperación paulatina que vienen presentando en los niveles de remesas hacia la región. En particular, durante el primer trimestre de 2015 se recibieron US\$387 millones más que en mismo periodo del año anterior, donde más de una tercera parte corresponde a lo recibido solamente por la República Dominicana (ver gráfico 2.3.2).

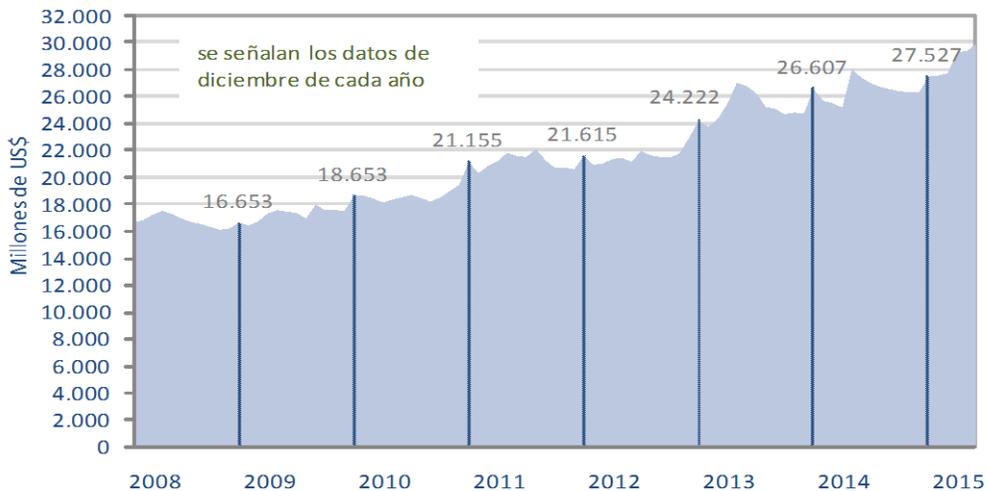
Gráfico 2.3.2  
**CARD: Remesas netas, sin acumular**  
 en millones de US\$



Fuente: Reporte Ejecutivo Mensual. Junio, 2015.

Como resultado de las transacciones con el resto del mundo, la región como un todo continúa acumulando reservas monetarias internacionales. El saldo a mayo de esta variable era ya cercano a los US\$30,000 millones, lo cual significó un incremento de poco más de 9% en relación con el mismo período de 2014 (ver gráfico 2.3.3)

Gráfico 2.3.3  
**CARD: Reservas Internacionales Netas**  
 en millones de US\$

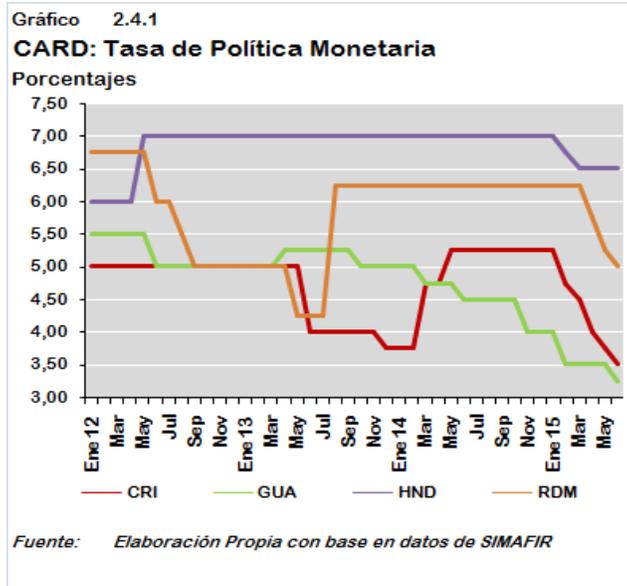


Fuente: Reporte Ejecutivo Mensual. Junio, 2015.

## 2.4. Condiciones Monetarias

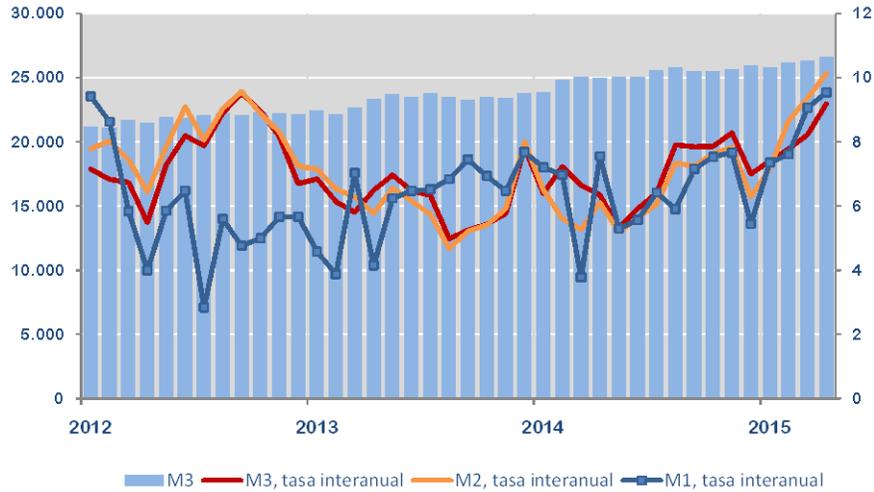
**En línea con las menores presiones de inflación y el fortalecimiento de las cuentas externas, los bancos centrales se han inclinado hacia una política monetaria menos restrictiva.**

El gráfico 2.4.1 muestra el comportamiento de la tasa de política monetaria (TPM) en los países cuyos bancos centrales utilizan dicho instrumento. Con la desaceleración generalizada del proceso inflacionario en los países de la región, desde el mes de febrero de 2015 se han venido haciendo ajustes importantes en las TPM, los cuales han sido del orden de los 50pb en el caso de Honduras hasta los 175pb en el caso de Costa Rica.



Paralelamente, la tasa de crecimiento de los agregados monetarios en la región ha tendido a acelerarse durante el primer semestre de 2015. Efectivamente, el crecimiento promedio de los agregados monetarios a diciembre de 2014 era de 6,25%, mientras que la tasa promedio de crecimiento se elevó a 9,63% en junio 2015. (Ver gráfico 2.4.2). Este fenómeno podría estar, al menos parcialmente, asociado a la acumulación de reservas internacionales netas en la región, la cual alcanzó US\$2,400 millones durante los primeros cinco meses del año.

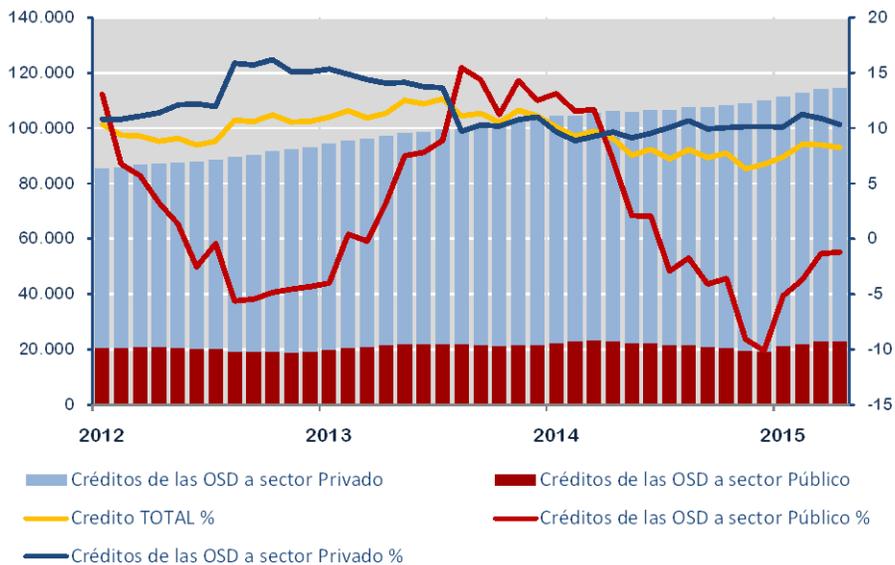
Gráfico 2.4.2  
**CARD: Agregados Monetarios**  
 Millones de US\$ y Tasa de Crecimiento Interanual



Fuente: *SECMCA. Reporte Económico Mensual*

Esta acumulación de liquidez en las economías de la región podría estar explicando en parte el repunte que se observa en la colocación de créditos por parte de las OSD, tanto al sector privado como al sector público, aunque con mayor intensidad a este último. En el gráfico 2.4.3 es posible observar cómo el saldo de crédito al sector público se ha recuperado a los niveles de marzo 2014, luego de que se había producido una contracción de US\$3,800 millones en los últimos tres trimestres del año anterior.

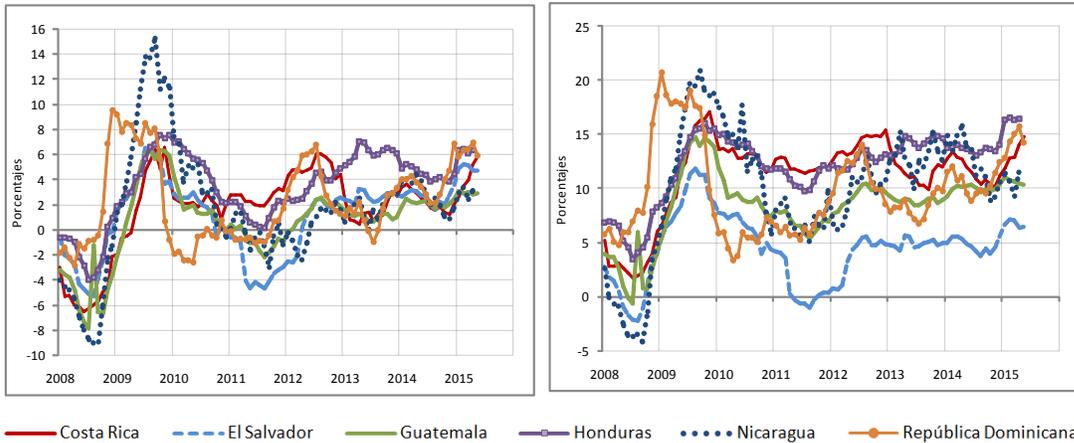
Gráfico 2.4.3  
**CARD: Crédito de las OSD**  
 Millones de US\$ y Tasa de Crecimiento Interanual



Fuente: *SECMCA. Reporte Económico Mensual*

A lo interno de la región continúa manteniéndose una importante dispersión en las tasas de interés reales, tanto pasivas como activas, que ha tendido a ampliarse en los últimos meses. En el gráfico 2.4.4 se muestra el comportamiento de ambas variables para cada uno de los países. El margen de intermediación fluctúa en un rango que va desde los 2pp (en el caso de El Salvador), hasta los 9pp (en el caso de Costa Rica) aproximadamente.

Gráfico 2.4.4  
CARD: Tasas de Interés Reales  
en moneda nacional



Fuente: Reporte Ejecutivo Mensual, Junio, 2015.

Adicionalmente, la dispersión entre las tasas reales en la región se ha ampliado en más de un punto porcentual en el último año, tanto en el caso de las tasas pasivas como de las tasas activas. Este comportamiento llama la atención considerando la relativa estabilidad en las condiciones financieras de la región, por lo que podría estar asociado más con la dificultad de ajustar las tasas nominales contemporáneamente con la inflación cuando esta se ajusta rápidamente hacia la baja, que con un endurecimiento de las condiciones de financiamiento de la banca.

La SECMCA nuevamente desea llamar la atención sobre el elevado nivel de las tasas de interés reales, que se convierte en una limitante estructural al crecimiento económico de los países al incrementar significativamente la carga financiera de los proyectos de inversión lo cual, junto con reducir el retorno para los inversionistas, resta competitividad a la región a largo plazo.

## 2.5. Finanzas Públicas

**La deuda pública continúa incrementándose en la región a pesar de los esfuerzos de estabilización fiscal emprendidos en algunos países.**

De acuerdo con cifras a marzo de 2015, el saldo operacional del Gobierno Central en la región mejoró significativamente en relación con el resultado al mismo período del año 2014, presentando un superávit equivalente a US\$493 millones (Ver gráfico 2.5.1).

Gráfico 2.5.1  
**CARD: Saldo Operacional con Donaciones del Gobierno Central**  
datos a marzo, en millones de US\$



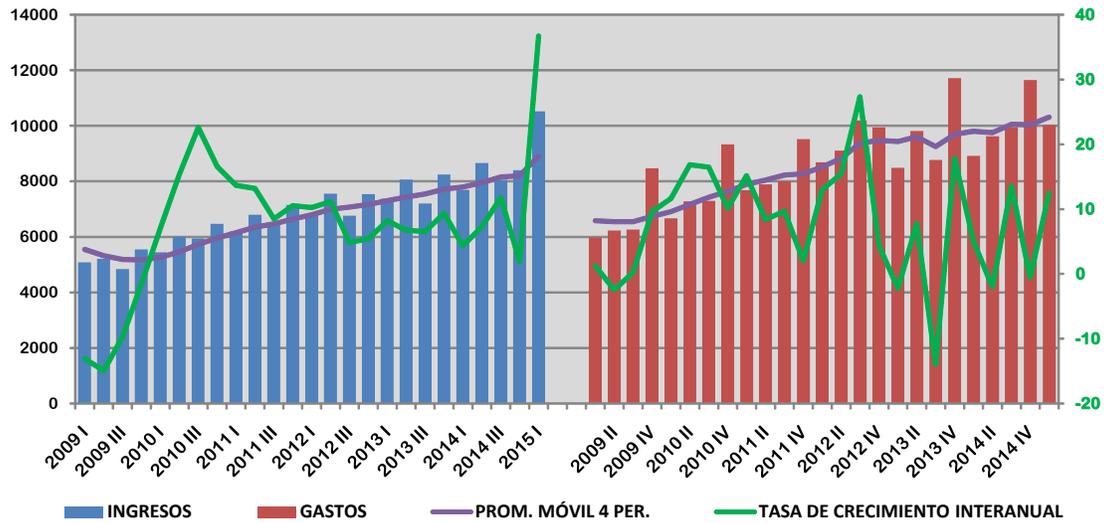
Fuente: Reporte Ejecutivo Mensual. Junio, 2015.

Sin embargo, se debe aclarar que en dicha cifra se encuentra registrado como donaciones la ganancia de capital obtenida por la República Dominicana como resultado de la recompra de deuda realizada con PETROCARIBE por un monto cercano a los US\$2,092 millones. Al realizar el ajuste por este concepto, se obtiene que el resultado operacional del Gobierno Central en la región, acumulado al mes de marzo es de un déficit cercano a los US\$1,600 millones, el cual es claramente superior al observado en el mismo período en los años 2013 y 2014.

En la región, los gastos del gobierno central continúan superando a los ingresos en alrededor de US\$2,000 millones por trimestre en los últimos años, tal y como es posible observar en el gráfico 2.5.2. Si bien es cierto, los ingresos muestran una tasa de crecimiento moderadamente más elevada que los gastos en los últimos trimestres, los niveles de estos últimos hacen que no sea factible esperar una convergencia entre ambos rubros del presupuesto antes de que se comprometa la sostenibilidad fiscal en algunos países.

Gráfico 2.5.2.

**CARD: Ingresos y Gastos del Gobierno Central**  
Niveles (millones de US\$ y tasas de crecimiento (%))

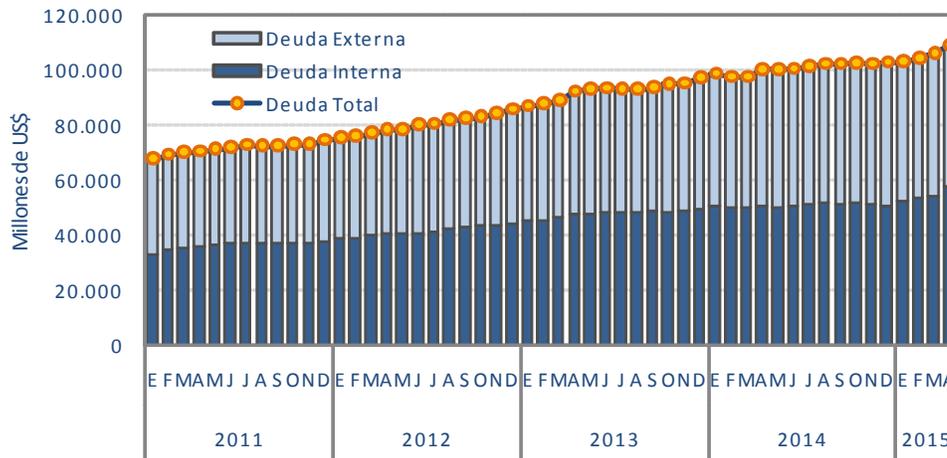


Fuente: Elaboración Propia con base en datos de SIMAFIR

Como resultado el saldo de la deuda pública total, que se había mantenido relativamente estable durante el año 2014, ha tendido a acelerarse nuevamente en el primer cuatrimestre de 2015 y se ha incrementado en más de US\$6,000 millones, especialmente con recurso al financiamiento interno (ver gráfico 2.5.3). Esto explica el dinamismo observado en el crédito de las OSD al sector público comentado anteriormente.

Gráfico 2.5.3

**CARD: Deuda Pública Total**  
millones de US\$



Fuente: Reporte Ejecutivo Mensual. Junio, 2015.

Sin ser concluyentes, estos resultados deben llamar la atención, sobre todo porque muestran un retorno de la tendencia al deterioro en los resultados fiscales. La SECMCA ha insistido en la necesidad de consolidar un proceso de ajuste fiscal en el mediano plazo en los países de la región resultado primario consistente con una trayectoria sostenible de deuda pública.

### **3. Comentarios Finales**

La coyuntura macroeconómica de la región continúa planteando los mismos retos hacia el futuro que la SECMCA ya ha destacado en diferentes oportunidades. Algunos elementos que se planteaban como riesgos en versiones anteriores de este informe han incrementado la probabilidad de ocurrencia hacia la segunda mitad del año. En particular, el ajuste de tasas de interés asociado a la normalización de la política monetaria por parte de la FED podría manifestarse a partir de setiembre.

Las condiciones climáticas que afectarán la región también podrían ser más severas, tanto por la sequía que podría afectar ciertas zonas, como por los excesos de lluvias que se presentarán en otras. En todo caso, las cosechas de productos básicos en la canasta de consumo centroamericano con toda probabilidad se verán afectadas y es probable que la infraestructura vial y portuaria sufra perturbaciones asociadas a las rigurosidades climáticas, lo cual podría traer consecuencias sobre la capacidad exportadora de la región.

Estos factores, entre otros, plantean retos importantes si la región desea aprovechar las ventajas que ofrecería una recuperación económica en el hemisferio norte que podría producir un repunte la demanda por los bienes exportables. No obstante, se siguen observando una serie de circunstancias que atentan contra la competitividad de la región. Por ejemplo, los niveles de endeudamiento público están volviendo a tomar impulso, lo cual demandará una cantidad mayor de recursos reales para atender el servicio de la deuda tanto por el posible aumento en los costos asociado a la normalización de la política monetaria de los EUA, como por el incremento en las primas de riesgo que muy probablemente se exija a los diferentes países de la región ante el incremento del saldo de la deuda, ante la ausencia de medidas claras de austeridad o ajuste fiscal.

Por otro lado, los costos asociados a la inseguridad ciudadana están imponiendo una carga importante a los distintos sectores productivos de la región, especialmente en el Triángulo Norte. De acuerdo con algunas fuentes, estos costos de seguridad (los cuales consideran vandalismo, robo y gasto en seguridad privada) alcanzaron un promedio de 2% de las ventas totales en los países mencionados durante 2013.

En síntesis, el verdadero reto de la región en el entorno macroeconómico actual, está en promover la competitividad en un marco de estabilidad macroeconómica y financiera para aprovechar las oportunidades de la eventual recuperación económica global.