



# CONSEJO MONETARIO CENTROAMERICANO

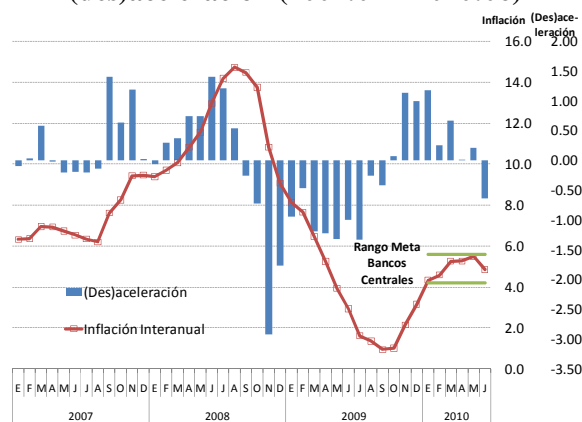
## Secretaría Ejecutiva

### Informe de Coyuntura del Segundo Trimestre de 2010: *Desaceleración del Ritmo Inflacionario y Riesgos en torno a la Recuperación Económica*

#### I. Desaceleración del Ritmo Inflacionario.

La inflación medida por la variación interanual del índice de precios al consumidor regional –ritmo inflacionario regional– se desaceleró a partir del segundo trimestre de 2010 hasta alcanzar un valor de 4.9% en junio (2.9% en junio de 2009), ubicándose de manera estable entre los límites definidos como meta por los bancos centrales de la región para este año (4.2% y 5.6%) (Gráfico 1). En particular, en junio de este año ocurrió una reducción de la inflación de 0.6 puntos porcentuales.

**Gráfico 1. Centroamérica y República Dominicana (CADR): Inflación Interanual y (des)aceleración (2007:01 – 2010:06)**

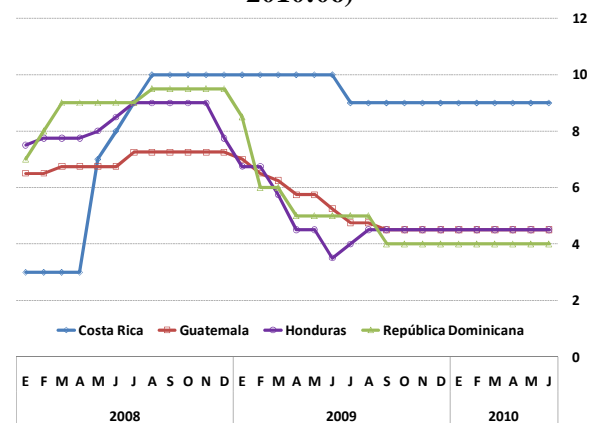


Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

En virtud de lo anterior, las autoridades monetarias de la región han tomado la decisión de dejar inalterada la tasa de política monetaria desde octubre de 2009 hasta el presente (Gráfico 2). La mayoría de dichos bancos centrales han justificado la fijación de su política a la percepción de que

la inflación ha estado bajo control. Además, dicha postura se corresponde con la orientación de la política monetaria de los principales socios comerciales extrarregionales. El mantenimiento de esos niveles es considerado como la contribución de la política monetaria a la consolidación de la recuperación económica, sin que ello signifique haber perdido la perspectiva de mediano plazo de estabilidad macroeconómica a través del control de la inflación.

**Gráfico 2. Países Seleccionados de CADR: Tasas de Política Monetaria (2008:01 – 2010:06)**

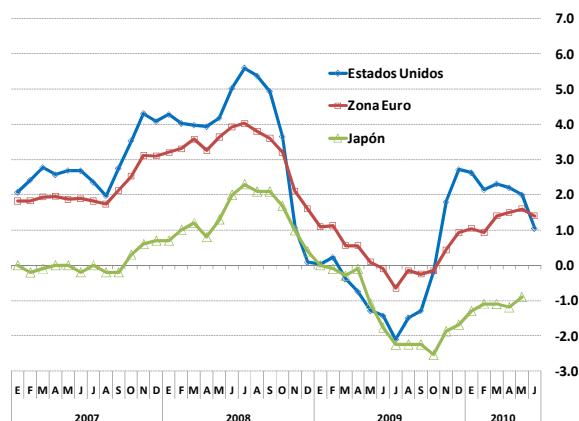


Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

La desaceleración de la inflación interanual en Centroamérica y la República Dominicana ha estado ligada a la desaceleración o disminución de la inflación en sus principales socios comerciales extrarregionales. En particular, la inflación de los Estados Unidos –como principal socio comercial– se ha venido reduciendo desde

enero de 2010. Para junio de 2010 el ritmo inflacionario en ese país se ubicó en 1% después de haber alcanzado un máximo de 2.7% en diciembre de 2009 (Gráfico 3).

**Gráfico 3. Principales socios comerciales de CADR: Inflación (2007:01 – 2010:06)**



Fuente: SECMCA, REM Junio 2010 e ITCER Julio 2010.

Concomitantemente, los precios de los *commodities* importados por la región han suavizado su tendencia ascendente de mediano plazo e incluso hay algunas muestras de una ligera disminución, por lo que desde esa perspectiva, no se perciben amenazas inflacionarias.

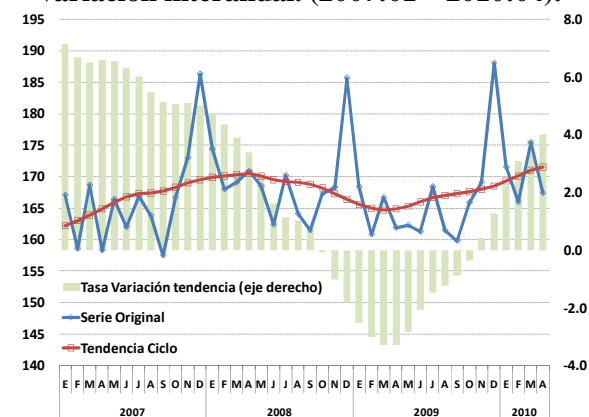
Con base en la evaluación de los factores internos y externos que inciden sobre el comportamiento inflacionario y que forman parte del balance de riesgos de inflación de los países miembros del CMCA, se deduce que existen altas probabilidades de que la inflación de final de período en 2010, se ubique en el rango definido por las autoridades monetarias de entre 4.2% y 5.6%.

## II. Recuperación Económica y Balance de Riesgos

La actividad productiva medida por la variación interanual del índice mensual de actividad económica regional (IMAER) que se presenta en el Gráfico 4, continúa dando muestras de una importante recuperación motivada por factores vinculados con la demanda externa, así como otros de origen

interno, relacionados con el gasto público, el consumo y la inversión. Las perspectivas de crecimiento económico regional se estiman en 3.5% para finales de 2010.

**Gráfico 4. CADR: IMAER. Índice y tasas de variación interanual. (2007:01 – 2010:04).**



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

### A. Señales Positivas de Origen Externo

Respecto de los factores externos, las evaluaciones de mitad de año confirman la recuperación que tendrá el producto mundial para 2010. En particular, el FMI está previendo un crecimiento económico mundial de 4.6% para 2010 (-0.6% en 2009). En lo que atañe a los socios comerciales de Centroamérica y República Dominicana, los Estados Unidos podrían tener un crecimiento de 3.3% y para la Zona Euro de 1.0% en 2010 (Véase Cuadro 1).

### B. Amenazas de Origen Externo

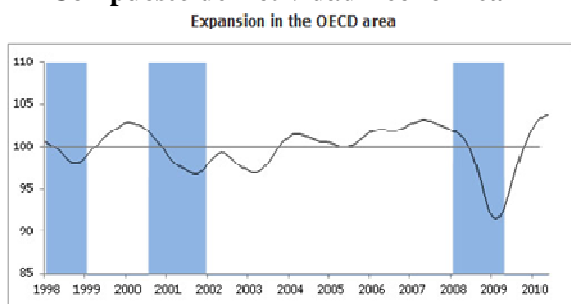
El FMI ofreció una evaluación mixta de las perspectivas de crecimiento económico para los Estados Unidos, indicando que se mantienen en 3.3% para 2010 como resultado de las medidas de política implementadas, pero advirtió sobre los riesgos derivados del desempleo así como de la debilidad en el mercado de bienes raíces. Asimismo, advirtió sobre las acciones fiscales que serán necesarias para fortalecer el crecimiento económico y la competitividad.

**Cuadro 1. Crecimiento Económico 2009 y Perspectivas para 2010 y 2011**

	2009	Proyecciones	
		2010	2011
Producto Mundial	-0.6	4.6	4.3
Economías Avanzadas	-3.2	2.6	2.4
Estados Unidos	-2.4	3.3	2.9
Zona Euro	-4.1	1.0	1.3
España	-3.8	-0.4	0.6
Japón	-5.2	2.4	1.8
Otras Economías Avanzadas	-1.2	4.6	3.7
Economías Emergentes y en Desarrollo	2.5	6.8	6.4
Asia en Desarrollo	6.9	9.2	8.5
Hemisferio Occidental	-1.8	4.8	4.0
México	-6.5	4.5	4.4

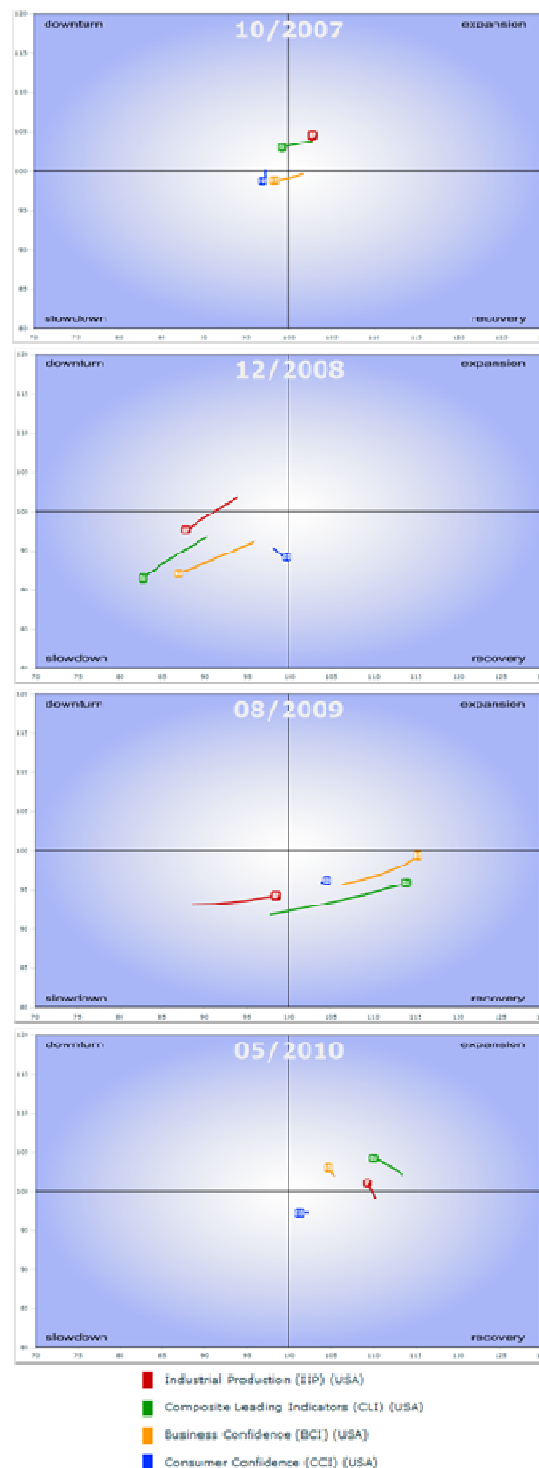
Fuente: FMI, WEO Julio 2010.

Por su parte, la Reserva Federal de los Estados Unidos emitió en julio de 2010 un comunicado en el que expresaba sus perspectivas de crecimiento económico fijándolas en un rango de entre 3.0% y 3.5% para 2010, habiendo sido ligeramente menos optimista respecto de su última emisión de abril de 2010 (3.2% – 3.7%).

**Gráfico 5. Países OECD: Índice Líder Compuesto de Actividad Económica**

Fuente: OECD, Julio 2010.

Por su parte, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE, por sus siglas en inglés), en su divulgación periódica sobre el indicador líder compuesto encontró importante evidencia de fuertes señales de desaceleración en su trayectoria de crecimiento. En mayo de 2010 el índice compuesto aumentó únicamente 0.1 puntos porcentuales, siendo el décimo mes consecutivo de desaceleración (Gráfico 5).

**Gráfico 6. Estados Unidos: Reloj del Ciclo Económico**

Fuente: OECD, Julio 2010.

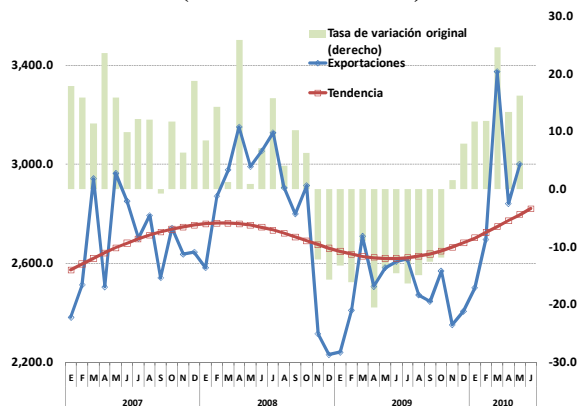
Adicionalmente, la OCDE divulga periódicamente el “Reloj del Ciclo

Económico”, que mide la evolución mensual tanto de indicadores de producción, como de confianza del consumidor y de negocios de sus países miembros, entre los que se destaca, los Estados Unidos. De acuerdo con dicha información, desde los primeros meses de 2009, los indicadores de producción y confianza habían venido recuperándose hasta llegar en los primeros meses de 2010 a una zona de expansión (Véase Gráfico 6). Sin embargo, en el segundo trimestre de 2010 la trayectoria de dichos indicadores se ha estado dirigiendo más bien hacia la zona de desaceleración<sup>1</sup>.

### C. Indicadores de Demanda Externa e Interna

Los indicadores de demanda externa regionales como el de las exportaciones de mercancías, muestran un notable crecimiento. De acuerdo con el Gráfico 7, las exportaciones habrían recuperado y superado los niveles observados previos a la crisis, y estarían ubicados por arriba de su tendencia de largo plazo. Las tasas de variación estarían situadas en torno a 15% para mediados de 2010.

**Gráfico 7. CADR: Exportaciones Totales. US \$ (2007:01 – 2010:05)**

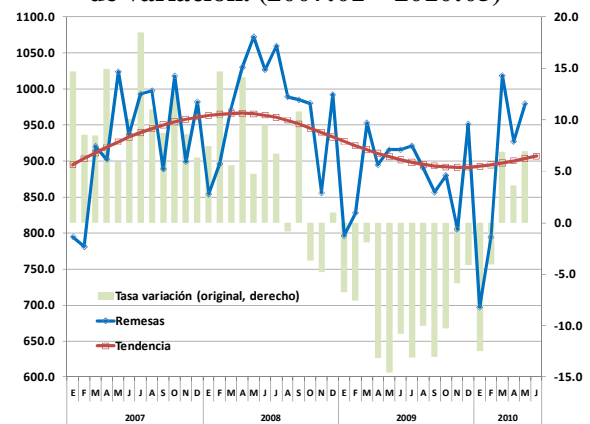


Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

<sup>1</sup> La trayectoria del Reloj del Ciclo Económico se sigue en: <http://stats.oecd.org/mei/bcc/default.html>

En forma similar, las remesas familiares habrían mejorado como resultado de la mayor dinámica en la actividad económica y la consecuente disminución del desempleo hispano en los Estados Unidos (Véase el Gráfico 8). El incremento en las remesas familiares impulsaría la demanda interna a través del consumo y la inversión, que en definitiva, se traducirán en incrementos en el crecimiento económico regional.

**Gráfico 8. Centroamérica 4 (CA\_4)<sup>2</sup>: Remesas Familiares. Millones de US \$ y tasas de variación. (2007:01 – 2010:05)**



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

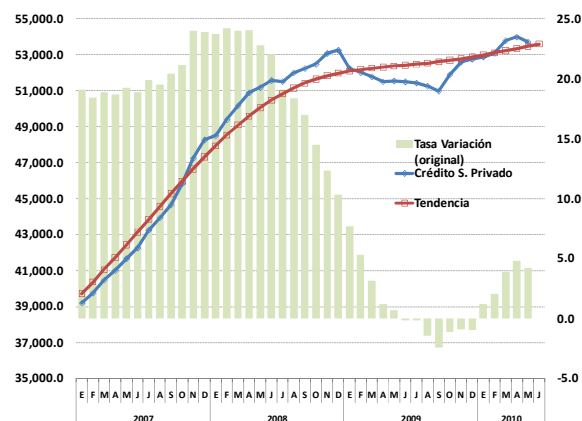
Desde la perspectiva interna, uno de los factores que en el pasado ha estimulado el desempeño de la actividad productiva ha sido el crédito al sector privado. Pervio a la crisis, el ritmo de crecimiento del crédito proveniente de las otras sociedades de depósito (OSD<sup>3</sup>) llegó a ubicarse por arriba del 20%. En el período de crisis, el saldo de crédito aplanó su tendencia de largo plazo, lo que se reflejó en tasas negativas en ciertos períodos. Sólo a partir de 2010 las tasas comenzaron a ser nuevamente positivas, pero muy bajas (Gráfico 9), lo que no propicia un desenvolvimiento más dinámico de las actividades productivas. Esta situación ha estado vinculada con varios

<sup>2</sup> CA\_4 formado por El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua.

<sup>3</sup> Las OSD están formadas por bancos comerciales, cooperativas, asociaciones y mutuales, todas captadoras de depósitos del público.

factores que se analizarán en la sección correspondiente al sector monetario.

**Gráfico 9. CADR: Crédito de las OSD al Sector Privado. Millones de US y tasas de variación. (2007:01 – 2010:05)**



Fuente: SECMCA, SIMAFIR y EMFAs.

Desde otra óptica, los gobiernos centrales han mantenido su postura contracíclica en apoyo a la recuperación económica. En el ámbito regional, el gasto público acumulado a mayo de 2010 totalizó US \$10,400 millones, siendo equivalentes a una expansión del 23% (- 4% en mayo de 2009). El gasto público se ha mantenido creciendo de manera como no se había visto en crisis anteriores. Si bien todavía no se perciben riesgos de alta vulnerabilidad, debido a que entre 2007 y 2008 se mejoraron los indicadores de deuda pública, es importante evaluar –en la medida se consolide la expansión económica– el proceso de transición suave y gradual del retiro de los estímulos fiscales, en orden de evitar futuros problemas vinculados con la sostenibilidad de las deudas públicas.

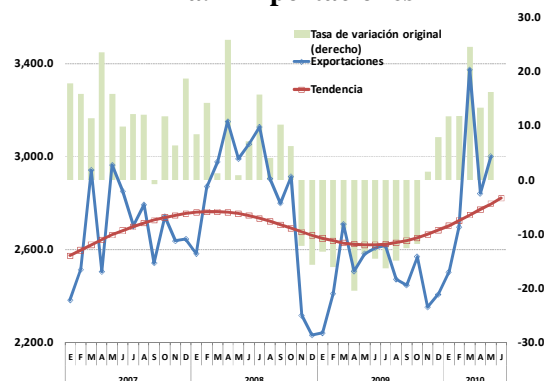
### III. Favorable Evolución del Comercio Exterior y las Remesas

La evolución del comercio exterior en la primera mitad de 2010 ha sido favorable. Las exportaciones recuperaron los niveles de pre-crisis en torno a US \$3,000 millones mensuales y se encuentran creciendo a tasas por arriba del 10% (Gráfico 10). Como

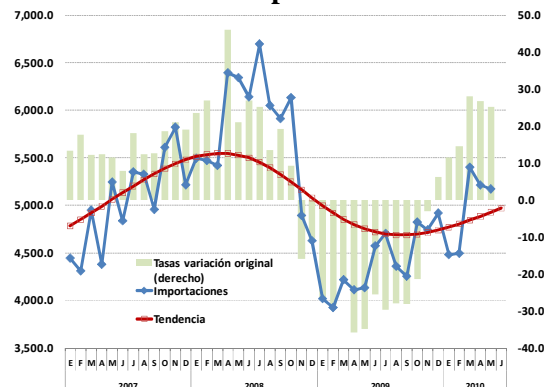
indicador de demanda externa, reflejaron el dinamismo mostrado en el comercio mundial y la recuperación en las economías que son destino de las exportaciones regionales. Hasta el momento, los signos de desaceleración no han sido evidentes en la información de comercio exterior.

**Gráfico 10. CADR: Exportaciones, Importaciones y Balanza de Bienes. Millones de US \$ y tasas de variación anual (2007:01 – 2010:06)**

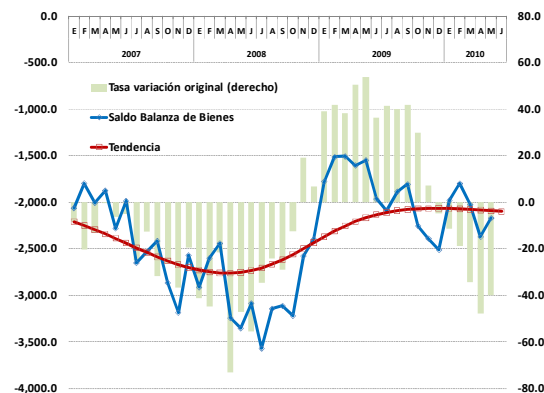
#### a. Exportaciones



#### b. Importaciones



#### c. Saldo Balanza de Bienes



Fuente: SECMCA, SIMAFIR.

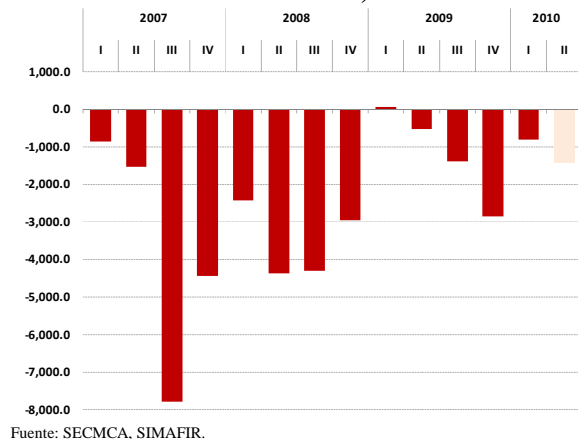


Las importaciones por su parte, aun cuando han mostrado un buen dinamismo, no alcanzan los niveles de pre-crisis que llegaron a ser de hasta US \$6,500 millones. Sin embargo, hay que tomar en cuenta que dicho nivel en 2008 estuvo directamente influenciado por la factura petrolera y los fuertes aumentos de los precios de materias primas de origen agrícola. Las tasas de crecimiento de las importaciones han sido superiores al 20% y los niveles superaron los US \$5,000 millones mensuales (Gráfico 10). El saldo negativo de la balanza de bienes se ubicó en torno a los US \$2,250 millones mensuales. Dicha balanza se ha deteriorado a lo largo de 2010 –con tasas interanuales que han superado el 40% negativo–.

#### IV. Evolución Reciente de la Cuenta Corriente y su Financiamiento

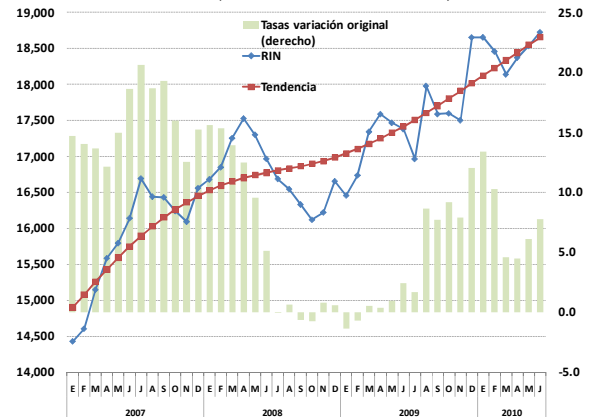
El saldo de la cuenta corriente fue negativo en el primer trimestre de 2010 en torno a US \$800 millones. Con base en la información hasta mayo y tomando en consideración el comportamiento estacional de sus principales determinantes, el saldo en cuenta corriente se espera, para el segundo trimestre, igualmente deficitario rondando los US \$1,500 millones; lo que sería equivalente a un deterioro de US \$900 millones respecto del saldo en igual trimestre de 2009 (Gráfico 11).

**Gráfico 11. CADR: Cuenta Corriente. Balanza de Pagos. Millones de US \$ (2007:TI – 2010:TII)**



Dicho déficit se ha financiado por flujos con destino al sector público, por inversión extranjera directa –en menor medida– y por corrientes de capital no registrados (errores y omisiones). No existe evidencia de flujos de capital de corto plazo significativos, así como de operaciones de residentes con bancos no domiciliados. El financiamiento del déficit en cuenta corriente ha sido superavitario, lo que quedó demostrado con el aumento en las Reservas Internacionales Netas en poder de los Bancos Centrales. Dicho monto ascendió a US \$18,726 millones en junio de 2010 (US \$17,378 millones en junio de 2009) lo que significó un incremento interanual de 7.8% (Gráfico 12).

**Gráfico 12. CADR: Reservas Internacionales Netas. Millones de US \$ y tasas de variación anual (2007:01 – 2010:06)**

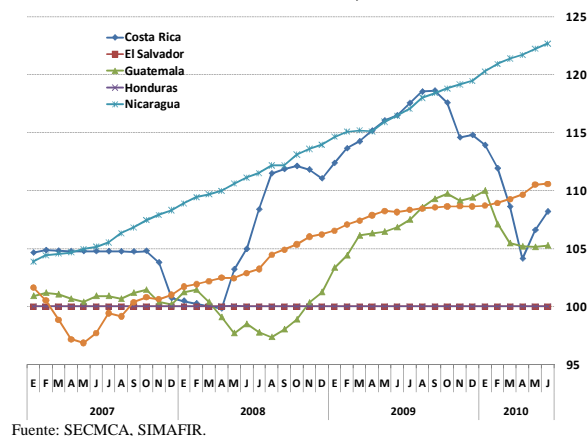


#### V. Volatilidad de los Tipos de Cambio Nominal y Real

Respecto de los tipos de cambio nominales, como se sabe, dos de las economías de la región mantienen anclado el tipo de cambio a un valor fijo, en tanto un país utiliza un régimen de deslizamiento diario y el resto ha optado por algún grado de flotación (administrada). Con relación a este último grupo, se ha observado que en lo que va de 2010, se ha incrementado notablemente su

volatilidad (Gráfico 13). En los primeros meses se observó una importante apreciación en dos de los tres países, mientras que en los últimos meses de análisis, sólo un país mostró una depreciación notable. En términos generales, no se pudo vincular dicha volatilidad con alguno de sus fundamentales de origen externo ni financiero.

**Gráfico 13. CADR: Índices de Tipo de Cambio Nominal. Base Dic./05=100. (2007:01 – 2010:06)**

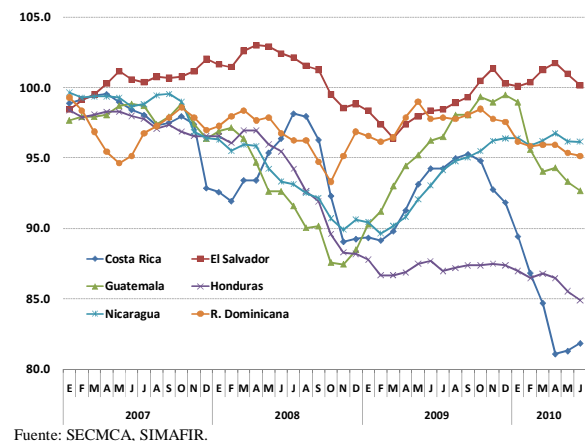


En lo concerniente al tipo de cambio real, se ha estado en un proceso de apreciaciones importantes en los primeros meses de 2010. Para mediados de este año tres de los seis países se ubicaron dentro de la banda sugerida por el CMCA como deseable para la convergencia macroeconómica (95 – 105). El resto de los países se ubicó por debajo del límite inferior de la banda, lo que equivale a una apreciación en términos reales, y que con relación a los criterios de convergencia definidos por el CMCA, va en contra de las exportaciones e incentiva las importaciones (Gráfico 14).

Los desalineamientos del tipo de cambio real respecto de sus valores de equilibrio, son consecuencia de distorsiones en los mercados internos y rigideces en la definición de macroprecios, como los que

pudieran ocurrir en el mercado cambiario y en los mercados de bienes y servicios al consumidor.

**Gráfico 14. CADR: Índices de Tipo de Cambio Real Global. Base Dic./05=100. (2007:01 – 2010:06)**

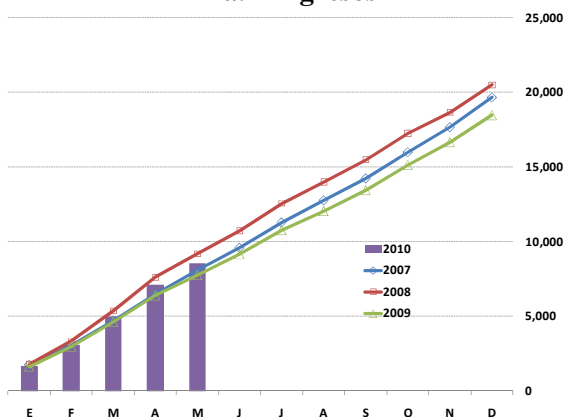


## VI. Comportamiento Mixto en las Finanzas Públicas

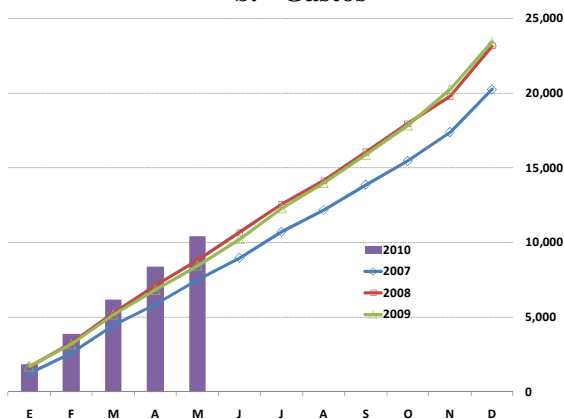
Los ingresos fiscales han aumentado lo cual es una buena señal que demuestra la recuperación de la evolución de la actividad productiva, y que favorece la salud de las finanzas públicas. En efecto, los ingresos fiscales están a la fecha, por arriba de los niveles alcanzados en 2009, pero sin superar los obtenidos en 2008 (Gráfico 15). La evolución de los gastos responde a la política de estímulos orientada a contrarrestar los efectos adversos sobre los grupos de población más vulnerables, así como para recuperar el ritmo de crecimiento económico de pre-crisis. El monto de los gastos ha aumentado considerablemente respecto de los niveles observados en iguales meses de los años anteriores (Gráfico 15). El aumento que han tenido los gastos ha superado el de los ingresos, lo que explica el fuerte incremento observado en el déficit fiscal.

**Gráfico 15. CADR: Ingresos, Gastos y Déficit Fiscal. Millones de US \$ (acumulados) (2007:01 – 2010:05)**

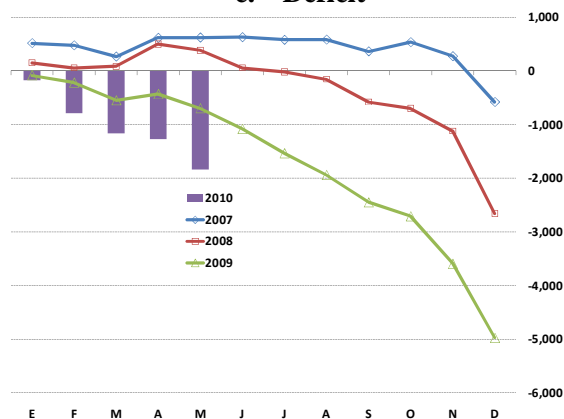
**a. Ingresos**



**b. Gastos**



**c. Déficit**



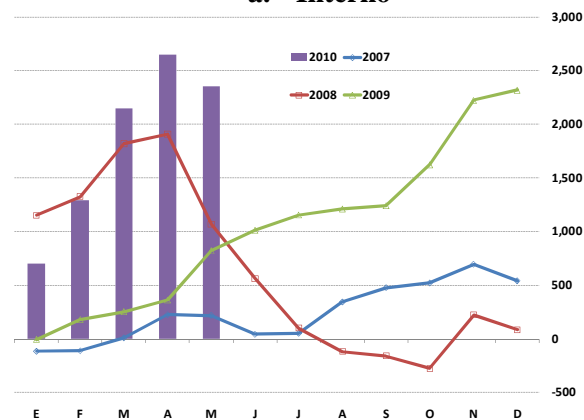
Fuente: SECMA, SIMAFIR.

La información sobre financiamiento del déficit fiscal se obtuvo del Sistema de Información Macroeconómica y Financiera (SIMAFIR). Los flujos de financiamiento

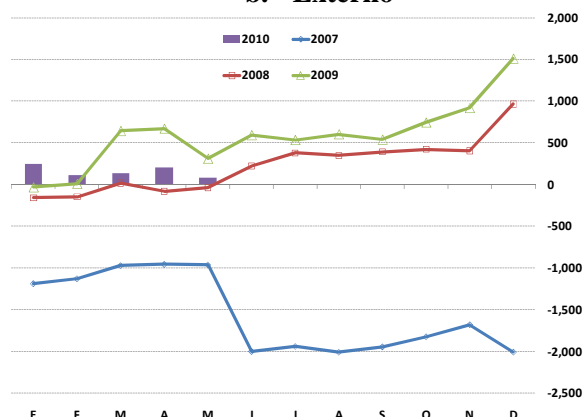
neto se obtuvieron a partir de la variación mensual de la deuda pública, tanto interna como externa. El Gráfico 16 muestra los flujos de financiamiento neto acumulados mensualmente. Así, el financiamiento interno neto acumulado a mayo de 2010 se ubicaba por arriba de los US \$2,300 millones; en tanto que el financiamiento externo neto se colocaba alrededor de US \$80 millones acumulados a mayo de 2010. Esto implica que la mayor parte del financiamiento del déficit del sector público, está siendo otorgado por sectores institucionales residentes.

**Gráfico 16. CADR: Financiamiento Interno y Externo. Millones de US \$ (flujos acumulados). (2007:01 – 2010:05)**

**a. Interno**



**b. Externo**



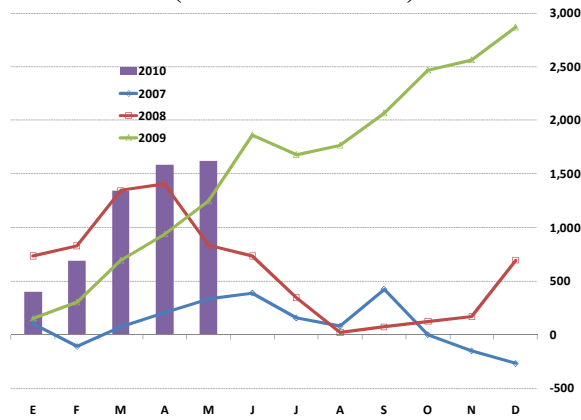
Fuente: SECMA, SIMAFIR.

¿Quiénes son los acreedores residentes del sector público? Para contestar esta pregunta, se recurre a las estadísticas monetarias y financieras armonizadas que recopil



información del crédito otorgado por las otras sociedades de depósito al sector público clasificado por sectores y subsectores institucionales. Para obtener los flujos de crédito destinados al sector público, se obtuvo la variación mensual acumulada con destino a dicho sector. De acuerdo con el Gráfico 17, el flujo de crédito acumulado en 2010 superaba los US \$1,600 millones, que representan el 70% de las necesidades totales de financiamiento del sector público (US \$2,300 millones. Véase Gráfico 16). Por tanto, los bancos, cooperativas, asociaciones y demás captadoras de depósitos son las que en forma mayoritaria están financiando internamente el déficit financiero del sector público.

**Gráfico 17. CADR: Crédito de las Otras Sociedades de Depósito al Sector Público. Millones de US \$ (flujos acumulados) (2007:01 – 2010:05)**

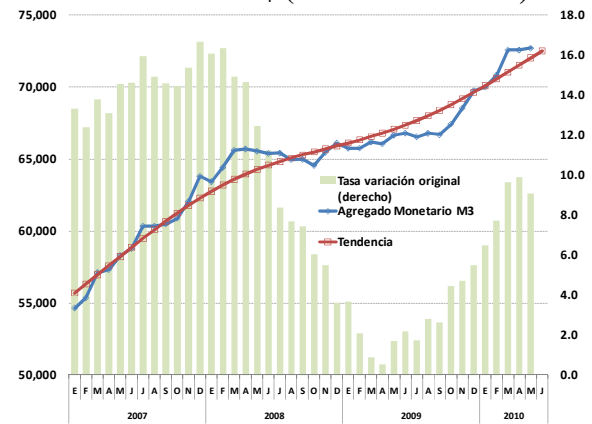


Fuente: SECMCA, SIMAFIR y EMFAs.

## VII. Buen ritmo de evolución de los agregados monetarios y de crédito

El agregado monetario M3 que constituye la definición más amplia de dinero mantuvo un buen ritmo de evolución, mismo que fue consistente con las señales de recuperación de la actividad económica. De esa forma, los agregados monetarios se mantuvieron creciendo a tasas entre 8% y 10% (Gráfico 18).

**Gráfico 18. CADR: Agregado Monetario M3. Millones de US \$ (2007:01 – 2010:05)**



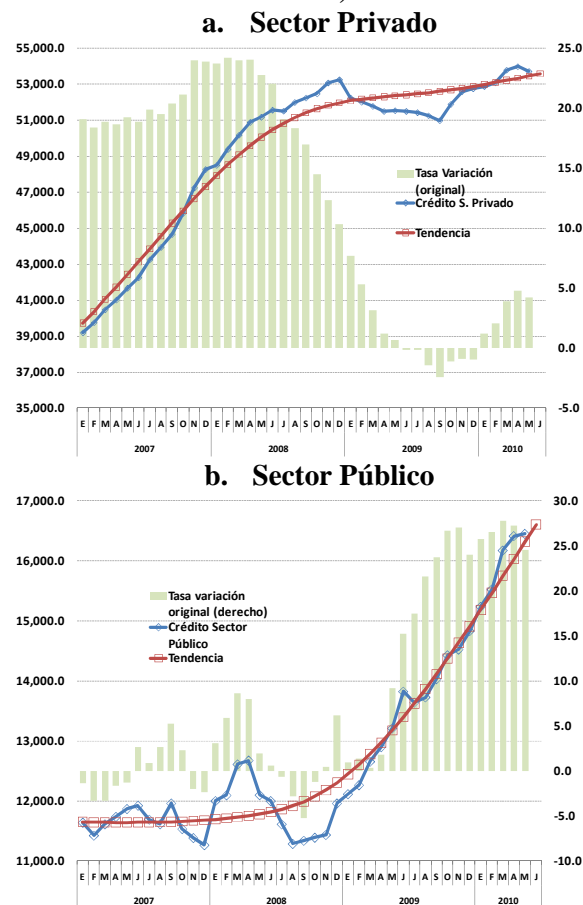
Fuente: SECMCA, SIMAFIR y EMFAs.

Por su parte, los agregados de crédito diferenciados en crédito al sector privado y público mostraron una evolución dispar. En tanto el crédito al sector privado todavía no ha recuperado el dinamismo que alcanzó previo a la crisis, el crédito al sector público se mantuvo creciendo fuertemente.

La lenta evolución del crédito al sector privado se ha explicado por los siguientes factores: En primer lugar, la política de las instituciones financieras de cuidar la salud de sus finanzas, ha conducido a que sean mucho más restrictivas con sus clientes. En segundo lugar, y vinculado con el anterior, las instituciones financieras han utilizado las tasas de interés para ejecutar esa restricción. Con las tasas de interés han señalado el tipo de cliente que requieren y han racionado consecuentemente los recursos disponibles.

En efecto, la evolución del crédito al sector privado, si bien logró tasas positivas en lo que va de 2010, no superaron el techo de 5% (Gráfico 19). Por el contrario, el crédito al sector público que había tenido un comportamiento errático antes de la crisis, en el período de crisis y postcrisis ha registrado tasas de variación que han superado el 25%, lo cual, como se demostró, ha sido consecuencia de las necesidades de financiamiento del sector público.

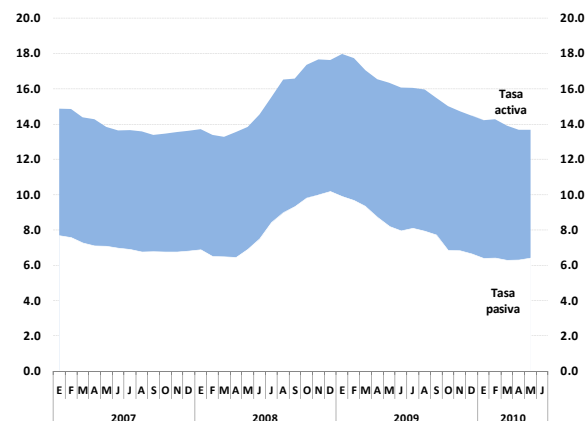
**Gráfico 19. CADR: Crédito al Sector Privado y Público. Millones de US \$ (2007:01 – 2010:06)**



Fuente: SECMA, SIMAFIR y EMFAs.

Las tasas de interés, por su parte, alcanzaron niveles máximos entre finales de 2008 y principios de 2009, habiendo mostrado desde entonces una disminución suave que se corresponde con las disminuciones en las tasas de interés internacionales. Esta evolución ocurre no obstante, la banca comercial está en manos de importantes conglomerados financieros internacionales. Igualmente, el margen de intermediación disminuyó desde un máximo de 8 puntos porcentuales de enero de 2009 a niveles de 7.3 puntos en junio de 2010 (Gráfico 20).

**Gráfico 20. CADR: Tasas de Interés Activa, Pasiva y Diferencial (2007:01 – 2010:05)**



Fuente: SECMA, SIMAFIR.

A manera de síntesis, la desaceleración de la inflación regional en el segundo trimestre de 2010 hace factible el logro de la meta de inflación por parte de los Bancos Centrales para finales de año (entre 4.2% y 5.6%). Las perspectivas de crecimiento económico regional para finales de 2010 se estiman en 3.5%. El buen desempeño de los indicadores de actividad económica, podrían verse mermados por las perspectivas de menor crecimiento económico en los principales socios comerciales extrarregionales, en particular, de los Estados Unidos. A pesar del deterioro en la cuenta corriente, siguen ingresando flujos de capitales que han mantenido apreciadas las monedas nacionales, principalmente en términos reales. La deuda pública ha aumentado como resultado del incremento en los déficits fiscales. El financiamiento ha sido otorgado, en su mayor parte, por sectores institucionales residentes, siendo su principal acreedor, el sector de las otras sociedades de depósito (OSD). Al dinamismo del crédito al sector público, se contrapone el racionamiento de crédito al sector privado por parte de las OSD. Las tasas de interés se han desacelerado pero se mantienen en niveles altos, lo que también es evidente con el diferencial entre las tasas activas y pasivas.