



Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano Informe de Coyuntura al Segundo Trimestre de 2011

Aceleración del Ritmo Inflacionario y Estímulos Endógenos al Crecimiento Económico Regional

1. Entorno Internacional.

Según el informe actualizado de las Perspectivas Económicas Mundiales del FMI (junio de 2011), el ritmo de crecimiento económico mundial se está desacelerando temporalmente y se prevé que alcance una tasa de crecimiento de alrededor de 4.3% en 2011 y de 4.5% en 2012 (Cuadro 1.1).

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 | 4.3 | 4.5 |
| Economías Avanzadas | -3.4 | 3.0 | 2.2 | 2.6 |
| Economías Emergentes y en Desarrollo | 2.7 | 7.3 | 6.6 | 6.4 |
| América Latina y el Caribe | -1.7 | 6.1 | 4.6 | 4.1 |
| Precios al Consumidor | | | | |
| Economías Avanzadas | 0.1 | 1.6 | 2.6 | 1.7 |
| Economías Emergentes y en Desarrollo | 5.2 | 6.2 | 6.9 | 5.6 |
| Precios Petróleo | -36.3 | 27.9 | 34.5 | -1.0 |
| Precios Commodities no combustibles | -15.8 | 26.3 | 21.6 | -3.3 |
| Volumen de Comercio Mundial | -10.9 | 12.4 | 8.2 | 6.7 |
| Tasa Interbancaria ofrecida en Londres (%) | | | | |
| Sobre depósitos en dólares en EEUU | 1.1 | 0.5 | 0.6 | 0.8 |
| Sobre los depósitos en euros | 1.2 | 0.8 | 1.7 | 2.6 |
| Sobre los depósitos en yenes japoneses | 0.7 | 0.4 | 0.5 | 0.2 |

Fuente: FMI, Perspectivas Económicas Mundiales, junio 2011.

La denominada suave desaceleración observada durante el segundo trimestre de 2011 en las economías avanzadas afecta levemente su tasa de crecimiento esperada de 2.2%, mientras para economías emergentes y en desarrollo es de 6.6%. En las economías avanzadas, el producto continúa por debajo del potencial, el desempleo ha disminuido levemente y persisten las estimaciones de bajo crecimiento para el mediano plazo. Mientras en las economías de mercados emergentes, el crecimiento continúa en la evolución esperada, se dan diferencias entre las regiones, en tanto el empleo ha registrado un moderado crecimiento. La inflación en el ámbito mundial se ha acelerado

en el segundo trimestre de 2011 y para finales de año podría ser de 2.6% para las economías avanzadas y de 6.9% para las economías emergentes y en desarrollo, principalmente por la volatilidad persistente en el precio de alimentos y combustibles. Los riesgos financieros y fiscales se han agudizado en Estados Unidos y en Europa.

1.1 Desaceleración temporal del crecimiento en economías avanzadas.

En la desaceleración temporal del crecimiento en economías avanzadas ha sido importante el efecto negativo del terremoto y el tsunami en la economía japonesa, los menores niveles de producción industrial y en la expansión de la demanda de los consumidores. La actividad económica se ha desacelerado en los Estados Unidos, pero se compensa por un mayor crecimiento en las economías que conforman el núcleo de la zona del euro y el de las economías emergentes y en desarrollo.

1.2 Crecimiento económico fuerte en economías emergentes y en desarrollo.

Para 2011 y 2012 el crecimiento del producto de las economías emergentes y en desarrollo podría alcanzar 6.6% y 6.4%, respectivamente. América Latina crecería a tasas de 4.6% en 2011 y 4.1% en 2012, fundamentado por mayores exportaciones, no obstante, se mantendrían las presiones inflacionarias producto de la volatilidad de los precios de los alimentos y combustibles y su impacto en el consumo y la producción, así como en algunos casos por empuje de la demanda interna.

1.3 Retos fiscales en la periferia de la zona del euro y de EEUU por límites de endeudamiento.

El ritmo de ajuste fiscal ha sido desigual en las economías avanzadas. En Estados Unidos y en algunos países de la zona del euro, Grecia, Irlanda y Portugal, existe una mayor percepción de riesgos fiscales, por la falta de consenso para disponer de planes de ajuste fiscal de corto y mediano plazo coherentes con la sostenibilidad de la deuda pública y política fiscal, no obstante que se han registrado mayores ingresos fiscales que los previstos y revisiones a la baja en las proyecciones de gasto de algunos países. En las economías avanzadas se prevé un déficit fiscal de 6.8% del PIB en 2011 y 5.3% en 2012, mientras en las economías emergentes y en desarrollo un déficit fiscal de 2.7% en 2011 y 2.2% en 2012. La deuda bruta del gobierno general como porcentaje del PIB continúa teniendo altos niveles en Estados Unidos, Japón e Italia, donde estaría registrando a finales de 2011, 98.3%, 233.2% y 120.6%, respectivamente. En el caso de los Estados Unidos continúa la incertidumbre sobre los planes alternativos de consolidación fiscal y principalmente sobre el tema del aumento del tope de endeudamiento y sus implicaciones de mediano plazo.

1.4 Sobre calentamiento economías emergentes y en desarrollo.

En el ámbito internacional se ha planteado la posibilidad que algunas economías emergentes podrían estar registrando indicios de sobre calentamiento, principalmente aquellas que ya han cerrado la brecha del producto respecto a su potencial, que estén registrando elevadas presiones inflacionarias y volatilidad de los precios de los activos. La recuperación económica ha sido rápida, por esa razón el crecimiento de la demanda interna se refleja en un mayor déficit en cuenta corriente y en una mayor recaudación lo cual podría ejercer alguna presión de sobre calentamiento. En Brasil e India se registran los mayores niveles de endeudamiento respecto al PIB, 65.6% y 66.2%, respectivamente. Mientras en el resto de países, el resultado fiscal estimado consolida la política fiscal coherente con la sostenibilidad de

mediano plazo, reduciendo el riesgo de sobre calentamiento.

1.5 Aumento en inflación.

La inflación en el ámbito mundial se ha acelerado principalmente por el aumento de precios de las materias primas. Los precios al consumidor en las economías avanzadas podrían registrar a finales de año 2.6% mientras en las economías emergentes y en desarrollo 6.9%, como resultado de la mayor proporción que representan los alimentos y combustibles en el consumo y en algunos casos por presiones de demanda interna. Sin embargo, desde el mes de mayo el precio del petróleo se ha estabilizado en niveles menores de US\$ 100 el barril. Los precios de los alimentos se han estabilizado a partir del segundo trimestre de 2011. El FMI estima que en promedio el precio del petróleo en base a los mercados a futuros podría registrar en 2011 un precio de US\$ 106.30 el barril y en 2012 un precio de US\$ 105.25.

1.6 Aumento volatilidad financiera.

La volatilidad financiera ha aumentado en los últimos meses, fundamentalmente, por el desigual crecimiento económico en las economías avanzadas y emergentes y las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda y política fiscal en las economías avanzadas lo cual genera incertidumbre en los mercados financieros. Esos factores unidos al escaso apoyo político a nuevos ajustes fiscales y la reducción del apetito de riesgo podrían afectar el equilibrio financiero global. De hecho los diferenciales de los swaps de riesgo de incumplimiento de crédito han alcanzado niveles más altos, especialmente en Grecia con mayor riesgo transfronterizo y las calificaciones negativas se han extendido a Irlanda y Portugal y los mercados están pendientes sobre la determinación del tope de la deuda en los Estados Unidos.

1.7 Estabilidad de precios de commodities. En el precio de alimentos la estabilidad puede ser temporal.

Según informes y estadísticas de la FAO durante 2011 se ha observado en el mercado, por el buen clima, un mayor crecimiento de la producción de alimentos que permite atender el crecimiento normal de la demanda a nivel mundial y registrar estabilidad de precios en el corto plazo. Demasiada lluvia en algunas áreas de Estados Unidos y Europa ha afectado la producción de maíz y la persistencia de la sequía el trigo. Por lo que aún es incierto como terminarán las cosechas de este año. La producción mundial de trigo se espera que se incremente en 3.2% en 2011, hay expectativas que la producción de arroz crezca un 2.6% por las mejores condiciones del tiempo.

1.8 China: desaceleración económica.

Para 2011 el FMI proyecta que el crecimiento económico de China podría registrar un 9.6% en 2011, menor al de 10.3% de 2010, mientras la OECD estima para 2011 una tasa de crecimiento de 9.0%. La Comisión Nacional de Desarrollo y Reforma de China indicó que el crecimiento económico podría disminuir en los próximos años hasta ubicarse en un estimado de 7% en 2013, principalmente, por el ajuste macroeconómico para estabilizar la inflación y un crecimiento económico sostenible. Los precios al consumidor en China se incrementaron 6.4% a junio de 2011 en comparación con el mismo mes de 2010. Asimismo, el Banco Central de la República de China ha incrementado la tasa de interés de referencia tres veces durante 2011.

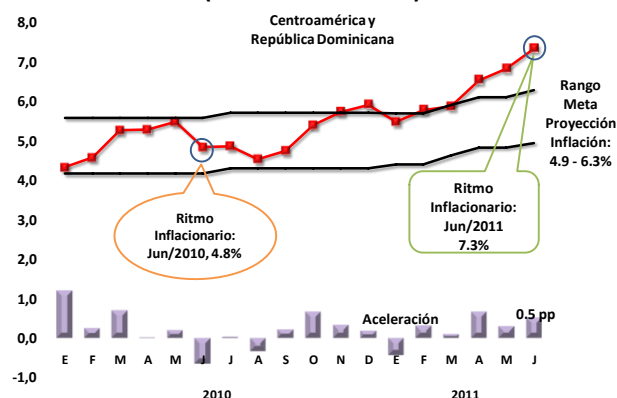
2. Inflación Regional en Ascenso.

2.1 Ritmo Inflacionario en Aceleración.

La tendencia del ritmo inflacionario ha presentado un notable ascenso en la mayoría de países miembros del CMCA. El ritmo inflacionario promedio regional pasó de ubicarse en 5.9% en diciembre de 2010, a 7.3% en junio de 2011 (4.8% en junio de 2010), equivalente a una aceleración de 1.4 puntos porcentuales en los primeros 6 meses de 2011, y de 2.5 puntos porcentuales respecto del ritmo

inflacionario de 12 meses atrás. La aceleración del ritmo inflacionario ha sido una constante en el primer semestre de 2011. Desde esa perspectiva, la inflación ha aumentado más velozmente que el acomodamiento del rango meta y/o proyección de la inflación de los bancos centrales (Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1 Región CADR: Ritmo Inflacionario vs. Meta y/o Proyección de Inflación (2010:01 – 2011:06)



Fuente: Elaboración propia con base en SIMAFIR y REM.

Respecto a las metas y/o proyecciones de inflación, se observa que aquellos bancos centrales que utilizan o avanzan hacia la estrategia de política monetaria basada en metas de inflación, han dejado invariable sus metas puntuales (Costa Rica, Guatemala y República Dominicana); y más bien se mantienen cautelosos respecto de las expectativas inflacionarias, factores endógenos de crecimiento en los precios al consumidor, y amenazas de origen externo. El Salvador, Honduras y Nicaragua han acomodado al alza sus proyecciones y metas de inflación durante 2011, previendo que podrían presentarse choques exógenos que presionarían al alza el ritmo inflacionario y que serían difíciles de contrarrestar (Véase Anexo 1). Costa Rica, Honduras y Nicaragua serían los países en los que su ritmo inflacionario se ubicaría dentro de la meta de inflación establecida por sus respectivos Bancos Centrales. Para el resto, los ritmos inflacionarios anuales habrían ya superado las proyecciones o límites superiores de sus bandas de tolerancia.

En el ámbito regional, los límites superior e inferior de un rango construido a partir de las metas y/o proyecciones de inflación de los Bancos Centrales, están mostrando acomodamientos a las presiones inflacionarias observadas durante el primer semestre de 2011. El rango meta para junio de 2011 es de 4.9% - 6.3% (Gráfico 2.1).

Todo lo anterior, hace sugerir la conveniencia de afinar algunos instrumentos de política monetaria y financiera al alcance de las autoridades monetarias con el objetivo de atenuar los efectos de segunda ronda de algunos choques sobre precios de productos estratégicos para las economías de la región, principalmente dado el incremento en la inflación subyacente que se analizará a continuación.

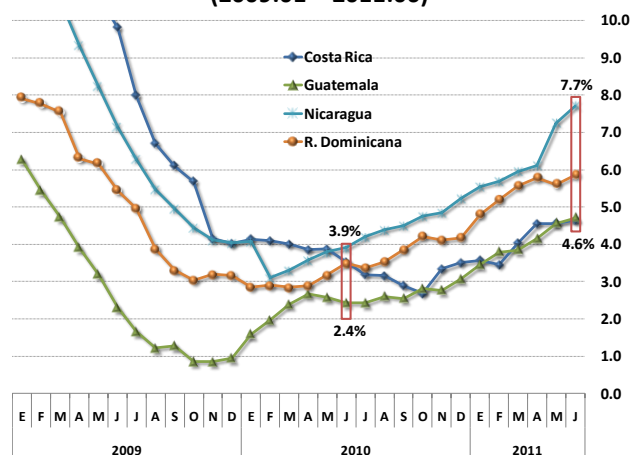
2.2 Inflación Subyacente en Ascenso.

La inflación subyacente, como mejor *proxi* al concepto estricto de inflación, ha presentado una aceleración importante durante el primer semestre de 2011. En los países que divulgan este indicador (Costa Rica, Guatemala, Nicaragua y República Dominicana), la inflación subyacente se mantuvo en un rango entre 4.6% y 7.7% en junio de 2011 (entre 2.4% y 3.9% en junio de 2010), habiéndose acelerado en los últimos doce meses entre 2.2 y 3.8 puntos porcentuales, como se muestra en el Gráfico 2.2.

Para El Salvador, según estimaciones de su Banco Central, la inflación subyacente se encuentra todavía baja aunque en ascenso. El nivel de la inflación subyacente en ese país fue aproximadamente de 2.5% a finales del primer semestre de 2011. En Honduras, la inflación subyacente ha aumentado considerablemente en los primeros meses de 2011 y según su Banco Central, se ubicaría en torno a 5.5% a finales del primer semestre de 2011.

En todo caso, los niveles de inflación subyacente se mantienen por debajo de los experimentados en 2009, lo que da algún espacio de tolerancia para la política monetaria más activa.

Gráfico 2.2 Países Seleccionados: Inflación Subyacente (2009:01 – 2011:06)

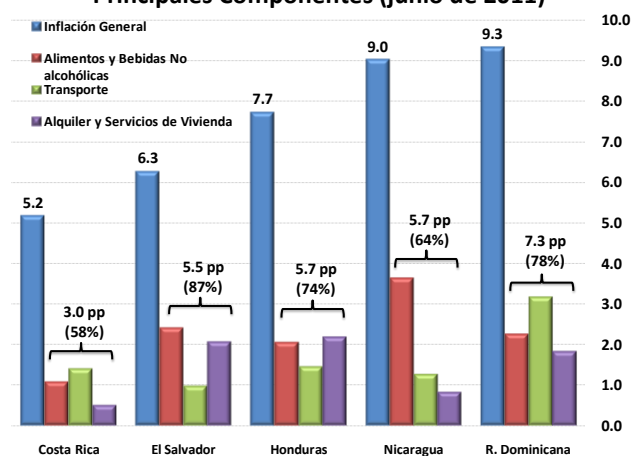


Fuente: Elaboración propia con base en SIMAFIR.

2.3 Principales Componentes Inflacionarios.

La participación de la inflación alimentos en la inflación general de los países miembros del CMCA, se estabilizó durante el segundo trimestre de 2011. Se reporta una tendencia claramente decreciente en Costa Rica, estable en El Salvador, Honduras y República Dominicana, y creciente, únicamente, en Nicaragua¹ (Véase Gráfico 2.3).

Gráfico 2.3 CADR*: Inflación Interanual General y Principales Componentes (junio de 2011)



*Excluye a Guatemala por no contar con un índice de precios al consumidor desagregado por subgrupos con una extensión suficiente para obtener tasas de variación interanual.

Fuente: Elaboración propia con base en SIMAFIR.

¹ En Guatemala hubo cambios metodológicos en las series que impiden la estimación de la participación del subgrupo alimentos en la inflación general.

La participación del subgrupo transporte fue creciente en Costa Rica y República Dominicana. Para este último país, la participación sobrepasó los 3 puntos porcentuales, dada su fuerte dependencia por energía generada térmicamente. Para el resto de países, se observa una desaceleración en los últimos meses del primer semestre de 2011.

En el subgrupo Alquiler de Vivienda y Servicios se incluyen los precios de bienes y servicios como electricidad, agua y gas licuado, que fueron, en buena medida, impactados por el incremento en los precios internacionales, así como por factores endógenos –como el retiro del subsidio en el precio del gas licuado en El Salvador–. En el caso particular de los precios de la electricidad y gas licuado algunos países como Honduras, El Salvador y República Dominicana, han registrado incrementos importantes, de tal forma que la participación de la inflación del subgrupo contribuyó en aproximadamente 2 puntos porcentuales en su inflación general. En el ámbito regional, al agregar la inflación del subgrupo alquiler de vivienda y servicios con las de los subgrupos alimentos y transportes, se logra explicar el 72% de la inflación general regional.

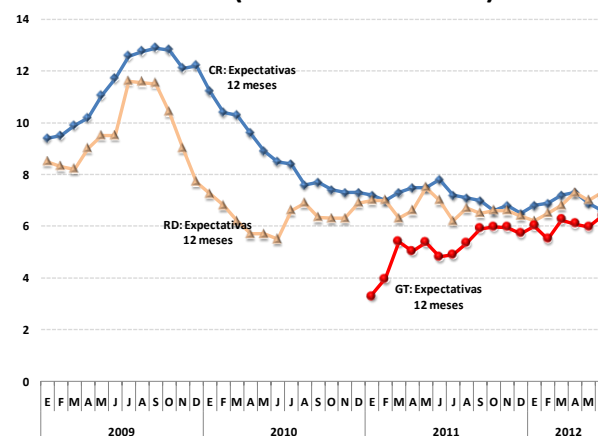
2.4 Expectativas inflacionarias estacionadas.

Las expectativas inflacionarias para los próximos 12 meses de Costa Rica y Guatemala parecen haberse estabilizado (Gráfico 2.4), lo cual es consistente con la desaceleración de los precios internacionales de productos estratégicos –petróleo y alimentos–, la brecha del producto negativa y la percepción de que el choque externo de precios es temporal. Para la República Dominicana se aprecia un ligero aumento en los primeros seis meses de 2011.

Esta relativa estabilidad se viene apreciando en los últimos doce meses. En términos generales, a pesar del repunte inflacionario observado, las expectativas parecen reflejar el carácter temporal de los choques inflacionarios (externos) y la vuelta hacia inflaciones bajas y

consistentes con los objetivos de mediano plazo de los bancos centrales.

Gráfico 2.4 Expectativas de Inflación a 12 meses. (2009:01 – 2012:06)



Fuente: Bancos Centrales miembros del CMCA.

2.5 Balance de Riesgos.

Factores positivos: i) La mayoría de países de la región, no presentan presiones de demanda interna dado que la brecha del producto es negativa (Véase Anexo 2). ii) Los tipos de cambio presentan una estabilidad de largo plazo, y en algunos países hay apreciaciones importantes, que amortiguan las presiones inflacionarias externas. iii) La comparación entre la oferta y demanda mundial de productos agrícolas arroja acumulación de inventarios, por lo que los precios internacionales de este tipo de productos podrían estabilizarse durante el tercer y cuarto trimestre de 2011. iv) La desaceleración de la actividad económica mundial ha aligerado las presiones de demanda sobre los precios internacionales de productos energéticos, con lo cual, no se prevé que el precio del barril de petróleo pueda superar US \$107 como promedio anual en 2011 (US \$79.03 en 2010); v) Las señales de una política monetaria restrictiva y el retiro de los estímulos monetarios efectuados durante el primer semestre de 2011 podrían comenzar a reflejarse en desaceleraciones en los ritmos inflacionarios hacia finales de 2011 y principios de 2012. vi) A partir de las expectativas de los agentes económicos, se percibe que éstos han asimilado

los recientes repuntes inflacionarios como resultado de un choque temporal hacia los precios domésticos.

Factores negativos: i) Las reformas aplicadas en algunos países a la estructura de precios de productos estratégicos (gas licuado y electricidad) elevaron el nivel de los índices de precios al consumidor durante el segundo trimestre, por lo que habría un efecto estadístico reflejado en una mayor inflación a finales de 2011. ii) La inflación subyacente podría continuar reflejando con rezagos, los efectos de segunda ronda de choques de precios internacionales de materias primas agrícolas y energéticas; las variaciones interanuales de precios al productor en algunos países se ha acelerado, lo cual adelantaría presiones inflacionarias futuras y/o reducción del margen de ganancia de los productores. iii) Como herencia de la crisis internacional de 2007 – 2008, los precios internacionales de *commodities* han presentado una acentuada volatilidad, por lo que no se descartan repuntes de precios motivado por la creciente incertidumbre financiera en los mercados internacionales. iv) Como se verá en el siguiente acápite, la región ha experimentado un repunte en el crecimiento de bienes y servicios en su mayor parte no transables, por lo que incrementos en la demanda de éstos, que superen la oferta, podría presionar los precios de este grupo de bienes y servicios, y finalmente incidir en la inflación general. v) El incremento en el ámbito regional de la deuda pública a PIB, así como las necesidades de reformas tributarias y/o fiscales, aumenta la incertidumbre sobre sus resultados netos en los precios al consumidor y la estabilidad macroeconómica, que se unen al efecto sobre las tasas de interés internacionales que se podrían presentar ante la ausencia de solución del problema de deuda pública y déficit fiscal en los Estados Unidos.

3. Estrategias de Política Monetaria y Cambiaria.

El crecimiento económico en las economías de la región ha estado condicionado a la lenta recuperación de la economía mundial y lento ritmo de recuperación de la demanda interna. Mientras la inflación ha registrado un comportamiento al alza. Ante esa coyuntura la estrategia de política monetaria y cambiaria ha sido prudente para garantizar la estabilidad de precios y generar condiciones para un mayor crecimiento económico sostenible.

3.1 Costa Rica.

En el Banco Central de Costa Rica, la Junta Directiva del Banco Central adoptó a partir del 1 de junio la nueva estrategia de control monetario la cual fundamentalmente, contiene las medidas siguientes: i) modifica el concepto de Tasa de Política Monetaria (TPM), para que corresponda a la tasa de interés que utiliza el Banco Central como referencia para conducir el costo de las operaciones a un día plazo en el Mercado Integrado de Liquidez (MIL) dentro de un corredor formado por las tasas de interés de sus facilidades permanentes de crédito y de depósito en este mercado; ii) mantiene el corredor de tasas de interés con la amplitud de 200 puntos base; iii) introduce instrumentos a un día plazo para captar e inyectar recursos en el MIL mediante subastas; iv) introduce las Operaciones Diferidas de Liquidez a siete y catorce días plazo para inyectar recursos en el MIL mediante subastas; v) establece el nivel de la tasa de interés de estos instrumentos, tomando como referencia la TPM; vi) ubica la tasa de interés bruta de los depósitos electrónicos a 1 día plazo (DON) en 3.3% anual.

3.2 Guatemala.

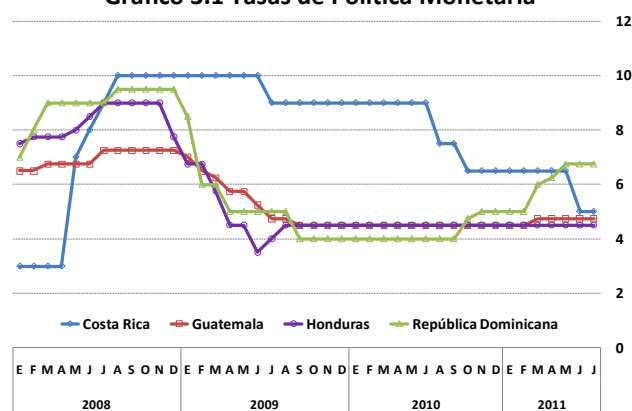
Con base en el comportamiento de la economía mundial y de la economía interna, los incrementos de los precios internacionales de las materias primas y para anclar las expectativas en torno a las metas de inflación de mediano plazo, la Junta Monetaria, durante marzo de este año, decidió modificar la tasa de interés líder de la política monetaria al elevarla a 4.75%, 25 puntos básicos superiores a la tasa de 4.50% que

se había mantenido sin variación hasta febrero del presente año (Gráfico 3.1). Según el Informe de Política Monetaria a abril de 2011, la tasa de interés parámetro sugiere una orientación de la política monetaria invariable mientras el Índice Sintético de las Variables Indicativas una política monetaria moderadamente restrictiva.

3.3 República Dominicana.

La Autoridad Monetaria ha realizado durante 2011 tres modificaciones a la tasa de interés de política monetaria: en marzo, abril y mayo, cuando ajustó en 100, 25 y 50 puntos porcentuales, respectivamente, hasta alcanzar 6.75% superior a la observada en 2010 de 5% (Gráfico 3.1). Mientras en junio del presente año, el Banco Central decidió mantener sin cambios la tasa de política monetaria, decisiones condicionadas por los principales determinantes de la inflación. No obstante, en junio, la inflación anualizada alcanzó 9.3%, superior al rango meta de 5% a 6%.

Gráfico 3.1 Tasas de Política Monetaria



Fuente: Bancos Centrales miembros del CMCA.

3.4 Honduras

El Directorio del Banco Central de Honduras, durante el año 2011 ha decidido mantener inalterada la tasa de política monetaria en el nivel de 4.5% (Gráfico 3.1), para mantener su compromiso con el cumplimiento de la inflación proyectada en el Programa Monetario vigente. Con base en el comportamiento de las condiciones macroeconómicas externas y la actividad económica interna. La inflación subyacente se mantiene en los parámetros

previstos en tanto que la inflación general en 7.72% la cual se mantiene en el objetivo de inflación de entre 7% y 9%.

3.5 Nicaragua.

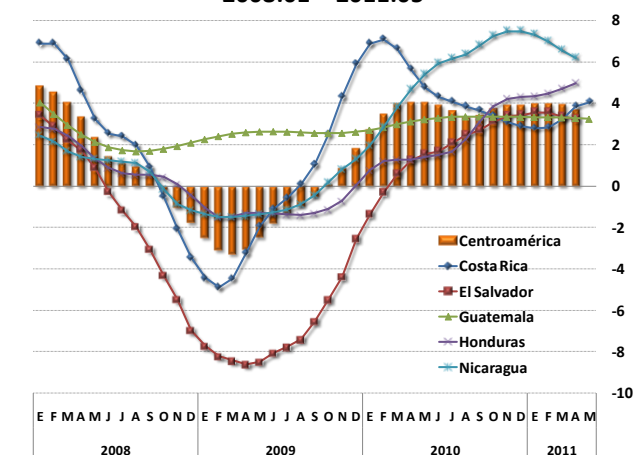
Según los informes del Banco Central de Nicaragua, la conducción de la política monetaria se llevó a cabo en un contexto de dinamismo económico nacional, reflejado en el sector real. En ese sentido, el Banco Central orientó el manejo de su política monetaria a mantener un nivel de reservas internacionales que garantizara una cobertura adecuada de la base monetaria. Para el efecto, ha utilizado las operaciones de mercado abierto y modificaciones del encaje mínimo legal. El encaje obligatorio con la reforma es medido en dos periodos, diario con una tasa de 12% y catorcenal con una tasa de 15%, inferior al aplicado con anterioridad de 16.25%, éste fue reformado el 4 de abril del presente año. No obstante lo anterior, la inflación interanual a junio se ubicó en 9.01%, 4.38 puntos porcentuales por arriba de la registrada en junio de 2010, en tanto que la inflación subyacente registró una variación acumulada de 4.96%.

4. Crecimiento Económico Comprometido.

4.1 Crecimiento del IMAE regional estable.

El crecimiento económico medido por el indicador de alta frecuencia, el IMAE tendencia ciclo, está presentando un comportamiento estable en torno a 4% en los últimos 14 meses (Gráfico 4.1).

Esta situación presenta especificidades en el ámbito de cada país. Nicaragua es el que presenta las mayores tasas de variación pero en desaceleración desde inicios de 2011. Honduras, desde su recuperación a principios de 2010, sigue en tendencia suave hacia la expansión. Costa Rica que había tenido una desaceleración fuerte, comenzó desde principios de 2011 una nueva etapa de expansión. Guatemala y El Salvador están registrando una suave desaceleración.

Gráfico 4.1 CADR. IMAE. Tasas de variación interanual. 2008:01 – 2011:05

Fuente: Elaboración propia con base en SIMAFIR.

Finalmente, el indicador de actividad económica mensual de la República Dominicana (no divulgado) está presentando una fuerte desaceleración, pasando de tasas de más de 8% a otras de 2.5%. En términos generales, se tienen cuatro de seis países con indicadores de actividad económica en desaceleración, por lo que se prevé que la tasa de variación del IMAE regional podría reflejar un menor dinamismo para el segundo semestre, aunque con tasas positivas. Todo ello hace más probable que para algunos países, la brecha del producto negativa se siga ampliando en 2011 (Anexo 2)

4.2 Ramas de Actividad más Dinámicas.

Con base en la información de los indicadores de actividad económica de alta frecuencia para la región, las ramas de actividad económica que mostraron las tasas más altas de variación interanual fueron, en su orden: i. Minas y canteras; ii. Comercio, restaurantes y hoteles; iii. Construcción; iv. Industria manufacturera; v. Intermediación financiera; y vi. Administración pública.

De estas seis ramas de actividad, tres están relacionadas a la prestación de servicios o labores de intermediación, como son: comercio, restaurantes y hoteles, intermediación financiera y administración pública. Si bien algunos de estos servicios pueden ser proporcionados a no residentes, como el caso de restaurantes y

hoteles, la mayor parte del comercio, la intermediación financiera y la administración pública están destinadas a satisfacer las necesidades de consumo de residentes. Esto respalda la idea que una buena parte del crecimiento económico registrado en la región, está sustentado en el consumo².

Resalta el impulso que están teniendo las actividades minas y canteras, y construcción, dada su contribución a la formación bruta de capital fijo. Ésta a su vez, es un aporte valioso, para una mayor dinámica productiva en un futuro cercano. A esto se suma el hecho que las importaciones de bienes de capital están repuntando en la mayoría de países de la región. Las tasas de variación anual de la importación de este tipo de bienes que contribuye a la formación de capital, está acelerándose para la mayoría de países (Véase Anexo 3), lo cual alienta las posibilidades de contar con tasas de crecimiento económico más altas en meses subsiguientes.

La actividad industria manufacturera, si bien puede tener como destino el consumo y la inversión domésticos, puede vincularse con la demanda externa y por ende con las exportaciones, dado que un elevado componente de productos transables tiene su origen en la manufactura tradicional y la de regímenes de zonas francas.

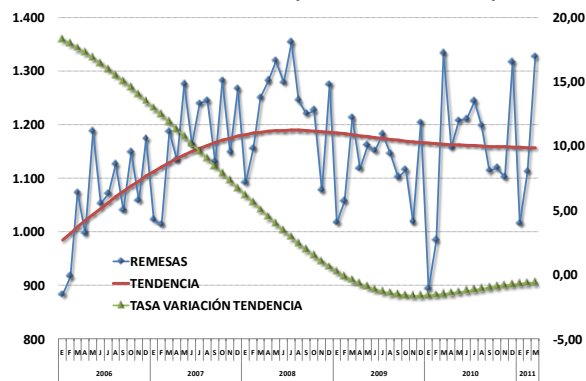
4.3 Los impulsores de origen externo.

En el período posterior a la crisis internacional, las remesas han mostrado una marcada volatilidad. La serie de tendencia está mostrando que justamente en el período de postcrisis las remesas se han estacionado en torno a los US \$1,150 millones; en tanto que la tasa de variación de la tendencia estaría en fase de recuperación aunque todavía en terreno negativo (Gráfico 4.2).

² De hecho las importaciones de bienes de consumo, se mantienen creciendo a tasas relativamente elevadas, como se puede observar en el Anexo 3.

Desde esa perspectiva, la recuperación del consumo podría no estar influenciada por el ritmo de expansión de las remesas familiares.

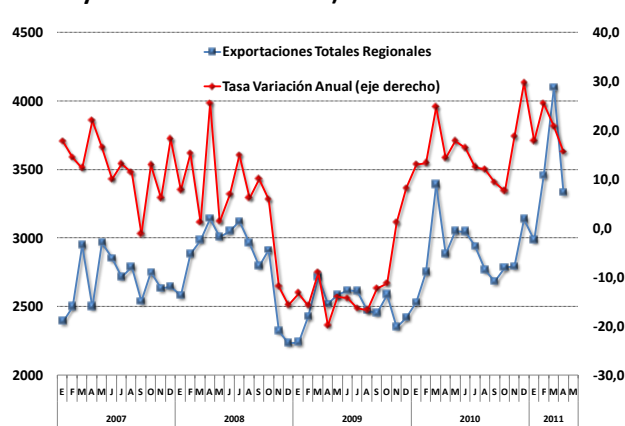
Gráfico 4.2 CADR. Remesas familiares. Millones US\$, tasa de variación (2006:01–2011:03)



Fuente: Elaboración propia con base en SIMAFIR.

Por su parte, el indicador de demanda externa por excelencia, el valor de las exportaciones totales, mostró un impulso muy importante en los primeros meses de 2011, llegando incluso a sobrepasar los niveles de exportaciones de períodos previos a la crisis. Consecuentemente, la tasa de variación anual registró ese importante dinamismo habiéndose ubicado en tasas inclusive superiores a 20% en los primeros meses de 2011, aunque buena parte de ello obedece a la sustancial mejora en los precios internacionales de *commodities* exportados desde la región (Gráfico 4.3).

Gráfico 4.3 CADR. Exportaciones Totales (Millones US \$ y tasas variación anual) 2007:01 – 2011:05



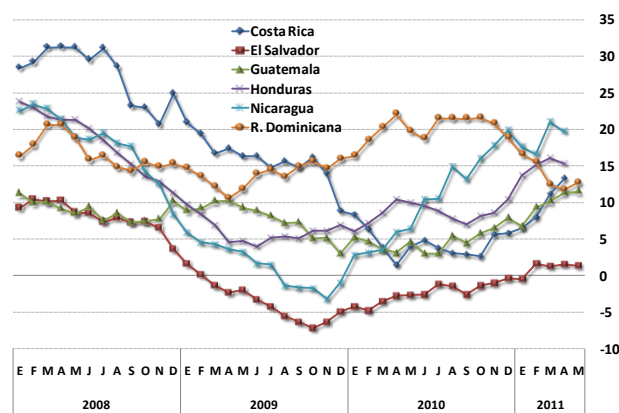
Fuente: Elaboración propia con base en SIMAFIR.

4.4 Los impulsores de origen interno.

La explicación del incremento del consumo y de la formación bruta de capital podría estar asociada con el crecimiento del crédito total de las otras sociedades de depósito (Gráfico 4.4).

Con excepción de República Dominicana – donde la tasa de variación anual ha venido desacelerándose en los últimos dos trimestres- el resto de países está exhibiendo tasas de variación del crédito total de las OSD en ascenso. Incluso El Salvador, donde la tasa de variación del crédito venía en recuperación, alcanzó tasas positivas, aunque muy leves, en los primeros meses de 2011.

Gráfico 4.4 CADR. Crédito total de las OSD (Tasas de variación anual). 2008:01 – 2011:05



Fuente: Elaboración propia con base en las EMFA.

La clasificación de los préstamos de las otras sociedades de depósito por destino (clasificación *ad hoc* utilizada en las EMFAs) indica que las actividades o destinos que recibieron más recursos fueron los vinculados con actividades comerciales, consumo y prestación de servicios.

El Cuadro 4.1 presenta para algunos países seleccionados de la región, la tasa de variación de los préstamos por país y destino. La columna (6) del referido cuadro es un promedio ponderado para los países seleccionados de las tasas de variación interanual por destino, que coloca en los primeros lugares los préstamos para consumo, agropecuario, comercio y servicios. La columna (7) muestra la importancia relativa de los préstamos por

destino respecto del total, lo cual ayuda a elaborar un análisis ponderado de las tasas de variación. Así, aproximadamente un 58% del crédito está concentrado en actividades de consumo y servicios, lo que de alguna forma es coherente con la dinámica de las actividades productivas que se mencionaron arriba, y que justifica el origen doméstico del crecimiento de los países durante el primer semestre de 2011.

Cuadro 4.1 Países seleccionados: Préstamos OSD por destino (tasas de variación y estructura). Mayo de 2011.

| Destino\País | Costa Rica | El Salvador | Guatemala | Honduras | Promedio Regional (Ponderado) | Estructura Porcentual (promedio ponderado) |
|--------------|------------|-------------|-----------|----------|-------------------------------|--|
| (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) |
| Consumo | 9,4 | 0,6 | 14,7 | 18,7 | 10,5 | 26,1 |
| Agropecuaria | 21,3 | 3,4 | 7,5 | 5,3 | 9,8 | 4,7 |
| Comercio | 10,1 | 3,5 | 13,6 | 5,1 | 9,2 | 18,0 |
| Servicios | 12,1 | -3,1 | 4,0 | -5,6 | 3,1 | 14,6 |
| Industria | 0,3 | -4,1 | 5,9 | -6,5 | 0,4 | 13,9 |
| Vivienda | 9,6 | -0,8 | -10,1 | 5,8 | -0,7 | 21,2 |
| Otros | 10,8 | -20,9 | -27,9 | 4,8 | -11,9 | 1,5 |
| Total | 9,6 | -0,9 | 8,4 | 4,3 | 5,9 | 100,0 |

Fuente: Elaboración propia con base en las EMFA.

5. Perspectivas Macroeconómicas

5.1 Inflación

A partir de las metas y/o proyecciones de inflación de los Bancos Centrales miembros del CMCA, se estima una meta de inflación regional en el rango de 4.9% y 6.3% para finales de 2011. No obstante, dado el ritmo inflacionario observado a junio de 2011, los Bancos Centrales pronostican que para finales de este año, la inflación podría ubicarse en el rango de 7.2% y 7.4%.

Cuadro 5.1 CADR. Inflación. (Junio de 2011. 2011-2012).

| Metas y pronósticos inflacionarios de los Bancos Centrales | | | | | |
|--|-----------------|--------------|--------------|-------------|-----------|
| | Ritmo Observado | Metas | | Pronósticos | |
| | Jun/2011 | 2011 | 2012 | 2011 | 2012 |
| Costa Rica * | 5.2 | 5.0 +/- 1 pp | 4.0 +/- 1 pp | 6.5 | 6.6 |
| El Salvador | 6.3 | 4.8 | 2.8 | 6.6 - 7.6 | 3.7 - 4.6 |
| Guatemala | 6.4 | 5.0 +/- 1 pp | 4.5 +/- 1 pp | 7.0 | 6.4 |
| Honduras * | 7.7 | 8.0 +/- 1 pp | 7.0 +/- 1 pp | 7.5 | 7.6 |
| Nicaragua | 9.0 | 8.5 - 9.5 | 7.3 | 8.6 | 7.3 |
| R. Dominicana | 9.3 | 6.0 | 5.0 - 6.0 | 7.6 - 7.9 | 6.2 |
| Regional | 7.3 | 4.9 - 6.3 | 4.2 - 5.5 | 7.2 - 7.4 | 6.1 - 6.3 |

Fuente: Bancos Centrales de los países miembros del CMCA.

* Corresponde a la expectativa de inflación para diciembre de 2011 y 2012.

Fuente: Elaboración propia con base en el REM y Bancos Centrales.

Para 2012 las metas y/o proyecciones de inflación de las autoridades monetarias son menores a las de 2011 ubicándose en un rango entre 4.2% y 5.5%; en tanto que sus pronósticos estiman la inflación para finales de ese año entre 6.1% y 6.3%.

5.2 Crecimiento Económico

El crecimiento económico regional se estaría desacelerando en 2011 respecto de sus niveles obtenidos en 2010. Según estimaciones de los Bancos Centrales, para 2011 el crecimiento económico podría ubicarse entre 3.8% y 4.1% (4.3% para 2010). Esta desaceleración podría estar influenciada por el menor ritmo de crecimiento económico que registrará la economía dominicana, que pasaría de tasas de 7.8% en 2010 a otras entre 5.0% y 5.5% en 2011. Para 2012 las perspectivas de crecimiento económico para la región son de tasas entre 4.0% y 4.2% (Cuadro 5.2).

Cuadro 5.2 CADR. Crecimiento Económico Anual. (2010-2012).

| | 2010 | 2011 | 2012 |
|---------------|------|-----------|-----------|
| Costa Rica | 4.2 | 4.5 | 4.7 |
| El Salvador | 1.4 | 2.5 | 3.0 |
| Guatemala | 2.8 | 2.9 - 3.5 | 2.5 |
| Honduras | 2.8 | 3.0 - 4.0 | 3.5 - 4.5 |
| Nicaragua | 4.5 | 4.0 | 4.1 |
| R. Dominicana | 7.8 | 5.0 - 5.5 | 5.5 - 6.0 |
| Región | 4.3 | 3.8 - 4.1 | 4.0 - 4.2 |

Fuente: Elaboración propia con base en el REM y Bancos Centrales.

5.3 Balances Estructurales y RIN.

Con base en la más reciente información sobre las perspectivas macroeconómicas de los bancos centrales, se puede observar que en el ámbito regional, habría un deterioro en el déficit en cuenta corriente que alcanzaría 6.1% del PIB en 2011 (5.4% en 2010) (Cuadro 5.3). Este importante incremento podría estar asociado a aumentos en volumen y precio del monto de compras externas, asociado al encarecimiento de

las materias primas energéticas y de alimentos en los mercados internacionales.

**Cuadro 5.3 CADR. Balances Estructurales y RIN.
(2010-2012)**

| | | Costa Rica | El Salvador | Guatemala | Honduras | Nicaragua | R. Dominicana | Región |
|--------------------------------|------|------------|-------------|-----------|----------|-----------|---------------|--------|
| Cuenta Corriente/PIB | 2010 | -4.0 | -2.3 | -2.0 | -6.2 | -14.7 | -8.6 | -5.4 |
| | 2011 | -5.0 | -3.4 | -3.7 | -7.0 | -17.8 | -7.7 | -6.1 |
| | 2012 | -5.5 | -3.0 | n.d. | -7.0 | -16.5 | -6.5 | n.d. |
| Resultado Financiero GC/PIB * | 2010 | -5.5 | -2.7 | -3.3 | -4.8 | -1.0 | -2.2 | -3.4 |
| | 2011 | -5.5 | -3.5 | -3.3 | -3.5 | -1.1 | -1.6 | -3.1 |
| | 2012 | n.d. | -2.5 | n.d. | -2.8 | -0.8 | n.d. | n.d. |
| Reservas Internacionales Netas | 2010 | 4,627 | 2,882 | 5,954 | 2,719 | 1,632 | 3,343 | 21,157 |
| | 2011 | 4,807 | 2,689 | 5,958 | 2,948 | 1,576 | 2,316 | 20,293 |
| | 2012 | 4,707 | 2,837 | n.d. | 3,087 | 1,676 | n.d. | n.d. |

* Para Costa Rica corresponde al Sector Público Global Reducido.

Fuente: Elaboración propia con base en el REM, SIMAFIR y Bancos Centrales.

En el ámbito internacional, se considera conveniente que países de economías en desarrollo debieran incrementar sus reservas internacionales con el objetivo de reducir vulnerabilidades ante choques externos como salida de capitales y expectativas de devaluación de las monedas nacionales (Véase Magnusson, 2011)³. La región en su conjunto, ha acumulado US \$21,602 millones a junio de 2011, superando en US \$1,309 millones las proyecciones de acumulación estimadas por los bancos centrales en US \$20,293 millones para finales de 2011.

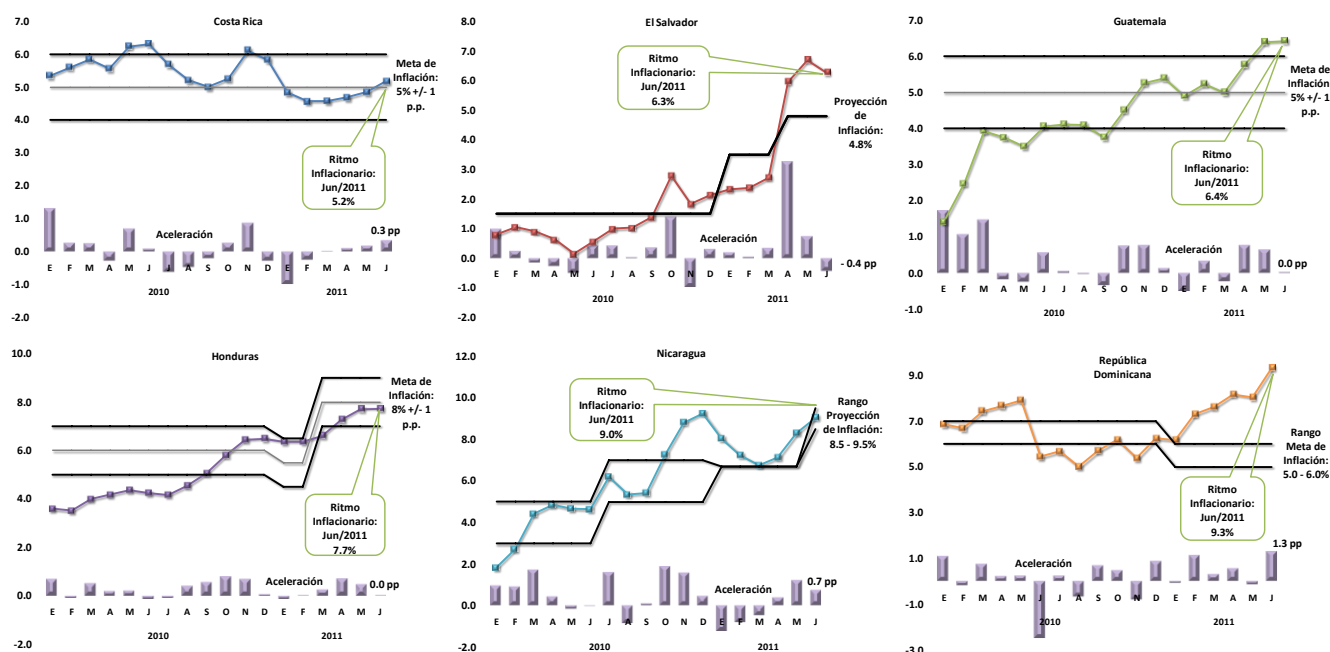
En materia fiscal, habría una leve mejora en el déficit financiero del gobierno central, estimado en 3.1% para 2011 (3.4% en 2010), vinculado con el retiro paulatino y ordenado de los estímulos fiscales en el período inmediato después de la crisis internacional.

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

³ Magnusson B., Kristin (2011). *International Reserve Adequacy in Central America*. IMF WP/11/144.

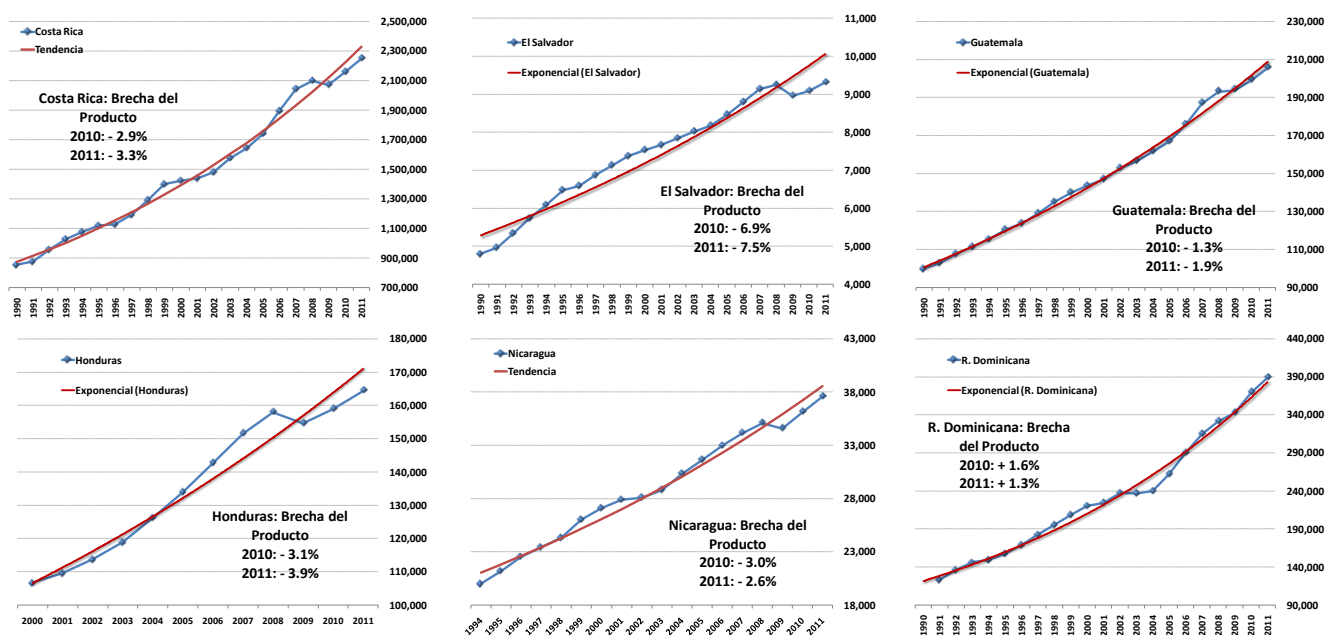
Anexos

Anexo 1 CADR: Ritmos Inflacionarios vs. Metas y/o Proyecciones de Inflación (2010:01 – 2011:06)



Fuente: Elaboración propia con base en SIMAFIR y REM.

Anexo 2 CADR: Brecha del Producto.



Fuente: Elaboración propia con base en SIMAFIR.

**Anexo 3 CADR: Importaciones de bienes por destino económico
(tasas de variación interanual). 2010 - 2011**

| | <i>Mes declarado</i> | <i>Bienes de Consumo</i> | | <i>Bienes Intermedios</i> | | <i>Bienes de Capital</i> | |
|----------------------|--------------------------|------------------------------|-------------|-------------------------------|-------------|--------------------------|-------------|
| | | <i>2010</i> | <i>2011</i> | <i>2010</i> | <i>2011</i> | <i>2010</i> | <i>2011</i> |
| Costa Rica | Abril | 26.1 | 10.9 | 41.8 | 14.9 | 16.2 | -1.7 |
| El Salvador | Abril | 5.5 | 14.6 | 29.9 | 23.5 | -7.4 | 16.4 |
| Guatemala | Mayo | n.d. | 17.8 | n.d. | 26.8 | n.d. | 25.9 |
| Honduras | Abril | 8.2 | 6.6 | 11.6 | 25.1 | -9.5 | 15.0 |
| Nicaragua | Abril | 16.9 | 23.2 | 8.0 | 17.4 | -13.0 | 31.1 |
| R. Dominicana | Marzo | 23.5 | 23.3 | 36.0 | 30.1 | 16.8 | 25.5 |

Fuente: Bancos Centrales miembros del CMCA.