



Consejo Monetario Centroamericano Secretaría Ejecutiva

Informe Macroeconómico Regional 2015



Abril, 2016



CONSEJO MONETARIO CENTROAMERICANO

MIEMBROS TITULARES

Leonardo Ovidio Reyes Ramírez
Presidente
Consejo Monetario
Centroamericano y del Banco
Central de Nicaragua

Olivier Castro Pérez
Presidente
Banco Central de Costa Rica

Manuel de Jesús Bautista Flores
Presidente
Banco Central de Honduras

Oscar Cabrera Melgar
Presidente
Banco Central de Reserva de El Salvador

Sergio Francisco Recinos Rivera
Presidente
Banco de Guatemala

Héctor Valdez Albizu
Presidente
Banco Central de la República Dominicana



PRESENTACIÓN

La Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano se complace en presentar el trigésimo Informe Macroeconómico Regional, correspondiente a 2015, con el objeto de brindar un panorama de la situación macroeconómica de los países miembros del CMCA, incluyendo una descripción de la orientación de las medidas de política monetaria, financiera y cambiaria, adoptadas por los bancos centrales miembros del Consejo durante 2015, así como las perspectivas de corto plazo de las principales variables macroeconómicas.

Este análisis fue elaborado tomando en consideración la información disponible en los bancos centrales miembros del CMCA a marzo 2016, así como la evaluación de las principales tendencias macroeconómicas que fueron identificadas y sometidas a discusión a lo largo de 2015.

La Secretaría Ejecutiva desea consignar su agradecimiento a las autoridades económicas de los países de Centroamérica y República Dominicana, en particular, el apoyo brindado por las autoridades monetarias, así como el tiempo y asistencia del personal técnico de los bancos centrales en el suministro de la información cuantitativa y cualitativa.

Centroamérica, abril, 2016.

Angel Alberto Arita Orellana
Secretario Ejecutivo



Contenido

Resumen Ejecutivo	4
I. El crecimiento económico mundial mantuvo tendencia a la desaceleración	5
II. CARD: Mejores resultados en crecimiento e inflación en relación con principales regiones del mundo	13
III. La región reduce el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos por segundo año consecutivo	17
IV. Prevalece la tendencia en la reducción de desequilibrios fiscales a nivel regional, pero	18
V. Condiciones Monetarias: Menor convergencia entre países	21
VI. Perspectivas Macroeconómicas Regionales y Principales Retos de Política	25



Resumen Ejecutivo

Durante 2015 la actividad económica mundial creció moderadamente, enmarcada en un contexto de política monetaria divergente entre EE.UU. y Europa, desaceleración de las economías emergentes, precios de materias primas a la baja, señales de cambio estructural en la economía china y tensión geopolítica en varias regiones del mundo.

A pesar de la persistencia en el ambiente de incertidumbre a nivel mundial, el desempeño económico de la Región CARD fue relativamente positivo durante el año 2015. El crecimiento económico regional (4.7%) fue superior al promedio mundial (3.1%) y al de América Latina (-0.4%), la inflación se ubicó en valores históricamente bajos (1.7%) y continuaron los esfuerzos por disminuir el desequilibrio fiscal y externo.

Aún y cuando, *ceteris paribus*, la región no debería esperar que se mantengan los “vientos de cola” que ayudaron a impulsarla en 2015, es claro que se ha ganado un tiempo valioso para afianzar algunas condiciones macroeconómicas que favorecerían un ajuste menos brusco en caso de que fuera necesario. En general, se logró algún ajuste en los desequilibrios macro de la región sin un costo significativo en términos de crecimiento, inflación o volatilidad excesiva de los tipos de cambio.

Esta oportunidad debe ser aprovechada por las autoridades económicas para promover un ambiente más favorable para apoyar el crecimiento económico, la estabilidad financiera y mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria en la región y su capacidad de respuesta y adaptación a, lo que parece ser, una nueva realidad económica mundial.



I. El crecimiento económico mundial mantuvo tendencia a la desaceleración

Durante 2015 la actividad económica mundial creció moderadamente, enmarcada en un contexto de política monetaria divergente entre EE.UU. y Europa, desaceleración de las economías emergentes, precios de materias primas a la baja, señales de cambio estructural en la economía china y tensión geopolítica en varias regiones del mundo.

La actividad económica mundial creció a un ritmo de 3.1%, menor que el 3.4% observado en 2014. Sin embargo, el crecimiento continuó mostrando patrones divergentes entre las diferentes regiones del mundo y, en general, se mantuvo condicionado por la desaceleración económica de China, y al descenso de los precios de las materias primas, principalmente en el caso del petróleo.

Luego de un primer semestre prometedor para las economías desarrolladas, la actividad económica tendió a desacelerarse en los últimos dos trimestres del año, especialmente en el caso de los EE.UU. y Japón. Por su parte, en la Zona Euro se evidenció una mayor convergencia entre el crecimiento de Alemania y el resto de integrantes de la región.

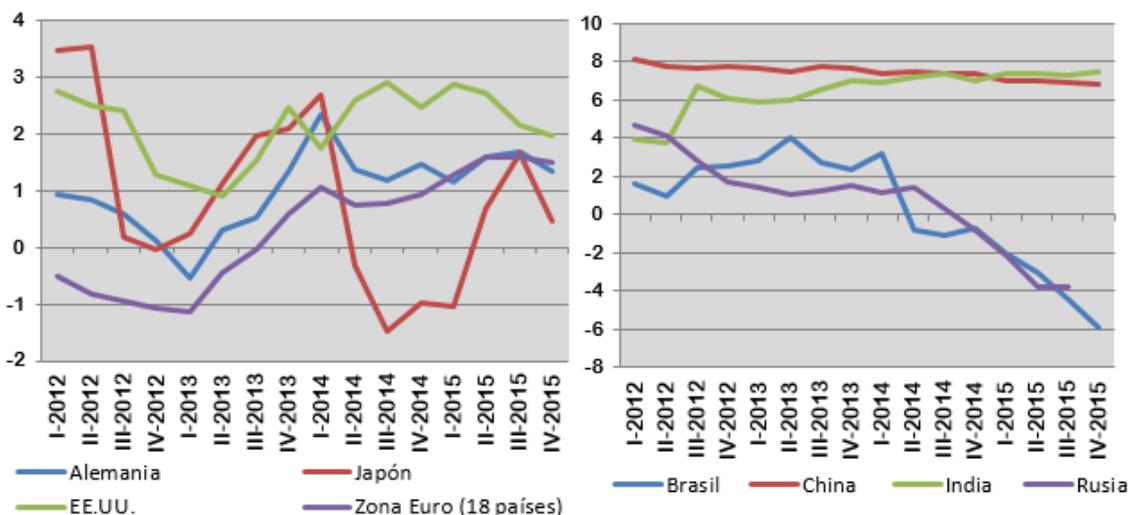
Las economías emergentes mantuvieron también las tendencias observadas durante 2014. En el caso de la India, la actividad económica continuó acelerándose hasta alcanzar tasas de crecimiento cercanas al 8%, mientras que China siguió ralentizándose, hecho que algunos atribuyen a un cambio en el modelo económico que pretende una reorientación de la economía hacia los servicios y menos intensiva en manufactura. Brasil y Rusia evidenciaron una contracción económica bastante más acentuada que la registrada en 2014, en buena parte asociada a la evolución de los precios del petróleo y gas licuado, pero que también ha estado asociada en buena medida a la incertidumbre política (ver gráfico 1).



Gráfico 1

Países Seleccionados: Variación Interanual del PIB Trimestral

Porcentajes



Fuente: Elaboración Propia con base en datos de OECD StatExtracts

De acuerdo a las previsiones brindadas por algunas instituciones financieras internacionales como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD), el Banco Mundial (BM) y el Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento para la economía mundial podría mostrar tasas de entre 2.9% y 3.6% para el bienio 2016-2017 y todavía con una contribución importante de China e India en ese resultado (ver cuadro 1)

Cuadro 1

Perspectivas Económicas Mundiales

Tasa de Crecimiento del PIB Real

Regiones y Países	OECD			Banco Mundial			FMI		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Mundo	2.9	3.3	3.6	2.4	2.9	3.1	3.1	3.4	3.6
Economías Avanzadas	n.d.	n.d.	n.d.	1.6	2.1	2.1	1.9	2.1	2.1
Estados Unidos	2.4	2.5	2.4	2.5	2.7	2.4	2.5	2.6	2.6
Zona Euro	1.5	1.8	1.9	1.5	1.7	1.7	1.5	1.7	1.7
Japón	0.6	1.0	0.5	0.8	1.3	0.9	0.6	1.0	0.3
Economías Emergentes y en Desarrollo	n.d.	n.d.	n.d.	4.3	4.8	5.3	4.0	4.3	4.7
Brasil	-3.1	-1.2	1.8	-3.7	-2.5	1.4	-3.8	-3.5	0.0
China	6.8	6.5	6.2	6.9	6.7	6.5	6.9	6.3	6.0
India	7.2	7.3	7.4	7.3	7.8	7.9	7.3	7.5	7.5
Rusia	-4.0	-0.4	1.7	-3.8	-0.7	1.3	-3.7	-1.0	1.0

Fuente: OECD, Perspectivas Económicas, Noviembre 2015.

BM, Global Economic Prospects, Enero 2016.

FMI, Perspectivas Económicas Mundiales, Abril 2016.

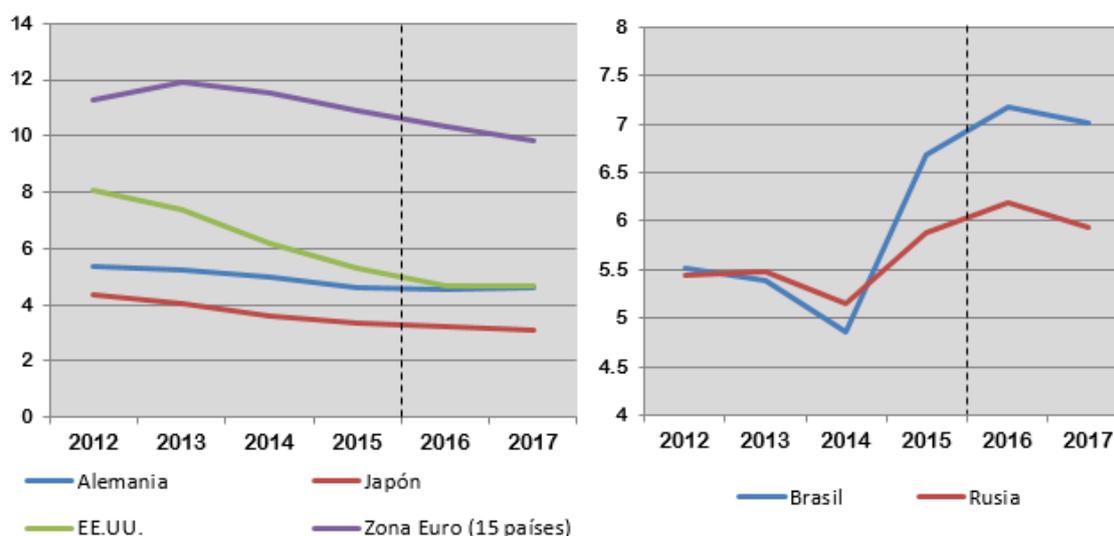


Dado ese panorama, las tasas de desempleo en las economías más avanzadas no mostrarían mejoras significativas en relación con las observadas en 2015. Esto es especialmente cierto en el caso de los EE.UU. y Alemania, donde ya las tasas levemente por debajo del 5% podrían considerarse como generadoras de algún tipo de presión inflacionaria. Evidentemente, la situación inversa se manifestaría en las economías emergentes donde las perspectivas de contracción económica incidirán negativamente en los niveles de empleo (nuevamente, y con particular énfasis, en los casos de Brasil y Rusia) (ver gráfico 2)

Gráfico 2

Países Seleccionados: Tasa de Desempleo y Proyecciones

Porcentajes

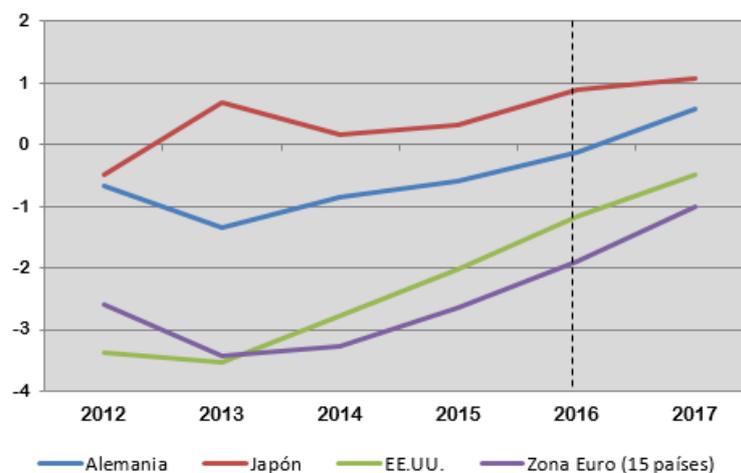


Fuente: *Elaboración Propia con base en datos de OECD StatExtracts*

De acuerdo con estimaciones de la OECD, la coyuntura descrita contribuirá a que, en los próximos años, continúen observándose brechas negativas entre la producción observada y la potencial en las economías desarrolladas (con excepción de Japón), lo cual mantendría relativamente contenidas las presiones inflacionarias en esas economías.



Gráfico 3
Países Seleccionados: Brecha del Producto y Proyecciones
 Porcentajes



Fuente: *Elaboración Propia con base en datos de OECD StatExtracts*

El desempeño descrito de la actividad económica explica en buena medida el hecho de que no se hayan observado fuertes presiones al incremento de los precios al consumidor, especialmente en el caso de las economías desarrolladas. A pesar de que tanto la Reserva Federal como el BCE mantuvieron, en general, políticas monetarias expansivas a lo largo de 2015, las tasas de inflación en las principales economías del mundo resultaron muy cercanas a cero en promedio.

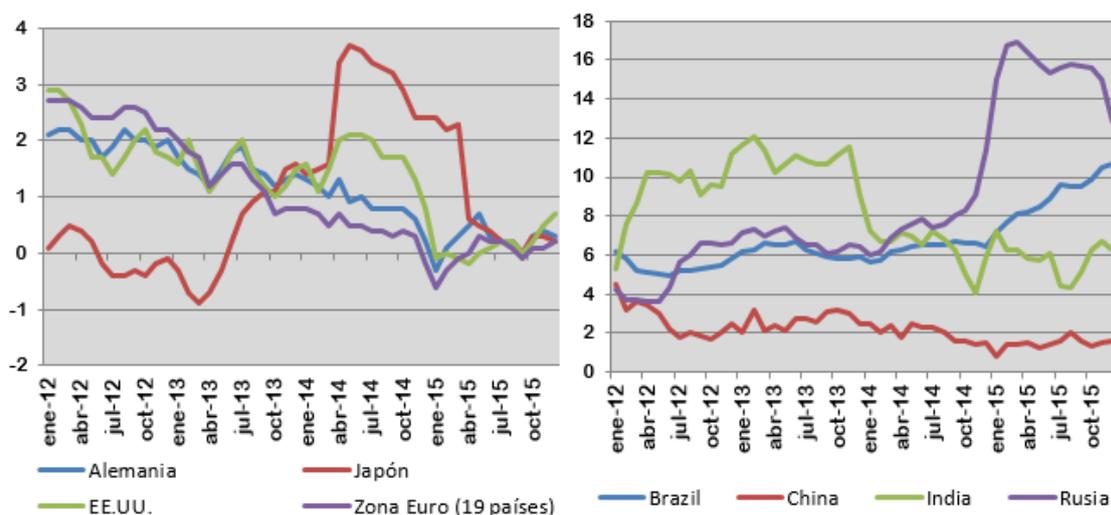
No obstante, en las economías emergentes se ha registrado un repunte de la inflación, el cual estuvo asociado principalmente con el fuerte debilitamiento de la mayoría de las monedas de esos países, como consecuencia en el deterioro de los términos de intercambio que resultó de la caída en el precio de los principales “commodities”. Este fenómeno se acentuó hacia el último trimestre de 2015, debido a las expectativas generadas en relación con el impacto del retiro del estímulo monetario por parte de la FED, las cuales promovieron una depreciación de los tipos de cambio nominal de la mayoría de las monedas mundiales (ver gráfico 4)



Gráfico 4

Países Seleccionados: Tasa de Inflación Interanual

Porcentajes



Fuente: *Elaboración Propia con base en datos de OECD StatExtracts*

Las condiciones monetarias internacionales continuaron siendo relativamente holgadas durante 2015. Tanto la Reserva Federal como el Banco Central Europeo mantuvieron una política monetaria tal que permitió que las tasas de crecimiento en los agregados monetarios más amplios fuera de alrededor del 6% a lo largo de todo el año.

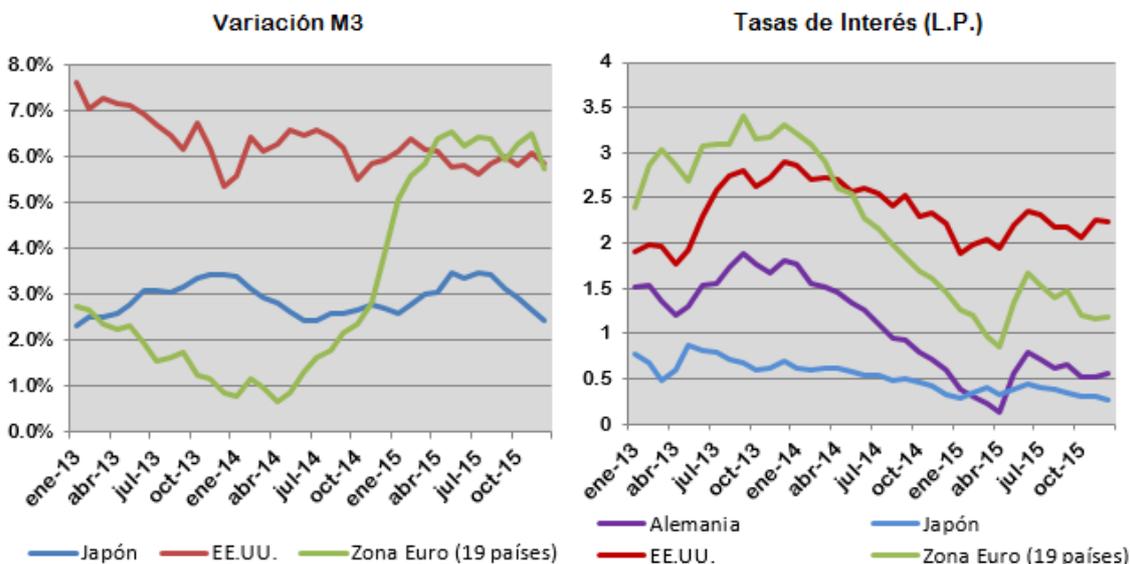
Sin embargo, a partir de abril comenzó a notarse un cambio de tendencia en el comportamiento de las tasas de interés, el cual estuvo asociado muy probablemente con el incremento en la probabilidad de un ajuste en monetario por parte de la FED a partir del segundo semestre del año. Dicho ajuste se hizo efectivo hasta 16 de diciembre, cuando el FOMC decidió incrementar el rango meta de la tasa de los Fondos Federales a 0,25% - 0,5%. La reacción del mercado en los EE.UU. mostró que el impacto de la medida ya había sido internalizado en los precios de los activos financieros (ver gráfico 5).



Gráfico 5

Países Seleccionados: Condiciones Monetarias

Tasas de crecimiento y Porcentajes

Fuente: *Elaboración Propia con base en datos de OECD StatExtracts*

El resultado fue exitoso, según la opinión de algunos analistas, dado que el discurso de la FED preparó a los mercados para el inicio del ciclo de ajuste. Los principales bancos centrales del resto del mundo no mostraron reacciones significativas inmediatas. No obstante, la reacción más importante de los mercados internacionales al cambio de política todavía está por verse. Luego de una caída inicial después del ajuste de tasas, el dólar de los EE.UU. comenzó a apreciarse en relación con las principales monedas, especialmente las emergentes.

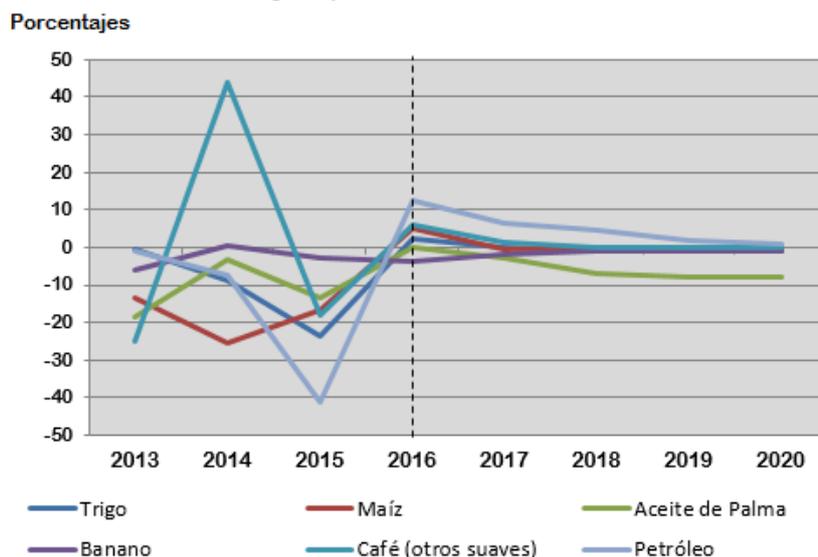
Por su parte, el precio de las materias primas continuó reflejando el poco dinamismo de la economía mundial durante 2015. La menor demanda por los principales "commodities" permitió que se dieran las más importantes reducciones en los precios observadas en los últimos años, especialmente en el precio del petróleo, cuyo comportamiento también reflejó factores de oferta, relacionados con el incremento de la producción por parte de los EE.UU. (como resultado de la explotación de petróleo de esquisto) y la reincorporación de Irán al mercado mundial hacia el último trimestre del año (con una producción de 500 mil barriles diarios).

Las perspectivas hacia el futuro indican que el precio de las principales materias primas no mostraría ajustes significativos en el corto plazo. Aunque se observen algunas alzas, esos efectos serían limitados en el tiempo y los precios tenderían a estabilizarse nuevamente en el largo plazo (ver gráfico 6). Esta situación permitiría,



al menos, a mantener términos de intercambio relativamente estables para los importadores netos de materias primas, como son los países de la región CARD.

Gráfico 6
Productos Seleccionados:
Variación Efectiva y Esperada en Precios



Fuente: *Elaboración Propia con base en datos de FMI.*

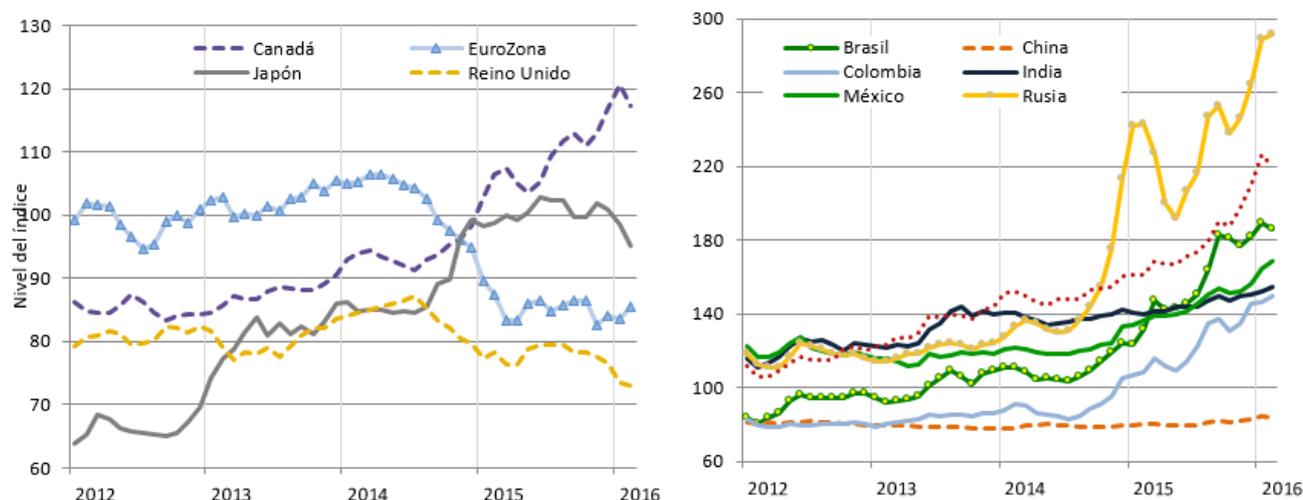
Como ya se indicó, durante 2015 continuó la tendencia hacia la depreciación de la mayoría de las principales monedas del mundo, tanto de países desarrollados como emergentes; especialmente en el caso de los exportadores netos de materias primas, particularmente petróleo. Adicionalmente, el ajuste de las tasas de interés por parte de la FED hacia finales del año introdujo presiones adicionales a la depreciación (ver gráfico 8). En el caso de algunos países de América Latina (tales como Brasil, Colombia y Chile) la depreciación de las monedas fue particularmente fuerte. En el caso de China, la variación del tipo de cambio fue motivada principalmente por el ajuste macroeconómico impulsado por sus autoridades más que como resultado del entorno internacional.



Gráfico 7

Países Seleccionados: Índice del Tipo de Cambio Nominal

Enero 2007=100

Fuente: *SECMCA. Reporte Mensual de Indicadores de Coyuntura de la Economía Internacional*

En resumen, durante el año 2015 se continuaron manifestando las mismas fuentes de incertidumbre que han caracterizado el desempeño económico mundial durante los años previos. Se hizo más evidente que las principales regiones del mundo marchan en diferentes fases del ciclo económico y, en particular, los EE.UU. y Europa mantienen tonos divergentes de política monetaria. El cambio estructural por el que pasa la economía China indujo ajustes importantes en el precio relativo de las materias primas a nivel mundial, y el precio del petróleo es probable que continúe en niveles alrededor de \$40 por barril durante algún tiempo. Adicionalmente, algunos factores geopolíticos (la inestabilidad política y los movimientos migratorios, entre otros) continuarán impactando de alguna manera el desempeño económico mundial.



II. CARD: Mejores resultados en crecimiento e inflación en relación con principales regiones del mundo

A pesar de la persistencia en el ambiente de incertidumbre a nivel mundial, el desempeño económico de la Región CARD fue relativamente positivo durante el año 2015. El crecimiento económico regional (4.7%) fue superior al promedio mundial (3.1%) y al de América Latina (-0.4%), la inflación se ubicó en valores históricamente bajos (1.7%) y continuaron los esfuerzos por disminuir el desequilibrio fiscal y externo.

El crecimiento en la Región CARD fue similar al registrado al cierre de 2014 (4.6%), a pesar de que la actividad económica regional mostró señales de desaceleración para el segundo trimestre del año, en buena parte por efectos climatológicos desfavorables. Para el tercer trimestre, se mostró una aceleración promovida por el sector construcción y las actividades de los servicios. Sin embargo, para el último trimestre, se presentó nuevamente una leve desaceleración influenciada principalmente por el menor dinamismo en explotación de minas en República Dominicana.

Gráfico 8

CARD: Actividad Económica

variación interanual del PIB Trimestral



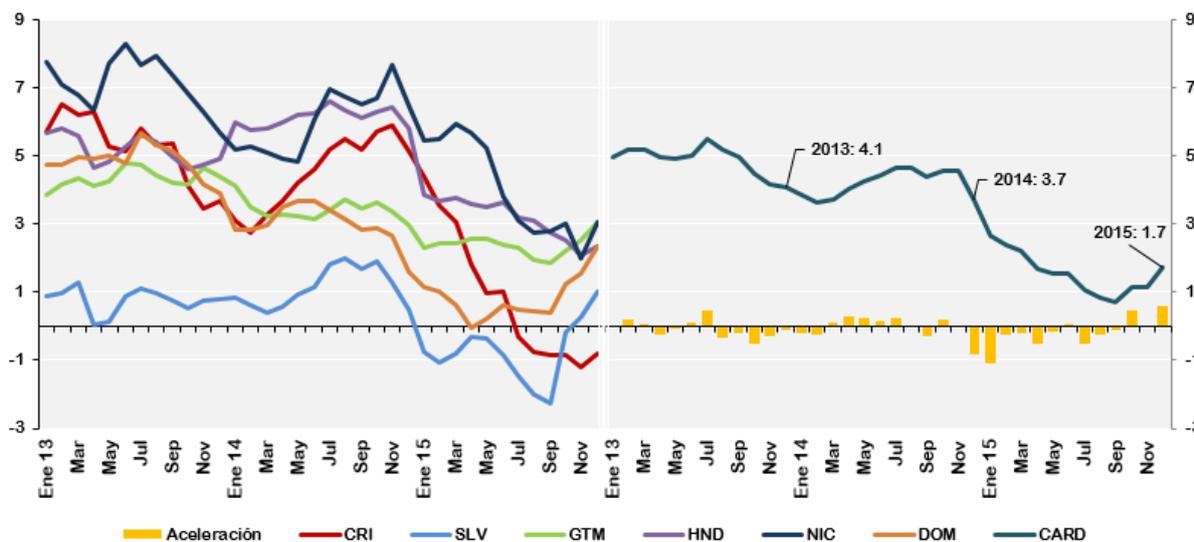
Fuente: Elaboración Propia con base en datos de SIMAFIR



Como es habitual, el crecimiento regional presentó una amplia dispersión en 2015, donde las mayores tasas de crecimiento fueron para República Dominicana (7.0%), Nicaragua (4.9%) y Guatemala (4.1%). Es importante destacar la tasa de crecimiento alcanzada por El Salvador la cual, aunque continuó siendo relativamente baja (2.5%), fue notablemente superior a la registrada en 2014 (1.4%) y la mayor de los últimos cinco años.

La inflación regional finalizó con una tasa de 1.7 % en 2015, cifra notablemente inferior a la registrada al cierre de 2014 (3.7%). Al igual que el año anterior, esta reducción de 2 p.p. estuvo influenciada significativamente por la disminución en el precio mundial de las materias primas, particularmente en el precio del petróleo y sus derivados, que se tradujo en reducciones importantes en los componentes del IPC asociados al rubro de transportes y servicios para el hogar, aunque se manifestaron con diferente oportunidad e intensidad en cada país.

Gráfico 9
CARD: Inflación
 variación interanual del IPC



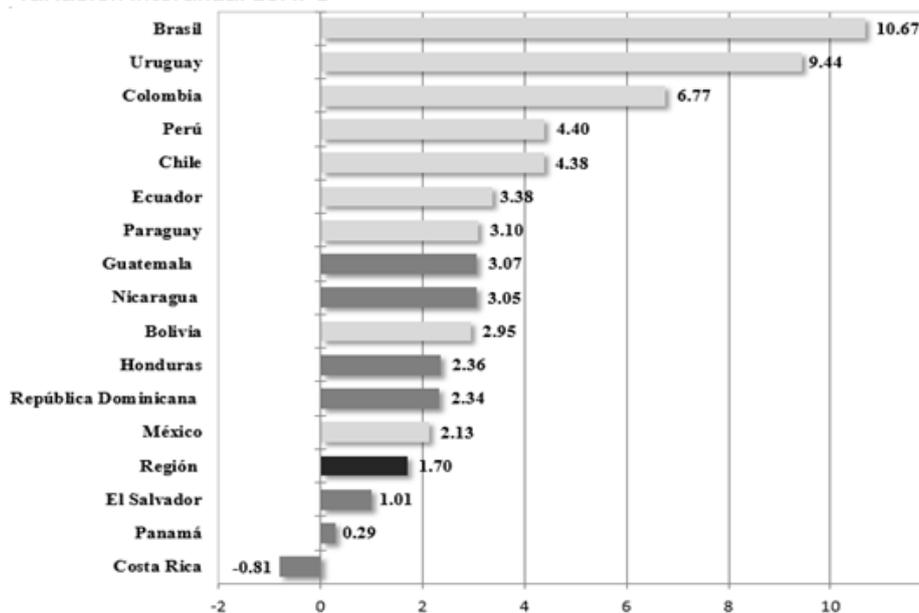
Fuente: *Elaboración Propia con base en datos de SIMAFIR*



En comparación con los países de América Latina, la Región CARD presentó las tasas de inflación más bajas al cierre de 2015. Las menores tasas de inflación fueron para Costa Rica (-0.81%) y El Salvador (1.0 %) seguidas por República Dominicana (2.34%) y Honduras (2.36 %), mientras que Guatemala y Nicaragua alcanzaron una inflación ligeramente superior al 3%.

Gráfico 10

Países seleccionados: Inflación América Latina en 2015
variación interanual del IPC



Fuente: *SECMCA. Reporte Mensual de Indicadores de Coyuntura de la Economía Internacional*

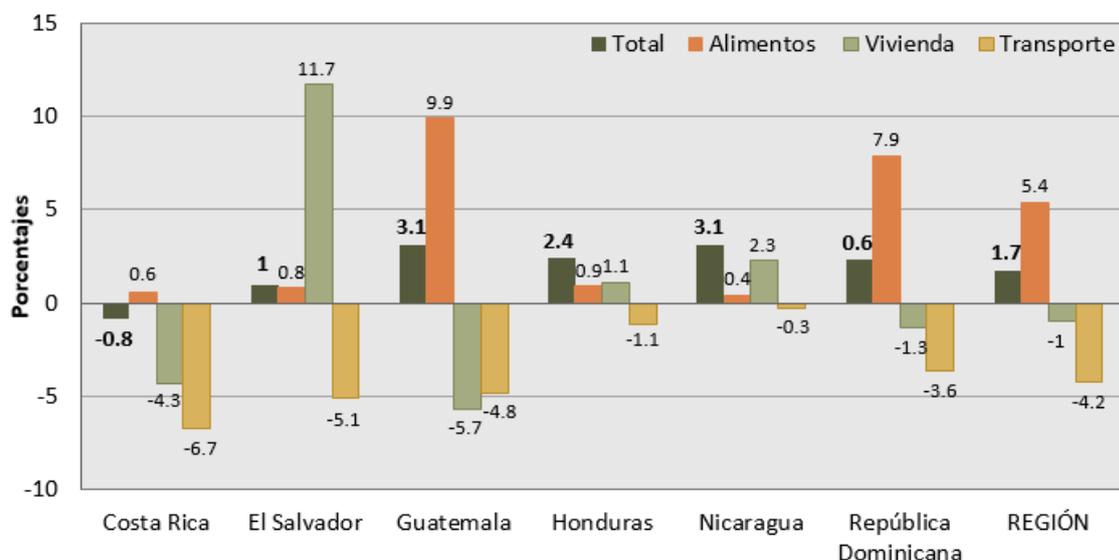
En cuanto al IPC por grupos, destacó el comportamiento dispar observado entre los grupos Alimentos y Transportes a nivel regional, y los cuales aportaron en mayor medida a la variación en el índice de precios. Particularmente, fue posible observar algunos crecimientos importantes en los precios de los alimentos en algunos países (especialmente Guatemala y República Dominicana, ver Gráfico 11). En el caso de El Salvador el rubro de Vivienda (que incluye Agua, Electricidad y Gas) tuvo un impacto considerable debido a la eliminación de algunos subsidios, especialmente al agua. Estos factores explican en gran medida el hecho de que la inflación tendió a acelerarse a partir del último trimestre de 2015.



Gráfico 11

CARD: Inflación Interanual por Grupos

diciembre, 2015



Fuente: Reporte Mensual de Inflación Regional. SECMCA

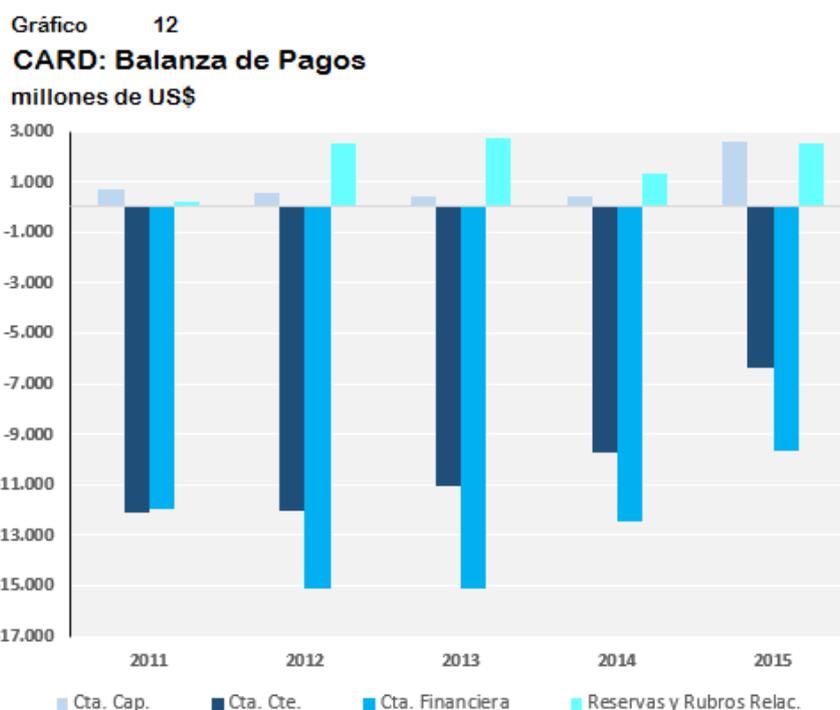
Si bien las tasas de inflación se mantuvieron por debajo de las metas establecidas por los bancos centrales de la región durante 2015, resaltan las presiones inflacionarias sobre los alimentos en algunos países de la región, mientras que el impacto positivo sobre los precios del rubro de transportes tiende a agotarse en la mayoría de ellos, previéndose con ello una aceleración de la inflación en los próximos trimestres, aunque muy probablemente manteniéndose dentro de los rangos meta de los bancos centrales durante 2016.



III. La región reduce el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos por segundo año consecutivo.

A finalizar el 2015 la región CARD registró un déficit en la cuenta corriente de US\$6,366 millones (2.6% del PIB regional), US\$3,348 millones menos que el observado en 2014, y el más bajo desde 2011 (6.1% del PIB regional). El comportamiento antes descrito fue influenciado en gran medida por la reducción del valor de las importaciones de bienes en 2.9%, debido principalmente a la caída del precio internacional del petróleo, así como por el incremento en el flujo de transferencias corrientes (remesas familiares en su mayoría) de 6.9% y al alza de 5.5% de las exportaciones de servicios.

Por su parte, la cuenta capital de la región registró un superávit de US\$2,568 millones, resultado en su mayoría por las transferencias de capital recibidas por la República Dominicana (US\$2,087 millones), asociados a la operación de recompra de deuda externa pública (Ver gráfico 12).



Fuente: *Estadísticas del Sector Externo Armonizadas*

El menor déficit de la cuenta corriente y el superávit de la cuenta de capital, junto a las entradas de flujos financieros durante el 2015 permitieron a la región incrementar sus activos de reserva oficiales (ARO) en US\$2,141 millones, traduciéndose en un saldo de ARO de US\$29,883 millones; con ello se cubren 3.5 veces del servicio de la deuda externa pública de corto plazo, definida como aquella cuyo plazo de vencimiento residual es menor a un año (US\$8,579 millones), reflejando así un sólido respaldo para el cumplimiento de sus obligaciones externas.



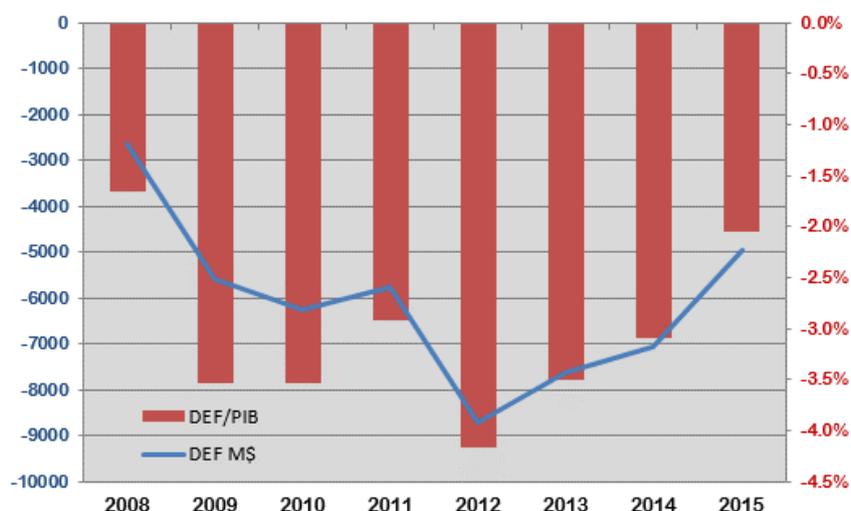
IV. Prevalece la tendencia en la reducción de desequilibrios fiscales a nivel regional, pero...

Por tercer año consecutivo, la región CARD redujo el déficit financiero del Gobierno Central, el cual alcanzó un 2.1% respecto al PIB (3.1% en 2014); un nivel cercano al observado a inicios de la crisis financiera en 2008 (ver gráfico 13). Estos resultados evidencian los esfuerzos que han realizados los países por reducir los desequilibrios fiscales, destacándose la mejora en la recaudación tributaria y los esfuerzos por controlar el gasto público. Sin embargo, aunque prevalece la tendencia en la reducción de desequilibrios fiscales a nivel regional, se requiere avanzar en reformas de las estructuras tributarias y de gasto para consolidar esos resultados en el largo plazo.

Gráfico 13

CARD: Resultado Financiero del Gobierno Central

Millones de US\$ y Porcentaje del PIB



Fuente: *Elaboración Propia con base en datos de SIMAFIR*

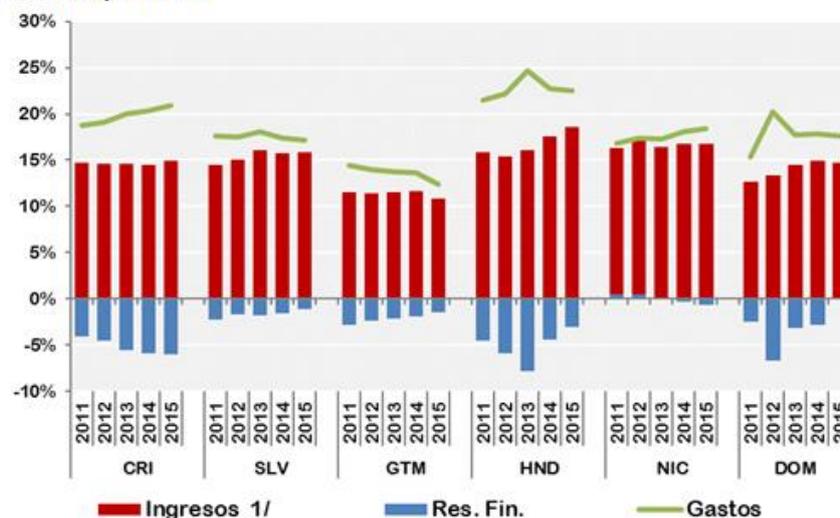
Al analizar la evolución del Resultado Financiero del Gobierno Central, así como los ingresos y gastos para el quinquenio (2011-2015), se observa una tendencia en la disminución del déficit financiero y cierta ralentización en el crecimiento del gasto público en toda la región, con excepción de Costa Rica y Nicaragua. Así, la mayoría de los países obtuvieron mejores resultados en el saldo operacional del Gobierno Central que los alcanzados durante 2014 (ver gráfico 14).



Gráfico 14

CARD: Resultado Financiero del Gobierno Central

Porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración Propia con base en datos de SIMAFIR

En particular, en el caso de Honduras, debe destacarse la reducción significativa en el déficit fiscal en 1.4 p.p., asociado tanto al buen desempeño en el crecimiento de los ingresos totales (19 % del PIB, el más importante de la región en términos relativos), así como a la ralentización del gasto público, los cuales posibilitaron la mejora en las cuentas públicas y en la percepción de las calificadoras de riesgo durante el año.

Por su parte, la República Dominicana fue el único país que registró un superávit en las cuentas públicas del Gobierno Central, equivalente al 0.1% del PIB, aunque estos resultados estuvieron influenciados por la compra adelantada de la deuda con el programa de Petrocaribe equivalente a 3% de PIB en los primeros meses de 2015.

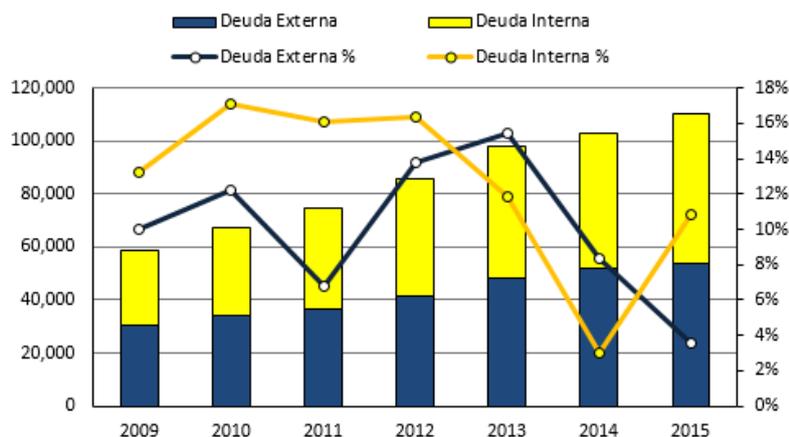
A pesar de la mejora relativa en los resultados globales, al cierre de 2015, el saldo de la Deuda Pública en la Región CARD se situó en US\$ 110,557 millones (45.6% del PIB), mostrando un incremento porcentual de 7.2% con relación al año anterior (45.1% del PIB). Aunque las condiciones financieras externas aún son favorables, el principal recurso para el financiamiento del déficit fue la deuda interna, que creció un 10.8% con respecto a 2014 y representó un 23.3% del PIB (22.3% en 2014). En contraste, el saldo de la deuda pública externa creció solamente un 3.6% en términos nominales y se redujo levemente como porcentaje del PIB (22.3% en 2015 en comparación con 22.8% en 2014).

Aunque el origen del aumento de la deuda total pública puede justificarse en parte por las políticas fiscales expansivas para paliar los efectos de la crisis financiera mundial de 2008, lo cierto es que entre 2009 y 2015 saldo del endeudamiento



público prácticamente se duplicó al crecer en más de \$ 51,955 millones, lo cual es cercano al 21% del PIB regional. Esto debe llamar la atención de las autoridades fiscales con el fin de incrementar los esfuerzos para mantener el endeudamiento en niveles sostenibles a largo plazo en los países de la región.

Gráfico 15
CARD: Deuda Pública Bruta Total, Interna y Externa
Millones de US\$ y Tasa de Crecimiento



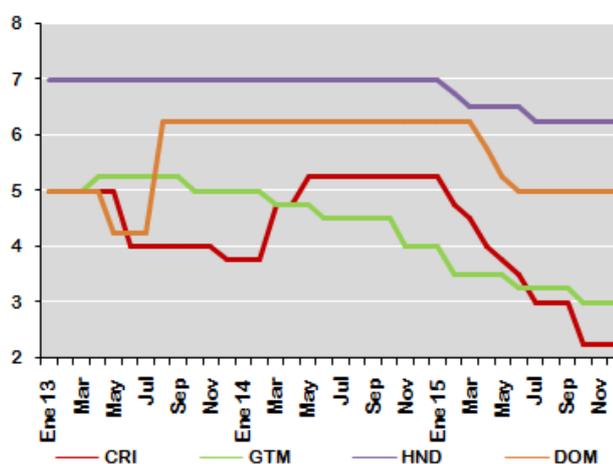
Fuente: *Elaboración Propia con base en datos de SIMAFIR*



V. Condiciones Monetarias: Menor convergencia entre países

A diferencia de lo ocurrido durante el año 2014, cuando se observó una alta estabilidad en el comportamiento de las tasas de política monetaria, el año 2015 mostró una tendencia a la baja con distintas intensidades entre los países. La principal explicación para la reducción de este instrumento de política monetaria podría encontrarse en la acelerada caída en la inflación en todos los países de la región, lo que llevó a que las tasas de interés activas en términos reales se incrementaran fuertemente y representaran un desincentivo a la inversión dada la coyuntura macroeconómica prevaleciente (ver gráfico 16).

Gráfico 16
CARD: Tasa de Política Monetaria
Porcentajes



Fuente: Elaboración Propia con base en datos de SIMAFIR

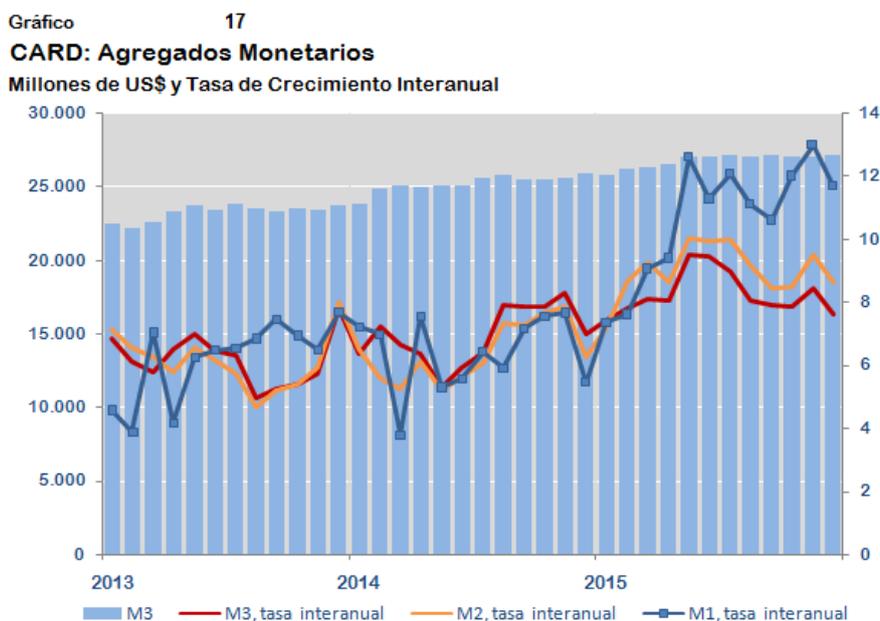
Las diferencias en el ajuste entre los diferentes países que utilizan este instrumento se observaron tanto en términos de magnitudes como de velocidad. Por ejemplo, Costa Rica hizo siete ajustes a su TPM a lo largo del año por un monto equivalente a 300 p.b. Por su parte, Honduras y República Dominicana realizaron solamente tres ajustes, por montos acumulados de 75p.b. y 125 p.b. respectivamente. En tanto que Guatemala redujo su TPM en 100p.b. mediante 3 rebajas (una de 50p.b. y dos de 25 p.b.).

Sin duda, las diferencias entre las expectativas de inflación en el mediano plazo, los regímenes cambiarios, así como el balance y los flujos de las cuentas internacionales en cada país, son factores que explican también esta dispersión en la magnitud y velocidad de los ajustes de política monetaria.

Por su parte, los agregados monetarios, mostraron una tendencia al crecimiento más marcada en el primer semestre de 2015, con tasas que convergen al 10% (en particular los más amplios). Sin embargo, el M1 tuvo un mayor crecimiento en

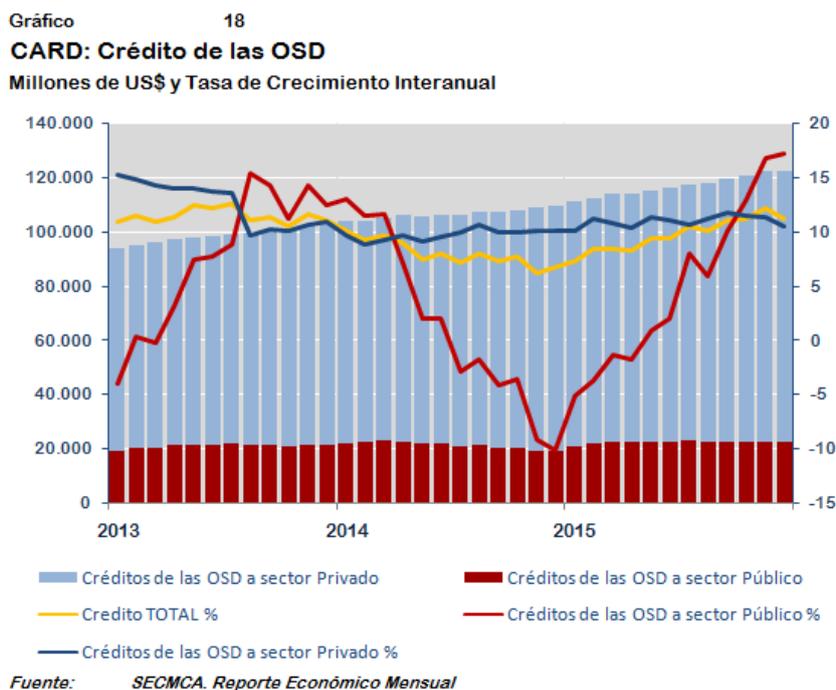


comparación a los demás, presentando así una mayor que la volatilidad con respecto en años previos. Este comportamiento puede ser el resultado de un incremento en la demanda por saldos más líquidos que sería de esperar en circunstancias donde prevalecen tasas de inflación más bajas en la región (Ver gráfico 17).



Fuente: *SECMCA. Reporte Económico Mensual*

El crédito total otorgado por las Otras Sociedades de Depósito (OSD), se mantuvo creciendo y con leve tendencia a acelerarse. Alineado con la tendencia hacia un mayor endeudamiento interno del sector público, el financiamiento bancario a ese sector mostró con una tendencia totalmente contraria a la observada durante el año 2014 cuando se redujo casi en 10%, terminando 2015 con un crecimiento interanual de 17%. No obstante, a pesar de esa recuperación el saldo promedio es similar al observado en los primeros meses de 2014. Por su parte, el crédito de las OSD a sector privado se mantuvo creciendo en tasas cercanas al 11% en promedio (ver gráfico 18).



Los promedios regionales de las tasas de interés activas y pasivas (en términos reales) se incrementaron considerablemente en 2015. A pesar de los ajustes a la baja en las tasas de política monetaria promovidas por los bancos centrales a lo largo del año las tasas de interés ofrecidas por los intermediarios financieros no respondieron con la misma dirección e intensidad. No obstante, el margen de intermediación se mantuvo en niveles similares a los observados en años anteriores (ver gráfico 19).

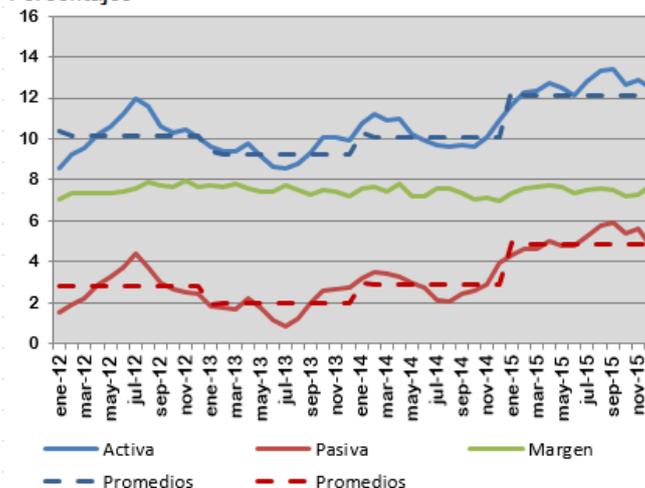
El patrón de comportamiento de las tasas reales (especialmente las activas) en los últimos dos años es muy similar al inverso de la inflación, lo cual denota una rigidez al ajuste de las tasas nominales en períodos en los que el aumento de precios tiende a ser más bajo. Es claro que existen, entre otras condiciones de mercado, algunas cláusulas en los contratos de crédito que podrían retrasar dicho ajuste en períodos de inflación baja (o negativa), lo cual incide fuertemente en el costo del financiamiento para las actividades productivas y, a la larga, en la competitividad de la región.



Gráfico 19

CARD: Tasas de interés reales en moneda nacional

Porcentajes

Fuente: *Elaboración Propia con base en datos de SIMAFIR*

En general, durante el 2015 las condiciones monetarias y financieras en la región tendieron a ser menos convergentes entre países, que la que se observaron durante el año anterior. Si bien el choque externo ha sido homogéneo para las economías de la región, ha sido evidente que las respuestas de política monetaria, cambiaria y financiera tuvieron diferentes matices.



VI. Perspectivas Macroeconómicas Regionales y Principales Retos de Política

Las perspectivas en materia de precios al consumidor, con base en las metas de inflación de los países miembros del CMCA, indican que la inflación regional para 2016 estaría ubicada nuevamente en el rango entre 4% y 5%. Lo que implicaría un aumento moderado de la inflación comparado con lo registrado en 2015.

Cuadro 2

CARD: Inflación

Porcentaje

	2014	2015	PROYECCION 2016
Costa Rica	5.1	-0.8	3.0 ± 1
El Salvador	0.5	1.0	n.d.
Guatemala	2.9	3.1	4.0 ± 1
Honduras	5.8	2.4	4.5 ± 1
Nicaragua	6.5	3.1	5.0 - 6.0
Rep Dominicana	1.6	2.3	4.0 ± 1
Promedio Región	3.6	2.4	n.d.

Fuente: SECMCA. Reporte Económico Mensual, con base en información de los bancos centrales

La evolución del precio de los combustibles será un elemento fundamental para mantener niveles de inflación bajos durante el 2016, toda vez que se espera que persistan los efectos del fenómeno ENOS (El Niño) por lo menos durante el primer cuatrimestre de ese año. El impacto que los factores climáticos tienen sobre el precio de los alimentos podría inducir un repunte importante en los niveles de inflación si terminan acompañados de ajustes al alza de los precios de los bienes y servicios para el hogar y el transporte.

Con excepción de Costa Rica, el resto de países de la región no proyecta una aceleración en las tasas de crecimiento del PIB. Si bien la coyuntura macroeconómica del año 2015 resultó favorable, la región seguiría resintiéndose los efectos de una demanda mundial todavía deprimida. Además, será menor la probabilidad de tener choques positivos adicionales sobre los términos de intercambio provenientes de menores precios de importación de combustibles durante el año 2016, por lo que no sería de esperar que se dieran aceleraciones adicionales en el aumento del consumo como resultado de mejoras en el ingreso disponible, especialmente de las familias.



Cuadro 3

CARD: Crecimiento Económico Observado

Porcentaje

	2014	2015 Estimado	PROYECCION 2016
Costa Rica	3.0	3.7	4.3
El Salvador	1.4	2.5	2.3
Guatemala	4.2	4.1	3.1- 3.9
Honduras	3.1	3.6	3.3 - 3.7
Nicaragua	4.6	4.9	4.5 - 5.0
Rep Dominicana	7.3	7.0	5.0 - 5.5
Promedio Región	4.6	4.7	3.9 - 4.3

Fuente: SECMCA. Reporte Económico Mensual, con base en información de los bancos centrales

Estos mismos factores serían los principales determinantes para que el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos no muestre alguna mejora significativa en relación con los resultados alcanzados durante 2015 en la mayoría de los países. Adicionalmente las autoridades monetarias y fiscales deberán prestar mucha atención al flujo de capitales hacia la región, el cual podría verse alterado de alguna manera por el inicio del ajuste de tasas de interés por parte de la FED.

Cuadro 4

CARD: Déficit de Cuenta Corriente

Porcentaje del PIB

	2014	2015 Estimado	PROYECCION 2016
Costa Rica	-4.7	-4.0	-4.1
El Salvador	-5.2	-3.6	n.d.
Guatemala	-2.1	-1.0	-0.6
Honduras	-7.4	-6.4	-6.1
Nicaragua	-7.1	-7.8	-7.6
Rep Dominicana	-3.2	-2.0	n.d.
Promedio Región	-4.0	-3.0	n.d

Fuente: SECMCA. Reporte Económico Mensual, con base en información de los bancos centrales

Con excepción de Costa Rica y Nicaragua, todos los países obtuvieron en 2015 mejores resultados en el saldo operacional del Gobierno Central que los alcanzados



durante 2014. Sin embargo, para 2016 se esperaría un deterioro en la mayoría de ellos, en parte por el necesario incremento que debe darse en la inversión pública para consolidar el crecimiento económico, la dificultad de mantener el ritmo de crecimiento de los ingresos tributarios y, particularmente en el caso de República Dominicana, a la ausencia de choques positivos como el de la negociación de deuda con Petrocaribe.

Cuadro 5
CARD: Saldo Operacional del Gobierno Central
Porcentaje del PIB

	2014	2015 Estimado	PROYECCION 2016
Costa Rica	-5.8	-6.0	-6.2
El Salvador	-1.6	-1.1	n.d.
Guatemala	-1.9	-1.5	-1.6
Honduras	-4.4	-3.0	-3.6
Nicaragua	-0.3	-0.6	-0.9
Rep Dominicana	-2.8	0.1	-2.3
Promedio Región	-2.9	-2.6	n.d.

Fuente: SECMCA. Reporte Económico Mensual, con base en información de los bancos centrales

En suma, el año 2015 resultó relativamente benigno para la región. Se mantuvieron tasas de crecimiento por encima del promedio de América Latina y del mundo, la inflación se mantuvo con tendencia hacia la baja y se observaron mejoras en los resultados de la cuenta corriente de la balanza de pagos y el balance fiscal en relación con los obtenidos el año anterior.

El contexto descrito se caracterizó también por una gran estabilidad tanto en los tipos de cambio de las monedas de la región en relación con el dólar de los EE.UU. (a pesar de las depreciaciones importantes que se manifestaron en otras economías latinoamericanas) como en los flujos de capital, especialmente de inversión extranjera directa.

Hacia el futuro, el panorama internacional pareciera que no va a ofrecer una perspectiva muy diferente de lo observado durante 2015. De acuerdo con entidades como el Foro Económico Mundial, el balance de riesgos para el 2016 estaría sesgado hacia factores ambientales y geopolíticos que, aunque sí podrían tener consecuencias económicas importantes, producen efectos difíciles de cuantificar y prevenir en términos de los resultados y políticas macroeconómicas.



En esta línea, los países de CARD no deberían esperar que se mantengan los “vientos de cola” que ayudaron a impulsarla el año anterior, es claro que se ha ganado un tiempo valioso para afianzar algunas condiciones macroeconómicas que favorecerían un ajuste menos brusco en caso de que fuera necesario. En general, se logró algún ajuste en los desequilibrios macro de la región sin un costo significativo en términos de crecimiento, inflación o volatilidad excesiva de los tipos de cambio.

Esta oportunidad debe ser aprovechada por las autoridades económicas para promover un ambiente más favorable para apoyar el crecimiento económico, la estabilidad financiera y mejorar el mecanismo de transmisión de la política monetaria en la región. En la medida que lo permitan los nuevos espacios que se crean en el campo fiscal, es importante promover el desarrollo de infraestructura que permita agilizar el transporte, las telecomunicaciones y reducir el impacto de los fenómenos climáticos que afectan a la región. En aquellos países donde dicho espacio fiscal sea más limitado, será necesario promover mayores oportunidades para la participación del sector privado en la provisión de estos servicios.

Por otra parte, se debe procurar que las condiciones de relativa estabilidad financiera y cambiaria que prevalecieron durante el año 2015 no incentiven la toma de riesgos excesivos por parte de los participantes en el sistema financiero regional. Si bien los agregados crediticios no muestran señales de crecimiento fuera de lo normal, los efectos de los ajustes en las tasas de interés en los EE.UU. sobre la volatilidad de los mercados financieros mundiales en general, y regionales en particular, todavía no se pueden dar por descontados.

Adicionalmente, durante el 2015 fue posible observar nuevamente cómo, a pesar de los esfuerzos de los bancos centrales por ajustar hacia la baja las tasas de política monetaria dadas las menores presiones inflacionarias, las tasas de interés reales más bien se incrementaron, lo que pudo haber tenido algún impacto negativo sobre la generación de nuevos emprendimientos productivos en CARD. Si bien se puede argumentar que la teoría económica reconoce la existencia de rezagos entre el momento en que se implementan las medidas de política monetaria y el momento en que se empiezan a manifestar sus efectos, también es cierto que la infraestructura de los sistemas bancarios regionales podría estar limitando la intensidad y la oportunidad con que se transmiten las señales de política monetaria limitando así la capacidad de ajuste de los mercados a las nuevas condiciones macroeconómicas.

Dadas las condiciones actuales y esperadas, la región cuenta con una valiosa oportunidad para consolidar los progresos alcanzados y mejorar su capacidad de respuesta y adaptación a, lo que parece ser, una nueva realidad económica mundial. El principal reto consiste, entonces, en no desaprovecharla.