



CONSEJO MONETARIO CENTROAMERICANO

Secretaría Ejecutiva

Informe de Coyuntura del Primer Trimestre de 2011

Expectativas de Mayor Inflación y Ralentización de la Actividad Económica Regional

I. Situación Económica y Financiera Internacional.

De acuerdo con el informe de las *Perspectivas Económicas Mundiales* del FMI (abril de 2011), el ritmo de crecimiento económico mundial ha continuado en su fase de recuperación y se prevé que alcance una tasa de crecimiento de alrededor de 4.4% en 2011 y de 4.5% en 2012 (Cuadro 1.1). La dinámica del crecimiento económico se ha caracterizado, como en períodos anteriores, por avanzar en dos velocidades, lo que se evidencia en una tasa esperada de 2.4% para las economías avanzadas, y de 6.5% para las emergentes y en desarrollo. En las economías avanzadas, el producto aún está muy por debajo del potencial, el desempleo es elevado y el bajo crecimiento se estima que se mantendrá durante algunos años más.

Mientras en las economías de mercados emergentes, por su bajo grado de exposición a la crisis, registrarían un crecimiento subyacente elevado, bajo nivel de las tasas de interés, sostenibilidad fiscal y financiera, recuperación de las exportaciones y un cierre más rápido de las brechas del producto.

No obstante lo anterior, en las economías emergentes la preocupación es mayor ante la volatilidad que se ha observado en algunos precios de alimentos y combustibles, que ocupan una proporción relevante del consumo, y por los riesgos que implica para la inflación y el crecimiento económico. El índice de precios al consumidor de las economías avanzadas podría registrar una variación de 2.2% para 2011; en tanto que para las emergentes y en desarrollo se estima en 6.9% para el mismo año.

Cuadro 1.1

Principales Variables de la Economía Mundial
(Observadas en 2009-2010 y Perspectivas 2011-2012)
Tasas de variación interanual

Regiones y países	2009	2010	2011	2012
PIB mundial	-0.5	5.0	4.4	4.5
Economías Avanzadas	-3.4	3.0	2.4	2.6
Economías Emergentes y en Desarrollo	2.7	7.3	6.5	6.5
América Latina y el Caribe	-1.7	6.1	4.7	4.2
Precios al Consumidor				
Economías Avanzadas	0.1	1.6	2.2	1.7
Economías Emergentes y en Desarrollo	5.2	6.2	6.9	5.3
Precios Petróleo	-36.3	27.9	35.6	0.8
Precios Commodities no combustibles	-15.8	26.3	25.1	-4.3
Volumen de Comercio Mundial	-10.9	12.4	7.4	6.9
Tasa interbancaria ofrecida en Londres (%)				
Sobre depósitos en dólares en EEUU	1.1	0.5	0.6	0.9
Sobre los depósitos en euros	1.2	0.8	1.7	2.6
Sobre los depósitos en yenes japoneses	0.7	0.4	0.6	0.3

Fuente: FMI. Perspectivas Económicas Mundiales. Abril 2011.

De acuerdo con el *Reporte de Estabilidad Financiera Global* del FMI, la estabilidad financiera ha mejorado en los últimos seis meses principalmente por el mejor comportamiento macroeconómico y el apoyo de las políticas macroeconómicas acomodaticias, no obstante que persisten algunas fragilidades financieras. En las economías avanzadas las principales tareas son las políticas estructurales, la reducción del apalancamiento y la restauración de la disciplina del mercado para evitar las interrupciones en la transición, asegurar la sostenibilidad fiscal de mediano plazo y reducir los excesivos presupuestos de deuda del sector privado. En tanto que en las economías de mercados emergentes, la tarea es evaluar y limitar el sobrecalentamiento y evaluar las vulnerabilidades de los mercados.

1.1 Recuperación económica y presiones inflacionarias en las principales economías desarrolladas.

La recuperación económica que avanza a un ritmo lento en las economías desarrolladas y las presiones inflacionarias derivadas de la volatilidad observada en algunos *commodities*, resulta ser el denominador en la perspectiva de crecimiento de corto y mediano plazo. En efecto, en muchas economías avanzadas, se ha pronosticado que la reducción de las brechas del producto se materializará en el mediano plazo.

En los Estados Unidos, principal socio comercial de la región, se espera que la brecha del producto, ubicada actualmente en alrededor del 5% del PIB, pueda reducirse entre 2015 y 2016. Similar comportamiento se espera para las tasas de desempleo, ubicadas en la actualidad, entre 9% y 10%. La mejora en la confianza del consumidor y de las empresas, la política monetaria acomodaticia y un mayor apoyo en

las condiciones financieras apoyarían el ritmo de recuperación económica durante 2011. De esa forma se espera que la economía estadounidense crezca a un ritmo de 2.8% en 2011 (2.8% en 2010), y de 2.9% en 2012. Para la Zona Euro se espera una pequeña desaceleración con una tasa de 1.6% en 2011 (1.7% en 2010) y de 1.8% para 2012. Respecto de la economía de Japón, las perspectivas son de un crecimiento de 1.4% en 2011 (3.9% en 2010), y de 2.1% para 2012 (Véase Cuadro 1.2).

Cuadro 1.2
Economías Avanzadas: Crecimiento Económico e Inflación (2010 – 2012).

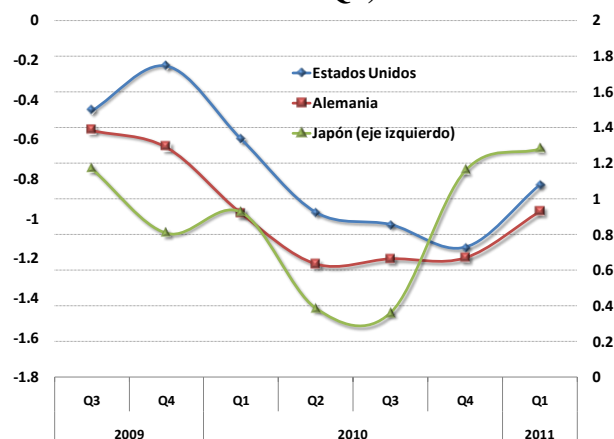
	2010	2011	2012
Crecimiento Económico			
<i>Economías Avanzadas</i>	3.0	2.4	2.6
<i>Estados Unidos</i>	2.8	2.8	2.9
<i>Zona Euro</i>	1.7	1.6	1.8
<i>Japón</i>	3.9	1.4	2.1
Inflación			
<i>Economías Avanzadas</i>	0.9	1.4	1.4
<i>Estados Unidos</i>	1.0	1.1	1.4
<i>Zona Euro</i>	0.8	1.2	1.5
<i>Japón</i>	-2.1	-1.4	-0.1

Fuente: FMI. WEO, abril 2011.

Con relación a la inflación, recientemente se ha visto un significativo incremento en los precios como de hidrocarburos y otros *commodities*, situación que ha afectado indirectamente el comportamiento de los indicadores de inflación subyacente en las principales economías avanzadas. Como se muestra en el Gráfico 1.1, el indicador de inflación subyacente trimestral compilado y divulgado por la OECD, ha dado algunas señales de reversión hacia el alza, aunque los niveles todavía permanecen bajos. En los Estados Unidos, la inflación subyacente

fue de 1.1% 2011:Q1 (1.3% en 2010:Q1); en Alemania de 0.9% en 2011:Q1 (0.9% en 2010:Q1); y en Japón en -0.6% en 2011:Q1 (-1.0% en 2010:Q1).

Gráfico 1.1
Economías Avanzadas: Indicador de Inflación Subyacente Trimestral (2009:Q3 – 2011:Q1)



Fuente: OECD.

La reacción de los Bancos Centrales de estas economías ha sido disímil. La Reserva Federal ha indicado reiteradamente que no está en disposición de revisar al alza la tasa de interés de política, en tanto no se consoliden los efectos en el crecimiento económico de su política de estímulos (relajamiento cuantitativo). Mientras tanto, el Banco Central Europeo decidió incrementar la tasa de interés de referencia de 1% a 1.25% en abril de 2011, como respuesta a las expectativas inflacionarias originadas por los incrementos en los precios de los *commodities*, constituyéndose así en una salida a la política de estímulos monetarios que había venido otorgando desde 2009.

Las perspectivas de inflación general según el informe de las Perspectivas Económicas Mundiales del FMI para las economías desarrolladas se presentan en el Cuadro 1.2: las perspectivas para la inflación general en los

Estados Unidos son de 1.1% para 2011 (1.0% en 2010); en tanto que para la Zona Euro se anticipa un ritmo inflacionario promedio de 1.2% para 2011 (0.8% para 2010). En Japón la deflación tendrá un leve retroceso alcanzando -1.4% en 2011 (-2.1% en 2010).

1.2 Medidas de política monetaria no convencionales y movimientos en los tipos de cambio de las principales monedas en el ámbito mundial.

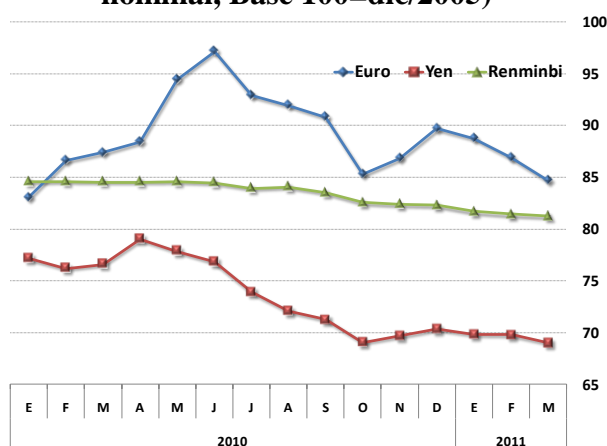
Las medidas de política monetaria no convencionales o de flexibilización cuantitativa han sido ejecutadas por algunos Bancos Centrales de economías avanzadas, como los Estados Unidos, el Reino Unido y la Zona Euro. Dentro de éstas sobresale la de los Estados Unidos, al ser la principal economía en el mundo y al haber adoptado la flexibilización cuantitativa más agresiva de todos los bancos centrales de economías avanzadas. Al primer trimestre de 2011, la adquisición neta en deuda bancaria, valores respaldados por hipotecas y bonos del Tesoro, ascendía a US \$2.35 billones¹; no obstante, estos montos podrían ser superiores, puesto que en noviembre de 2010, la Reserva Federal había anunciado un incremento en la flexibilización cuantitativa –conocida como QE2– por US \$600 millardos que finalizaría en el segundo trimestre de 2011.

Las bajas tasas de interés de corto plazo en los Estados Unidos, así como la abundancia de moneda estadounidense en las mesas de cambio en el ámbito mundial, ha mantenido a las principales monedas de economías desarrolladas –el euro y el yen– en una tendencia hacia la apreciación respecto del dólar estadounidense (Gráfico 1.2). Esta apreciación comenzó

¹ Se refiere a millones de millones.

también a ser visible en el renminbi, dada la abundancia de dólares estadounidenses y la política de flexibilización cambiaria de las autoridades monetarias chinas, en un intento por contener la inflación importada.

Gráfico 1.2
Economías Seleccionadas: Paridad de las monedas nacionales respecto del dólar estadounidense (Índice de tipo de cambio nominal, Base 100=dic/2005)



Fuente: SECMCA, REM No. 142.

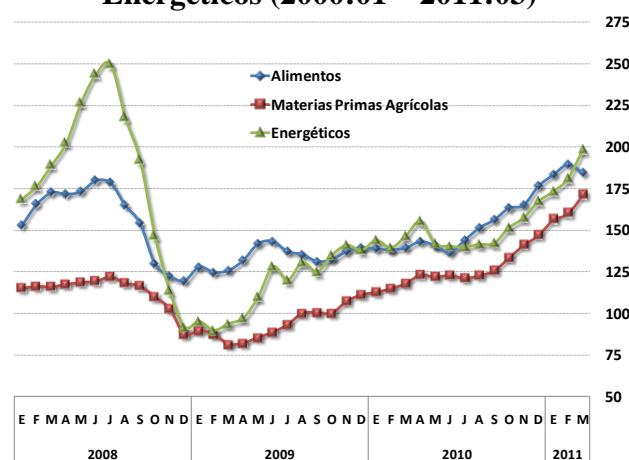
1.3 Fuertes incrementos en los precios internacionales de *commodities*.

Desde mayo de 2010, los precios de los *commodities* han registrado un comportamiento acelerado al alza y han alcanzado altos niveles debido a factores estructurales, cíclicos y especiales (Gráfico 1.3). No obstante, en la actual coyuntura, dada la fuerte volatilidad a la que se enfrentan los mercados, se han presentado algunas señales de desaceleración y/o de reducción en dichos precios.

El cambio estructural más importante lo constituye el rápido crecimiento económico en las economías emergentes y en desarrollo, y la mayor demanda de derivados proveniente de los abundantes capitales de inversión. El factor cíclico ha sido el mayor crecimiento de la

demanda de *commodities* durante la segunda mitad del año 2010, el cual ha presionado al alza los precios del petróleo hasta alcanzar niveles superiores a US \$100 por barril. Mientras, en los factores especiales se incluyen una producción más baja de la esperada de parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP).

Gráfico 1.3
Índices de Precios de *Commodities*: Alimentos, Materias Primas Agrícolas y Energéticos (2000:01 – 2011:03)



Fuente: FMI.

A pesar de los ajustes que podrían derivarse de la demanda o de una mayor oferta para estabilizar los precios, la perspectiva en el mercado del petróleo permanece incierta, debido a los riesgos de naturaleza geopolítica. En las *Perspectivas Económicas Mundiales* del FMI de abril de 2011, se proyecta con base en los precios del mercado a futuro, que el precio del petróleo se podría estabilizar en alrededor de US \$108.0 el barril, o sea un 35% por arriba de los niveles de 2010.

En el caso de los alimentos, los factores especiales están vinculados con los shocks de oferta permanentes derivados del cambio climático, en virtud de lo cual, la producción mundial debería recuperarse para reconstruir los

inventarios y disminuir la volatilidad en los precios.

Según informes de *Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación* (FAO), habría algunos elementos que anticiparían una mayor volatilidad en los precios de los alimentos y hasta reversión de tendencias hacia la disminución de los índices de precios, a saber: i) un descenso de 2.9% en el índice de precios de alimentos en abril de 2011, siendo los aceites, el azúcar y los cereales los que más influyeron en el descenso mensual; ii) un incremento en la producción mundial de trigo de 3.4% en 2011; y iii) amplia disponibilidad de arroz en los países exportadores y demanda deprimida de parte de los países importadores. El índice de precios de alimentos del FMI de marzo de 2011 registró un pequeño quiebre en su tendencia alcista, situación que puede observarse en el Gráfico 1.3.

1.4 Mercados financieros internacionales.

Como se indicó al inicio de este acápite, la estabilidad financiera ha mejorado en los últimos meses principalmente, por el mejor comportamiento macroeconómico y el apoyo de las políticas macroeconómicas acomodaticias, no obstante que persisten algunas fragilidades financieras. En esta subsección se hará referencia a la situación de las deudas soberanas y la evolución del crédito privado.

Las hojas de balance soberanas permanecen bajo tensión en las economías avanzadas, por el incremento de la volatilidad en el mercado de bonos soberanos, principalmente, en la zona del euro. En algunos países se registran altos déficit primarios que han mantenido la deuda pública en una trayectoria al alza. Los Estados Unidos y Japón enfrentan renegociaciones de corto plazo

de deuda pública más altas en 56% y 29% del PIB, respectivamente. Los esquemas de apoyo a la banca privada han empeorado la dinámica de la deuda y han presionado en el mercado a los gobiernos cuya calidad de crédito ha empeorado, los ejemplos más notables lo constituyen el caso de Grecia e Irlanda. Los mercados de bonos en el área del euro han sido más volátiles desde octubre de 2010, no obstante, las facilidades de crédito y esfuerzos de política fiscal implementados. Así, salvaguardar la sostenibilidad de las finanzas públicas se plantea como uno de los principales retos de los gestores de política que buscan consolidar el retorno de la estabilidad económica y financiera para asegurar un ambiente que conduzca a un crecimiento económico con estabilidad de precios.

El crédito privado ha empezado a recuperarse en las economías avanzadas pero aun permanece por debajo de los niveles de antes de la crisis financiera global, debido principalmente a la lenta reducción del apalancamiento y la incertidumbre en relación a la calidad de los activos de los bancos y la insuficiente capitalización de algunos bancos.

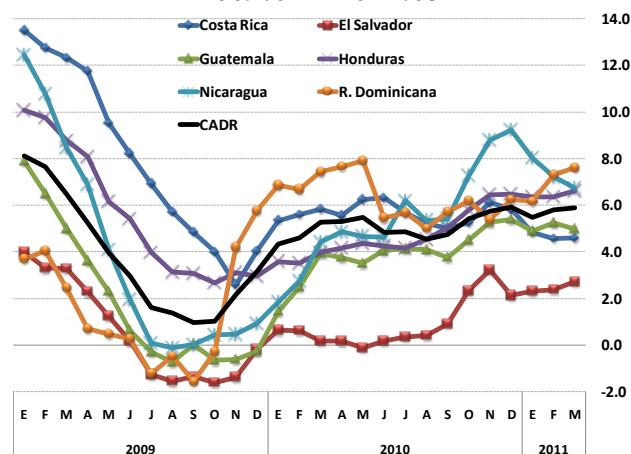
II. Inflación Regional, Determinantes y Expectativas.

En términos generales, los ritmos inflacionarios de los países miembros del CMCA se han mantenido casi constantes durante el primer trimestre de 2011 (Gráfico 2.1), lo que revela cierta resistencia hacia la disminución.

Adicionalmente, existen algunas mediciones de expectativas de los agentes económicos que exhiben incrementos en los ritmos inflacionarios futuros, así como temores crecientes en torno al impacto adverso en las inflaciones domésticas

provenientes de choques externos, principalmente, los originados en incrementos en los precios internacionales de productos estratégicos para la región.

Gráfico 2.1
Región CADR: Ritmo Inflacionario
(Variación Interanual IPC nacionales)
2009:01 – 2011:03



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

2.1 Principales Determinantes

Los choques externos han impactado directa e indirectamente la estructura de costos de las producciones domésticas. Estimaciones econométricas realizadas en la Secretaría Ejecutiva del CMCA han permitido hacer una descomposición de la variación del proceso inflacionario regional en el largo plazo concluyendo que²: i) existe un importante componente inercial que explica el 46% de la variabilidad del proceso inflacionario regional, a su vez, vinculado con la persistencia inflacionaria; ii) los movimientos en las paridades cambiarias son importantes para explicar el 16% de la variabilidad del proceso

² Estas pruebas se realizaron en un vector que demostró estar cointegrado, por lo que las estimaciones de la descomposición de variabilidad del proceso inflacionario se hacen respecto de desviaciones de su tendencia de largo plazo.

inflacionario regional; iii) la volatilidad de los precios internacionales de productos estratégicos, como los hidrocarburos y alimentos, explican conjuntamente un 34% los cambios en el proceso inflacionario regional respecto de su tendencia de largo plazo.

2.2 Presión en el Subgrupo Alimentos y Transporte.

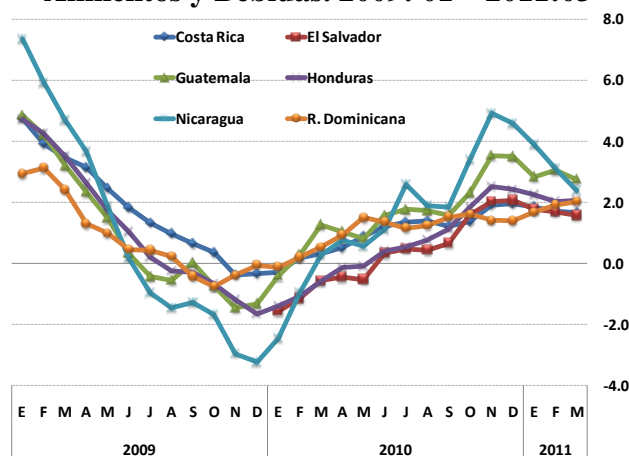
Los choques externos que han enfrentado los procesos inflacionarios domésticos han estado asociados justamente con los precios internacionales de los alimentos e hidrocarburos. Las variaciones interanuales del subgrupo de alimentos y bebidas (no alcohólicas) que se compilan en los índices de precios al consumidor, evidenciaron una tendencia creciente a lo largo de 2010. A pesar de que en los primeros meses de 2011 esa tendencia pareciera estarse relajando (Gráfico 2.2), los niveles de inflación de alimentos como promedio regional, aportaron 2.1 puntos porcentuales al ritmo inflacionario regional, lo que representó más de un tercio de dicha tasa estimada en 5.9% en marzo de 2011 respecto de igual período de 2010 (5.3% en marzo de 2010).

Cuando el análisis se hace con los precios del subgrupo de Transporte, la situación pareciera ser justamente la inversa. La tendencia del ritmo inflacionario interanual del transporte exhibió una tendencia hacia la disminución a lo largo de 2010. En los primeros meses de 2011 la tendencia es hacia una leve aceleración de su ritmo de variación interanual (Gráfico 2.3). Es probable que las políticas de subsidio y/o de precios regulados aplicadas por algunos gobiernos de la región, estén incidiendo en el comportamiento de los precios de este subgrupo, que podría haber aumentado proporcionalmente más como efecto directo de los fuertes

incrementos en los precios internacionales de los hidrocarburos.

Gráfico 2.2

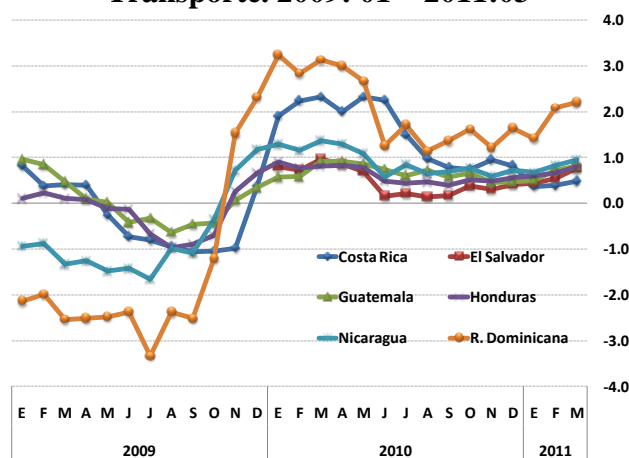
Región CADR: Ritmo Inflacionario de Alimentos y Bebidas. 2009: 01 – 2011:03



Fuente: SECMCA, Base de Datos.

Gráfico 2.3

Región CADR: Ritmo Inflacionario de Transporte. 2009: 01 – 2011:03



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

Como promedio regional, la participación del del subgrupo transporte en el ritmo inflacionario regional es de 1.1%, que equivale aproximadamente a una quinta parte de la inflación general regional. Agregando el impacto de la inflación de alimentos con la inflación de transporte, se obtiene una participación de 3.2 puntos porcentuales, que

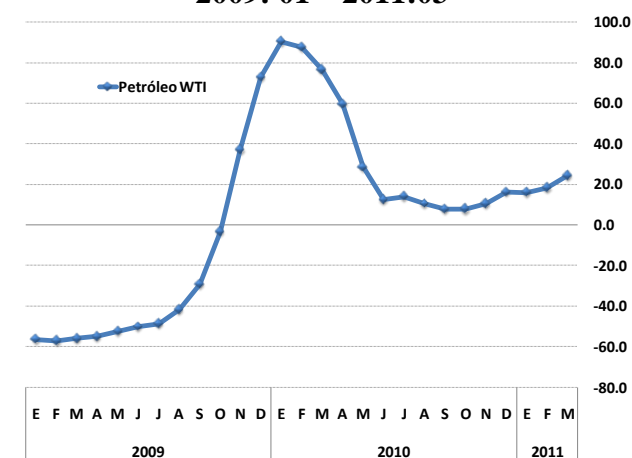
equivale a más de la mitad de la inflación general regional de marzo de 2011, que como se indicó, fue de 5.9%.

2.3 Origen Externo de las Presiones Inflacionarias.

Los precios internacionales del petróleo se incrementaron notablemente hacia finales de 2009, habiéndose desacelerado fuertemente a mediados de 2010. No obstante, durante el primer trimestre de 2011 las tasas de variación interanual parecieran haberse estacionado en torno al 20% (Gráfico 2.4), lo cual lo hace un choque permanente. Para marzo de 2011 la tasa seguía girando en torno al 20%, volviéndolo un indicador adelantado de futuros incrementos en los costos de producción, distribución y venta, y por tanto de presiones inflaciones subyacentes. Si llegasen a acomodarse los agregados monetarios y de crédito a ese nuevo nivel de precios, es probable que se tengan incrementos no deseados en la inflación subyacente que ameriten algún tipo de reacción de la autoridad monetaria.

Gráfico 2.4

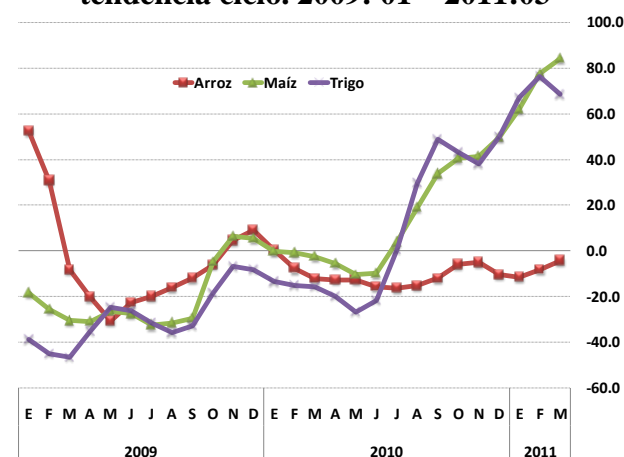
Región CADR: Precios de Petróleo WTI. Tasas de variación interanual tendencia ciclo. 2009: 01 – 2011:03



Fuente: FMI.

El arroz, maíz y trigo, son tres materias primas agrícolas de importancia estratégica para la región. Si bien los precios del arroz parecen haberse estabilizado, los del maíz han acelerado su ritmo de crecimiento hasta alcanzar tasas por arriba del 80%; de manera similar, la cotización del trigo en su escalada ascendente alcanzó tasas por arriba del 60% (Gráfico 2.5). Toda esta situación advierte sobre futuros incrementos en los costos de la producción de alimentos en la región, y de efectos de segunda ronda en otros precios que constituyen parte de la inflación subyacente.

Gráfico 2.5
Región CADR: Precios Internacionales de Alimentos. Tasas de variación interanual tendencia ciclo. 2009: 01 – 2011:03



Fuente: FMI.

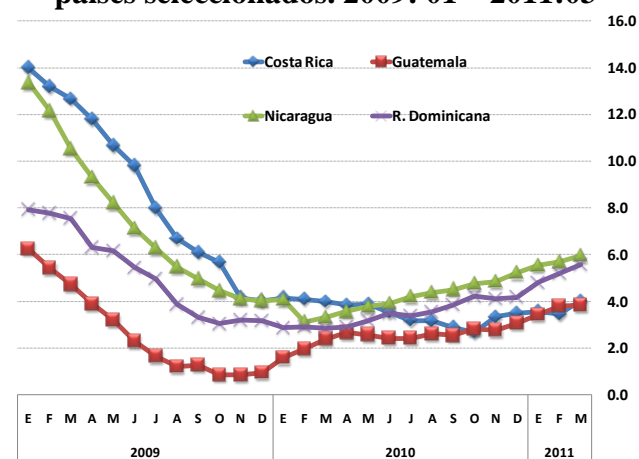
El análisis precedente de factores exógenos asociados con la inflación regional, tiene implicaciones importantes por el efecto directo sobre los precios al consumidor de productos con importante peso en las canastas básicas. Habrá que monitorear los efectos indirectos que este choque pudiera generar en el resto de productos que forman parte de dichas canastas, para lo cual será necesario evaluar la evolución de los indicadores de inflación subyacente en los

últimos períodos, variable que será analizada en la subsiguiente sección.

2.4 Inflación Subyacente

Respecto de los indicadores de inflación subyacente citados *supra*, se puede observar que en cuatro de los seis países miembros del CMCA se percibieron incrementos leves aunque persistentes (Gráfico 2.6). Se diferencian dos subgrupos: Nicaragua y la República Dominicana con inflaciones subyacentes (anuales) en torno a 6%; y Costa Rica y Guatemala con indicadores en torno a 4%³.

Gráfico 2.6
Región CADR: Inflación Subyacente en países seleccionados. 2009: 01 – 2011:03



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

Esta evidencia es un indicador de alerta para las autoridades monetarias sobre efectos indirectos de los incrementos de precios internacionales de materias primas estratégicas. Al trasladarse los incrementos generalizados de los precios al consumidor a la liquidez de la economía (agregados monetarios y de crédito), constituirían un indicador adelantado de futuras

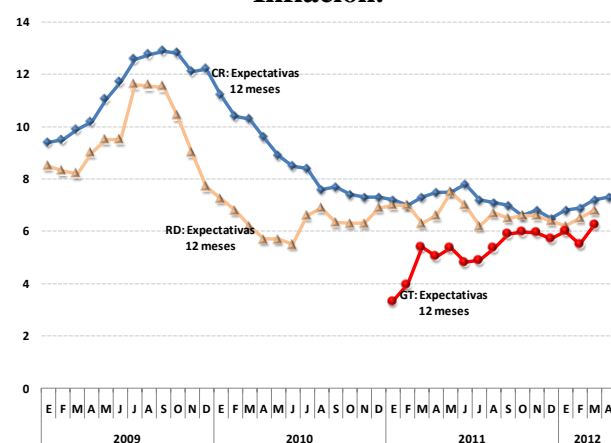
³ En Honduras se estimó una inflación subyacente acumulada de 2.2% a marzo de 2011 (1.5% en marzo de 2010). El Salvador no divulga indicadores de inflación subyacente.

presiones inflacionarias que podrían tomar en consideración las autoridades monetarias.

2.5 Expectativas Inflacionarias

Los agentes económicos consultados para propósitos de expectativas inflacionarias por los Bancos Centrales de la región⁴, declararon expectativas para los próximos 12 meses en un rango entre 6% y 8% (Gráfico 2.7). Estas expectativas, como se ha destacado en varios informes de la Secretaría Ejecutiva del CMCA, han resultado altamente asociadas con el ritmo inflacionario interanual, lo que convierte este tema en un proceso de aprendizaje por parte de los formadores de expectativas de precios y para las autoridades monetarias⁵.

Gráfico 2.7
Países Seleccionados CADR: Expectativas de Inflación.



Fuente: Bancos Centrales.

2.6 Señalización de la Política Monetaria.

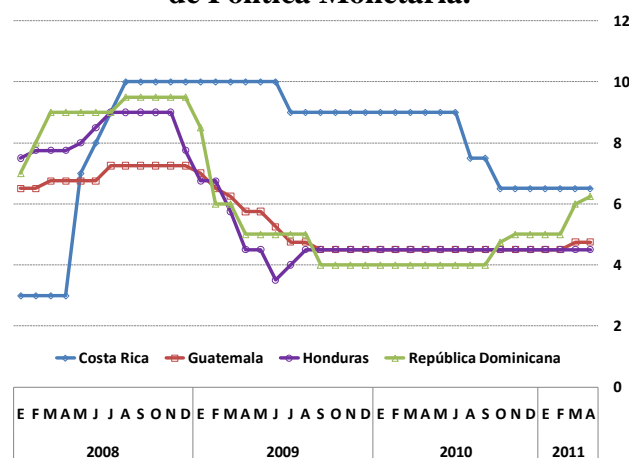
⁴ Se incluyen únicamente los Bancos Centrales realizan sistemáticamente mediciones de expectativas de inflación a 12 meses.

⁵ Véase Granados Ambrosy, Luis F. (2011). *El Anclaje de las Expectativas de Inflación y la Política Monetaria de los Países de Centroamérica y República Dominicana*. Nota Económica No. 40. San José, Costa Rica. Febrero. SECMCA.

Algunos Bancos Centrales de la región decidieron, durante el primer cuatrimestre de 2011, elevar sus tasas de interés de política monetaria, como una forma de señalización respecto del retiro gradual de su política de estímulo a las actividades productivas y su intención de incidir sobre las expectativas a fin de alcanzar los objetivos inflacionarios en el mediano plazo.

El Banco de Guatemala decidió aumentar la tasa de política monetaria en marzo de 2011, pasando de 4.5% a 4.75%, aduciendo dos causas de importancia: primero, que la recuperación de las economías avanzadas estaba demostrando ser más fuerte y rápido de lo esperado; y segundo, que los incrementos en los precios internacionales de las materias primas, parecían reflejar una tendencia de largo plazo al encarecimiento relativo de los alimentos y otros productos energéticos.

Gráfico 2.8
Países Seleccionados CADR: Tasa de Interés de Política Monetaria.



Fuente: SECMCA-SIMAFIR.

Por su parte, el Banco Central de la República Dominicana decidió aumentar la tasa de política monetaria en dos oportunidades en el primer cuatrimestre de 2011 –en marzo de 5.0% a 6%,

y en abril de 6.0% a 6.25%—. Los principales argumentos esgrimidos fueron: i) la incertidumbre proveniente de los conflictos en países productores de petróleo y las secuelas de los recientes desastres naturales en Japón, que constituyen dos elementos adversos del balance de riesgos de inflación; ii) las presiones inflacionarias provenientes de los principales socios comerciales —en particular, de los Estados Unidos— derivado de las perspectivas de recuperación gradual de la economía mundial; y iii) las presiones en la inflación subyacente provenientes de la demanda interna.

2.7 Metas y/o Proyecciones de Inflación.

Utilizando las metas y/o proyecciones de inflación de los Bancos Centrales para 2011, la Secretaría Ejecutiva del CMCA ha construido una banda de inflación esperada para la región. Según se describe en el Cuadro 2.1, la inflación regional para 2011 podría ubicarse entre 4.6% y 5.9%.

Cuadro 2.1
Región CADR: Inflación Observada y Metas
(Proyecciones) de los Bancos Centrales.
2010 – 2011.

Inflación (IPC) porcentajes	2010	Proyección 2011
Costa Rica	5.8	5.0 ± 1
El Salvador	2.1	3.5
Guatemala	5.4	5.0 ± 1
Honduras	6.5	8.0 ± 1
Nicaragua	9.2	6.7
Rep Dominicana	6.2	5.0 - 6.0
Promedio CA	5.8	4.5 - 5.9
Promedio Región	5.9	4.6 - 5.9

Fuente: SECMCA, REM, No. 141 y actualizaciones con información de los Bancos Centrales.

Asimismo, utilizando modelos econométricos y de series de tiempo se han estimado pronósticos de inflación regional para finales de 2011.

Dichas estimaciones, sin considerar reacciones de política monetaria por parte de los Bancos Centrales de la región, ubican la inflación regional en un rango de 6.4% y 8.5% para 2011⁶. Estas estimaciones, no incorporan las correcciones y ajustes de política monetaria que pudieran estarse ejecutando dentro del período de referencia, pero se ubican en los márgenes de expectativas de inflación para finales de 2011 declarados por los agentes económicos para tres de los seis países de la región (Véase Gráfico 2.7).

III. Balance de Riesgos de la Inflación Regional.

3.1 Compromiso de las autoridades monetarias de Centroamérica y la República Dominicana con la estabilidad de precios

En términos generales existe un compromiso de las autoridades monetarias de Centroamérica y la República Dominicana con el objetivo de mantener una inflación baja y estable. Los Bancos Centrales de la región ejecutan sus estrategias de política monetaria para alcanzar el objetivo inflacionario de la siguiente forma: transición hacia metas explícitas de inflación (Costa Rica); esquema de metas explícitas de inflación (Guatemala); régimen cambiario como ancla nominal de precios (Honduras y Nicaragua); y metas monetarias (República Dominicana)⁷.

La definición de una meta numérica calculada para la inflación, está en el proceso de constituirse en un ancla para las expectativas de inflación de los agentes económicos,

⁶ Véase el *Informe Económico Regional 2010* de la SECMCA en su apartado 8.1.

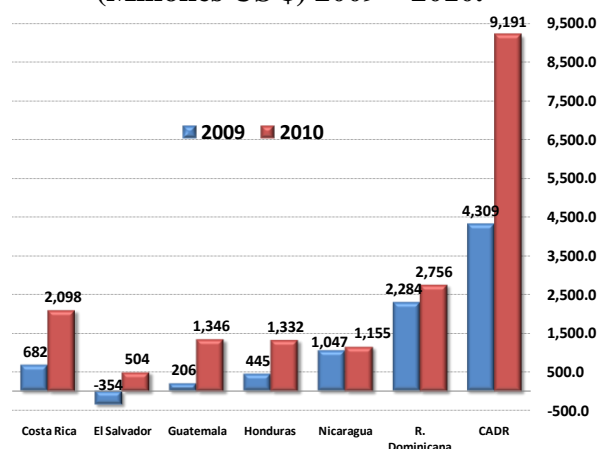
⁷ El Salvador, al estar dolarizado no posee política monetaria.

convirtiéndose así en uno de los principales retos para la política monetaria en la región.

3.2 Flujos de capital y apreciación cambiaria.

Los mayores flujos de capital registrados en los dos últimos años por concepto de inversión extranjera directa, inversión de portafolio, y otras inversiones incluidos los créditos comerciales y oficiales (Gráfico 3.1), han fortalecido la posición internacional y el balance externo y como consecuencia una apreciación cambiaria en la región.

Gráfico 3.1
Región CADR: Cuenta Capital y Financiera
(Millones US \$) 2009 – 2010.



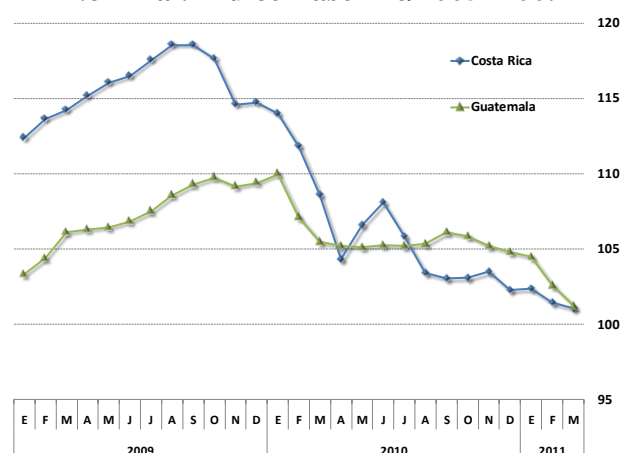
Fuente: SECMCA, Anexo Estadístico, Informe Económico Regional 2010.

A estos factores se agregan, los comportamientos cíclicos de las principales monedas duras en el ámbito mundial, así como la sustitución del portafolio de las empresas y los hogares de moneda extranjera por moneda doméstica que han revaluado el valor externo de las monedas nacionales.

Efectivamente, como se indicó *supra*, uno de los determinantes del comportamiento de la inflación regional ha sido la paridad nominal de las monedas. Como puede observarse en el

Gráfico 3.2, los países en donde las monedas nacionales poseen algún grado de flotación, -en particular en Guatemala y Costa Rica- existen fuertes presiones hacia la apreciación, que podría reflejarse en un relajamiento en la estructura de costos y finalmente en menores presiones inflacionarias.

Gráfico 3.2
Países Seleccionados CADR: Tipo de Cambio Nominal. Índice Base Dic/2005=100.



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

3.3 Amenazas de sobrecalentamiento en algunas economías emergentes y especulación de los flujos financieros: efectos sobre los mercados de cotización de materias primas.

Dentro de los elementos que han favorecido la sostenibilidad del ciclo de recuperación económica mundial se pueden citar el crecimiento del producto en los Estados Unidos, Europa, América Latina y Asia. Las economías avanzadas están muy distantes de alcanzar su producto potencial, como se indicó, lo que no se percibe como una seria amenaza inflacionaria. No obstante, el Banco Central Europeo ha sido el único de las economías desarrolladas que ya aplicó un incremento en la tasa de interés de referencia, justificándolo en los fuertes aumentos en los precios de los *commodities*.

El vertiginoso crecimiento en la demanda que acompaña las actividades productivas en países emergentes –señaladas de estar sobrecalentándose–, continuarán generando presiones sobre los precios de los *commodities*, lo cual constituye una importante amenaza para los objetivos inflacionarios de economías en desarrollo como las de Centroamérica y la República Dominicana.

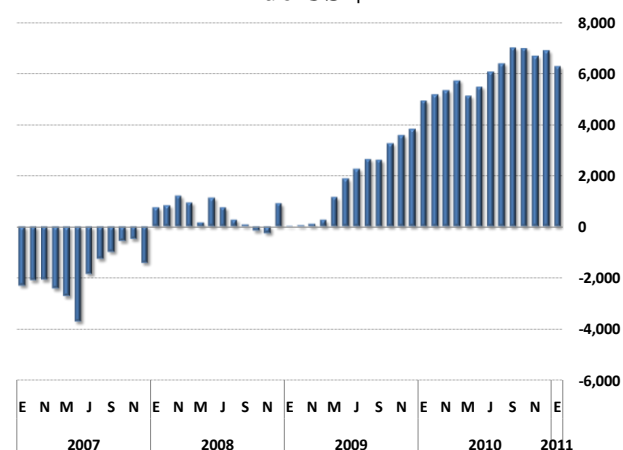
De otra parte, las políticas de flexibilización cuantitativa de algunos países desarrollados, principalmente de los Estados Unidos, han inducido a los mercados de negociación de *commodities*, a ser más sensibles a los flujos de capitales de inversionistas financieros. La profundización de las políticas de relajamiento cuantitativo por parte de la Reserva Federal durante 2011, aumentará el apetito por derivados financieros y presionará al alza los precios de los subyacentes –particularmente de los *commodities*–, lo que con facilidad seguirá trasladándose a los procesos inflacionarios de economías en desarrollo, como los de Centroamérica y la República Dominicana.

3.4 Acceso a crédito externo y riesgo soberano.

Para las economías de la región y las del resto de economías emergentes, la menor exposición a la crisis financiera global y la solidez registrada en las variables económicas fundamentales ha provisto de un mayor acceso a crédito externo e interno y a la toma de un mayor riesgo soberano. Ese apetito por el riesgo de crédito ha estimulado a negociar niveles mayores de endeudamiento público que podrían condicionar en el tiempo, la capacidad y la sostenibilidad de la deuda y las finanzas públicas y superar la capacidad de pago de la región y convertirse en una restricción para la

estabilidad macroeconómica. Los riesgos podrían ser mayores si los niveles de deuda siguen creciendo y alcanzan niveles insostenibles para las finanzas públicas, como se aprecia en el Gráfico 3.3.

Gráfico 3.3
Región CADR: Flujos de Deuda Pública
Total. Promedio Móvil 12 meses en Millones
de US \$



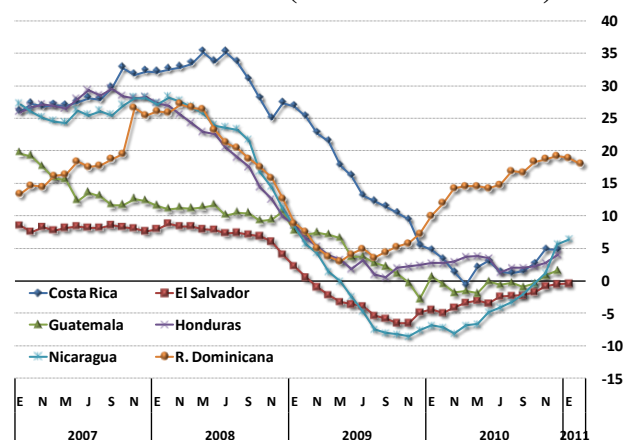
Fuente: SECMCA.

3.5 Recuperación del crédito al sector privado y excedentes de liquidez.

A finales de 2010 y principios de 2011, en la mayoría de los países de la región dio inicio del ciclo de recuperación del crédito al sector privado (Gráfico 3.4). Con excepción del caso de la República Dominicana que registró durante 2010, una tasa de crecimiento promedio de 13.7% y de enero a febrero de 2011, una tasa de alrededor de 19%, en Centroamérica el crédito había registrado una lenta recuperación. En mercados financieros con bajo nivel de profundidad y madurez, la mayor oferta monetaria, los mayores flujos de capital y los excedentes de liquidez no encuentran un espacio en la demanda de crédito de los agentes privados, tanto para la inversión como para el consumo privado, y como consecuencia los riesgos inflacionarios en la región son parciales,

y no se registra una excesiva toma de riesgos por parte del sector financiero.

Gráfico 3.4
Región CADR: Crédito de las OSD al Sector Privado. Tasa de Variación del Promedio Móvil 12 meses (2007:01 – 2011:01)



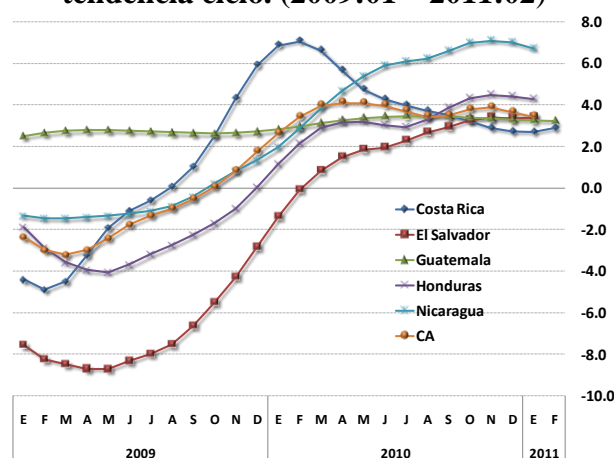
Fuente: SECMCA. EMFA-1.

IV. Ralentización del Crecimiento Económico.

4.1 Señales de los Indicadores de Actividad Productiva de Alta Frecuencia.

Los indicadores de actividad económica de alta frecuencia (IMAE de los países de la región) exhibieron la caída en la actividad productiva durante la crisis y una importante recuperación en la etapa de postcrisis. A pesar de que la mayoría ya alcanzó el terreno de variaciones positivas, se puede comprobar una ralentización del ritmo de variación interanual (Gráfico 4.1). La mayoría de los indicadores de evolución de actividad económica de los países, parece haberse estacionado en tasas entre 2% y 4%; Nicaragua, con similar comportamiento, ha mantenido casi constante su tasa de variación interanual en torno a 6%. Esta menor dinámica del indicador de alta frecuencia, incidió en el crecimiento económico anual medido por el PIB real, como se verá a continuación.

Gráfico 4.1
Región CA: Índice Mensual de Actividad Económica, variación interanual de la tendencia ciclo. (2009:01 – 2011:02)



Fuente: SECMCA – SIMAFIR.

4.2 La Brecha Negativa del Producto continúa siendo ancha.

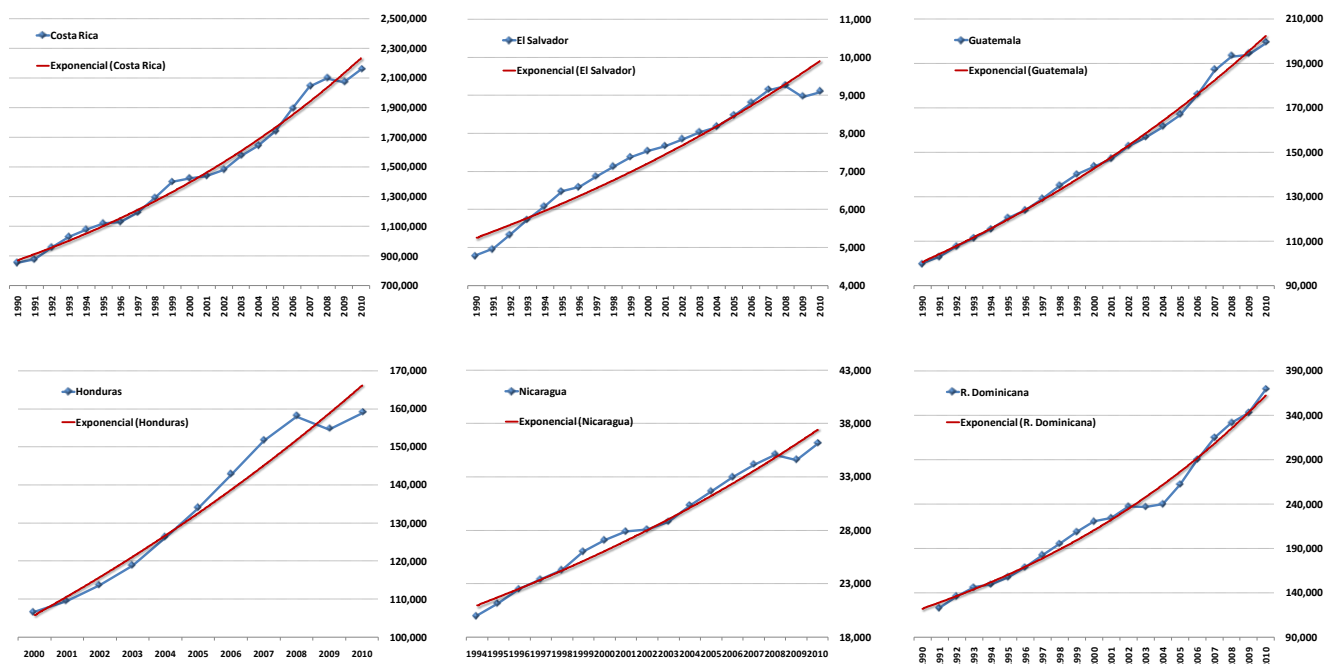
Efectivamente, el indicador de menor frecuencia de la actividad productiva –el PIB a precios constantes– mostró una importante recuperación en 2010 cuando se compara con el año precedente. Sin embargo, la brecha del producto para la mayoría de países, aún no se ha cerrado. La estimación de la brecha a precios constantes respecto de la tendencia de largo plazo, da pie para señalar que existen importantes rezagos en la recuperación de la tendencia de largo plazo. Brechas negativas representan el porcentaje del PIB a precios constantes que se requiere para alcanzar la tendencia de largo plazo. Brechas positivas, podrían corresponderse con señales de sobrecalentamiento de la actividad económica. Con preocupación destaca El Salvador que presenta una brecha de -8.3% en 2010 (-6.7% en 2009); lo siguen Honduras con -4.4% en 2010 (-2.7% en 2009), Nicaragua con -3.5% en 2010 (-4.2% en 2009), y Costa Rica con -3.4% en 2010 (-2.8% en 2009). Con menores dificultades para cerrar la brecha se encuentra Guatemala con -

1.6% en 2010 (-0.6% en 2009). Por su parte, la República Dominicana, fue el único país que no resintió los efectos de la crisis y presenta

algunas señales de sobrecalentamiento dado que su brecha fue positiva en el orden del 1.9% para 2010 (-0.2% en 2009) (Véase Gráfico 4.2).

Gráfico 4.2

Región CADR: PIB a precios constantes. Millones en moneda nacional y suavizamiento exponencial. (1990 – 2010).



Fuente: Elaboración propia con base en información de la SECMCA – SIMAFIR

4.3 Indicadores de Demanda Externa.

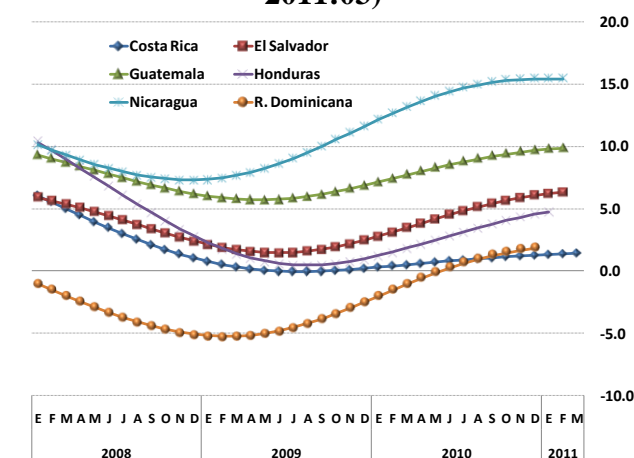
El indicador de demanda externa por excelencia para la región -la demanda por exportaciones totales- ha reportado una marcada y elevada volatilidad a raíz de la crisis financiera y la incertidumbre respecto de las amenazas del *double deep*, que finalmente terminaron disipándose. Una medición más precisa y objetiva de la demanda externa para cada país se obtiene a partir de la tendencia de largo plazo de las exportaciones totales. La señal de tendencia que se desprende de las series de exportaciones totales, es utilizada como un proxy de la demanda externa que enfrenta cada país y que

termina definiendo, en parte, el rumbo del crecimiento económico.

Como se muestra en el Gráfico 4.3 la demanda externa más dinámicas en el largo plazo ha sido la de Nicaragua que ha crecido, recientemente, a tasas en torno al 15% anual; le siguen la demanda externa de Guatemala y El Salvador que lo han hecho entre 5% y 10%; y la de Costa Rica, Honduras y República Dominicana que creció entre 0% y 5%.

Gráfico 4.3

Región CADR: Exportaciones Totales. Tasas de Variación de Tendencia. (2008:01 – 2011:03)



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

4.4 Indicadores de Demanda Interna.

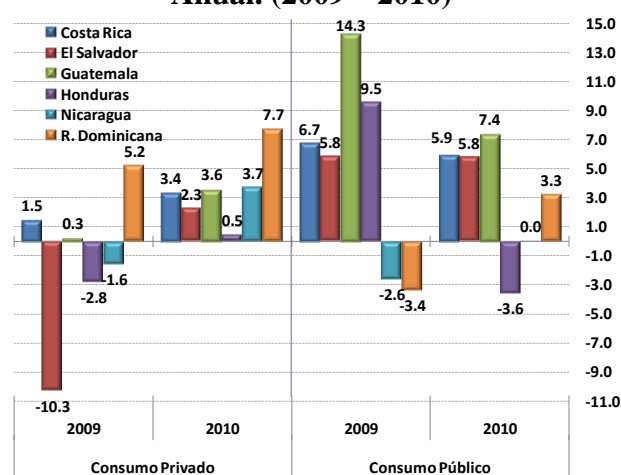
El análisis de los indicadores de demanda interna, se ha elaborado considerando las tasas de variación interanual de los principales componentes de la demanda agregada en términos constantes: consumo privado, consumo público y formación bruta de capital fijo⁸. En cuanto al consumo privado, según se observa en el Gráfico 4.4, se ha reportado una notable recuperación en 2010 al compararlo con el año precedente.

El consumo público ha sido más volátil entre países, pero se percibe una orientación hacia la “consolidación fiscal” en 2010. Al respecto, sobresalen los esfuerzos en términos de estímulo hacia las actividades productivas promovidas por los gobiernos centrales a través del consumo público, principalmente, durante 2009 en Costa Rica, El Salvador, Guatemala y Honduras.

⁸ Dado que no todos los países poseen estimaciones del PIB real por el lado del gasto, se hizo una valoración utilizando la información anual recientemente compilada.

Gráfico 4.4

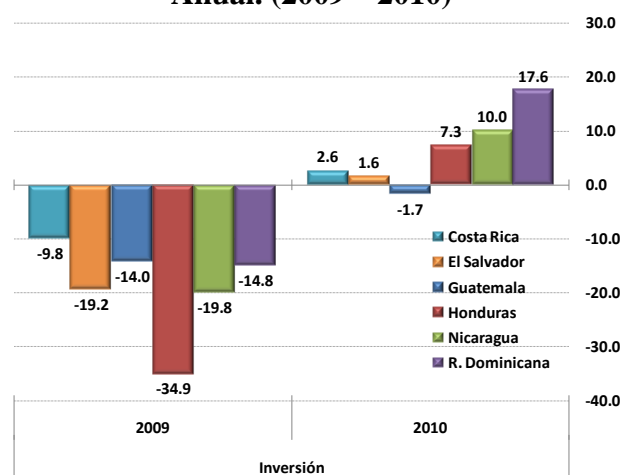
Región CADR: Consumo Privado y Público a Precios Constantes. Tasas de Variación Anual. (2009 – 2010)



Fuente: SECMCA, Anexo Económico, Informe Económico Regional 2010.

Gráfico 4.5

Región CADR: Formación Bruta de Capital Fijo a Precios Constantes. Tasas de Variación Anual. (2009 – 2010)



Fuente: SECMCA, Anexo Económico, Informe Económico Regional 2010.

Respecto de la formación bruta de capital fijo, se presentó durante 2009 una contracción en todos los países; en tanto que para 2010 se aprecia una recuperación importante. El esfuerzo realizado por la mayoría de países se obtiene con una sencilla medición de aceleración de la inversión. Resalta el esfuerzo

realizado por los agentes privados y el sector público por restablecer tasas positivas de variación en 2010, lo cual fue más evidente en Honduras, Nicaragua y la República Dominicana (Gráfico 4.5).

4.5 Perspectivas de Crecimiento Económico 2011 – 2012.

Las perspectivas de crecimiento económico para la región en 2011 se ubican en un rango de entre

3.2% y 4.4%, con un promedio simple de 3.8% (4.2% para 2010) (Cuadro 4.1). Ello representa una desaceleración en la perspectiva de crecimiento económico para 2011, lo que guarda correspondencia con las menores tasas de variación del PIB real de los principales socios comerciales de la región, según las perspectivas económicas mundiales recientemente divulgadas por el FMI.

Cuadro 4.1
Región CADR: Crecimiento Económico. 2011-2012.

<i>Países/Instituciones</i>		<i>BMundial (ene/2011)</i>	<i>BCIE (feb/2011)</i>	<i>JPMorgan (mar/2011)</i>	<i>FMI (abr/2011)</i>	<i>Promedio Instituciones</i>	<i>Banco Central</i>
Costa Rica	2010	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
	2011	3.4	5.8	4.5	4.3	4.5	4.3
	2012	3.8	-. -	-. -	4.4	4.1	4.5
El Salvador	2010	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
	2011	2.5	1.7	1.8	2.5	2.1	2.5
	2012	2.8	-. -	-. -	3.0	2.9	3.0
Guatemala	2010	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
	2011	2.5	2.9	2.9	3.0	2.8	2.9
	2012	2.8	-. -	-. -	3.2	3.0	2.5
Honduras	2010	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
	2011	3.1	3.5	-. -	3.5	3.4	3.5
	2012	3.3	-. -	-. -	4.0	3.7	4.0
Nicaragua	2010	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
	2011	3.0	4.0	-. -	3.5	3.5	3.0
	2012	3.3	-. -	-. -	3.7	3.5	3.5
R. Dominicana	2010	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
	2011	4.2	6.9	6.0	5.5	5.7	5.8
	2012	4.3	-. -	-. -	5.5	4.9	-. -
Región CADR	2010	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
	2011	3.2	4.4	-. -	3.9	3.8	3.9
	2012	3.5	-. -	-. -	4.1	3.8	-. -

Fuente: BCIE, Banco Mundial, FMI, JPMorgan y Bancos Centrales.

La información fue obtenida a partir de las proyecciones que realizan instituciones financieras internacionales y organismos multilaterales, así como de las proyecciones y perspectivas elaboradas por los Bancos Centrales miembros del CMCA. Estas perspectivas no se contradicen sustancialmente con el promedio regional de crecimiento económico de 3.9% obtenido con información de los bancos centrales para 2011 (4.2% para 2010), ni con las señales de ralentización de la evolución de los indicadores de actividad económica presentadas al inicio de este acápite. No obstante, la desviación estándar de los crecimientos económicos de los bancos centrales fue de 0.5 puntos porcentuales, lo que indica que el pronóstico utilizando bandas de confianza al 95% podría ubicarse entre 2.9% y 4.9% para 2011. Estos rangos, tampoco parecen contradecirse fuertemente, con las proyecciones econométricas que ubican el crecimiento económico regional entre 2.8% y 5.3% para 2011, según el *Informe Económico Regional 2010* de la Secretaría Ejecutiva del CMCA.

El crecimiento económico regional para 2012 con base en la información de las instituciones consultadas, señala una estimación promedio de 3.8%. El promedio para Centroamérica – excluyendo a la República Dominicana, que no ha divulgado estimaciones de crecimiento económico para 2012–, es de 3.3% para ese año.

A manera de corolario, se perciben expectativas de inflación en aumento en los países de Centroamérica y la República Dominicana, como resultado del incremento en los precios internacionales de materias primas estratégicas, hidrocarburos y alimentos. Es importante que los bancos centrales mantengan un monitoreo permanente sobre la evolución de los

indicadores de inflación subyacente con el objetivo de identificar con suficiente antelación, presiones inflacionarias originadas en excedentes de liquidez vía demanda agregada. Dos Bancos Centrales de la región decidieron aumentar las tasas de interés de política monetaria como una forma de señalar su interés en alcanzar las metas de inflación de mediano plazo. Uno de los principales retos de la política monetaria para 2011 seguirá siendo afinar los instrumentos de política monetaria, a fin de obtener los objetivos inflacionarios y minimizar las desviaciones respecto de las metas de mediano plazo. Los indicadores de alta frecuencia de la actividad productiva exhiben una ralentización en su ritmo de evolución que se viene arrastrando desde finales de 2010 y perdura en los primeros meses de 2011. Esta evolución es consecuente con las menores perspectivas para la demanda externa, si se toman como referencia los menores ritmos de crecimiento económico de los principales socios comerciales de la región. Los indicadores de demanda interna podrían generar algún impulso a la dinámica de la actividad productiva, principalmente por el empuje proveniente del consumo privado y la formación bruta de capital fijo. El impulso que podría recibir el crecimiento económico derivado del consumo público, está restringido a la necesaria consolidación fiscal que están aplicando la mayoría de los gobiernos centrales de la región.

Informe elaborado por Manuel Iraheta y Luis Granados, bajo la coordinación de William Calvo y Ángel Arita, Secretario y Subsecretario Ejecutivo del CMCA, respectivamente.