



# CARD: Los dilemas de política económica ante el reto de seguir creciendo

**Informe de Coyuntura**

**Primer Semestre, 2017**

**Secretaría Ejecutiva del**

**Consejo Monetario Centroamericano**

**Agosto, 2017**



# **Informe de Coyuntura Regional CARD**

## **Primer Semestre**

### **2017**

## ***Los dilemas de política económica ante el reto de seguir creciendo.***

Aunque la economía de la región sigue avanzando con buen ritmo en un entorno internacional cargado de incertidumbre y una mezcla de buenas y malas noticias, algunos de sus motores de crecimiento comienzan a recalentarse y a perder revoluciones, poniendo a las autoridades económicas en medio de opciones de política no siempre agradables. Para algunos de los países de la región, ha llegado la hora de tomar decisiones postergadas por largo tiempo, para no poner en situación vulnerable la valiosa estabilidad macroeconómica lograda en la última década.<sup>1</sup>

### **1. Economía Internacional**

***Aunque todavía débil, el crecimiento económico mundial muestra alguna tendencia hacia la consolidación.***

La economía global continuó fortaleciéndose de manera gradual a lo largo del primer semestre de 2017, en un entorno caracterizado por una reactivación de la actividad manufacturera, los volúmenes de comercio y aumento de confianza de los agentes económicos; apoyados en unas condiciones financieras todavía favorables. Las revisiones realizadas a las proyecciones por las principales agencias internacionales durante este período no mostraron ajustes a la baja, al menos en lo que a las perspectivas de crecimiento mundial se refiere.

No obstante, se mantienen altos niveles de incertidumbre asociados a la falta de claridad en cuanto a la ejecución de políticas que apoyen la modesta recuperación que se observa y la amenaza latente del resurgimiento de prácticas proteccionistas por parte de algunas economías avanzadas, eventuales políticas migratorias en detrimento de la movilidad laboral y tensiones geopolíticas. En los principales socios comerciales de la región CARD, los Estados Unidos de América (EE.UU.) y la Zona Euro, se han estabilizado las tasas de crecimiento del PIB trimestral en alrededor de 2% (en promedio) durante el primer semestre de 2017.

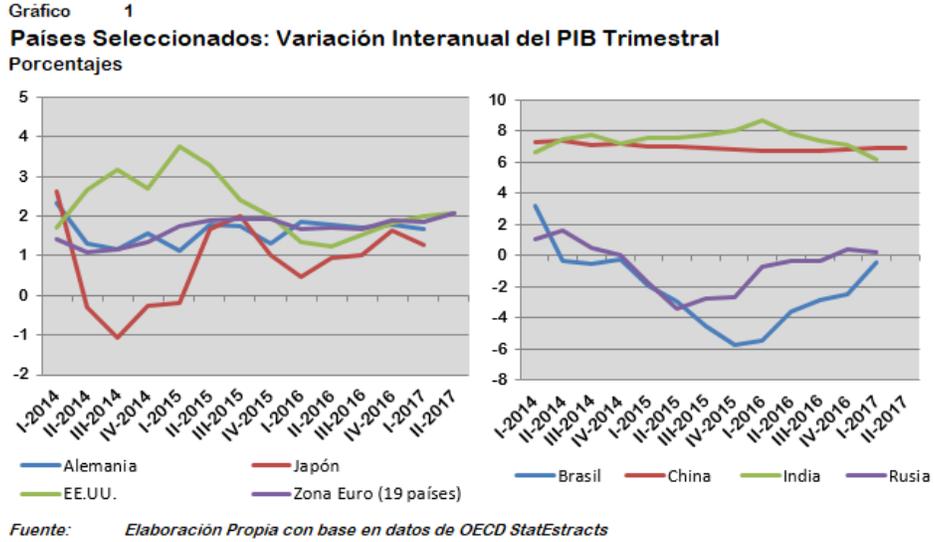
---

<sup>1</sup> Este informe se elaboró con la información disponible al 11 de agosto, 2017.

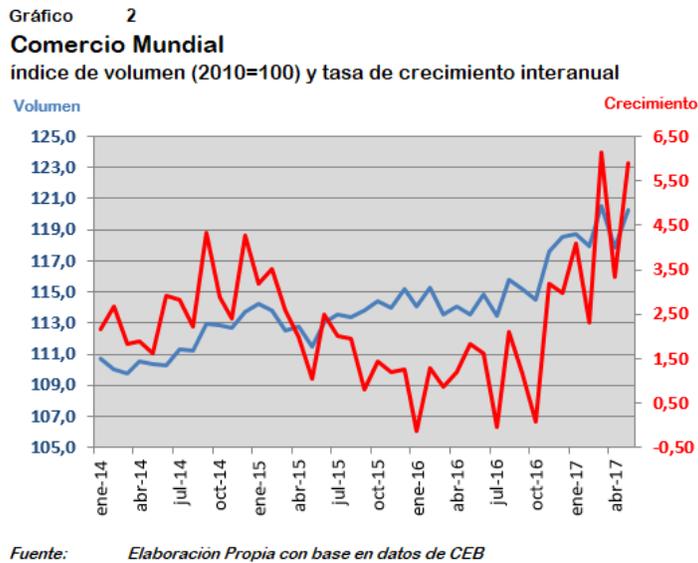
En los EE.UU., la tasa de interés de la FED se ajustó por tercera vez en un lapso de siete meses, bajo la argumentación de que el mercado laboral ha continuado fortaleciéndose y que la actividad económica se ha incrementado ligeramente a lo largo del año. Aunque moderada, la creación de nuevos empleos se ha mantenido sólida desde comienzos de 2017, con lo cual se ha reducido el paro de forma progresiva. El gasto de las familias se ha recuperado en los meses recientes y la inversión en capital fijo de las empresas continuó expandiéndose. A pesar de lo anterior, tanto el Banco Mundial como el FMI volvieron a ajustar levemente hacia la baja la tasa de crecimiento esperada para finales del presente año en los EE.UU. en sus revisiones del *Global Economic Prospects* (junio) y el *World Economic Outlook* (julio), fundamentados principalmente en el supuesto de que la política fiscal será menos expansiva de lo que se había estimado previamente.

Por su parte, la Unión Europea probablemente consiga su quinto año de crecimiento consecutivo en 2017. En el segundo trimestre del año alcanzó una tasa de crecimiento superior al 2%, situación que no se observaba desde el primer trimestre de 2011. A pesar del modesto dinamismo, la actividad económica ha logrado consolidarse mediante el apoyo de políticas macroeconómicas coherentes, un mercado laboral en recuperación, el mejor desempeño del comercio mundial y un euro relativamente depreciado, entre otras circunstancias. En este contexto, Alemania registró cinco trimestres consecutivos con crecimiento por encima del 1.5% al cierre de marzo de 2017.

Entre tanto en Asia, la sombra del crecimiento negativo parece haberse alejado de Japón (tercera economía mundial), mientras que en sus principales economías emergentes se vieron menos afectadas por la evolución de los precios de las materias primas en general y (con excepción de India) han mostrado algún grado de aceleración en la actividad económica. Brasil y Rusia podrían estar saliendo de la recesión durante el segundo semestre del año; mientras que en China las reformas promovidas en su sistema financiero, así como medidas de estímulo fiscal y monetario, han contribuido a estabilizar la tasa de crecimiento en casi un 7%, ligeramente por encima de la meta planteada para el año, que es de un 6.5% (Ver gráfico 1).



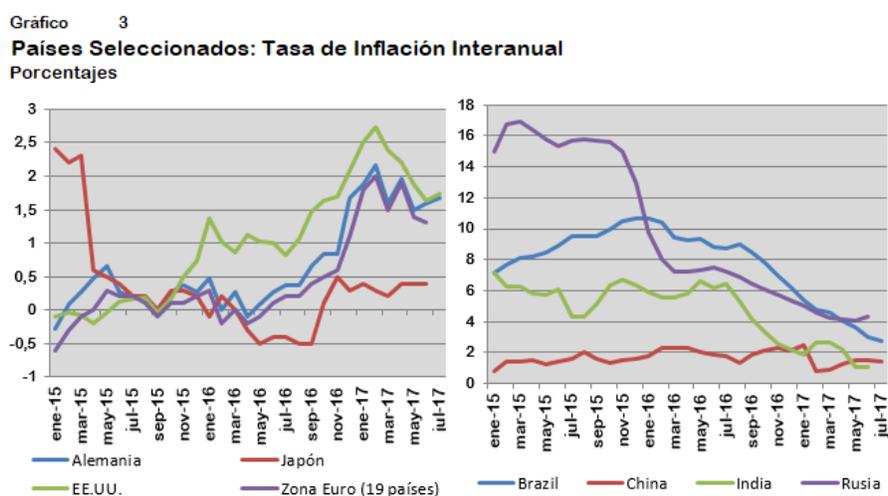
Las mejores condiciones observadas en la economía mundial se reflejan tanto en la recuperación de los volúmenes, como en el crecimiento del valor en dólares del comercio internacional. Durante los primeros meses de 2017, el crecimiento promedio interanual del intercambio comercial mundial alcanzó 4.4%, tasa que no se observaba desde el primer semestre de 2011. De acuerdo con la Organización Mundial del Comercio, esta tendencia se estaría fortaleciendo durante el tercer trimestre del año, impulsada principalmente por la recuperación que muestran algunos indicadores relacionados con la colocación de nuevas órdenes de productos de exportación y el nivel de la actividad de transporte aéreo y marítimo, entre otros.



Por su parte, la inflación ha mostrado un comportamiento inesperado en las diferentes regiones del mundo, especialmente en las economías desarrolladas pues ha tendido a

desacelerarse hasta niveles más cercanos al 1.5% en promedio para este grupo de países, contrario a lo esperado, que era un incremento de precios que convergiera con los niveles objetivo del 2% establecidos por los principales bancos centrales como la FED y el BCE.

Asimismo, la inflación de los países emergentes ha mantenido la tendencia a disminuir durante los primeros siete meses del año, alcanzando niveles históricamente bajos, lo cual llama la atención dado el desvanecimiento del efecto deflacionario que había generado la disminución del precio mundial del petróleo y sus derivados durante 2016 y las presiones observadas hacia la depreciación de las monedas de estas economías. En particular, el mes de febrero de 2017 marcó el momento en que la tasa de inflación interanual del conjunto de países que integran el grupo BRIC se ubicó por debajo de 5% (Ver gráfico 3).



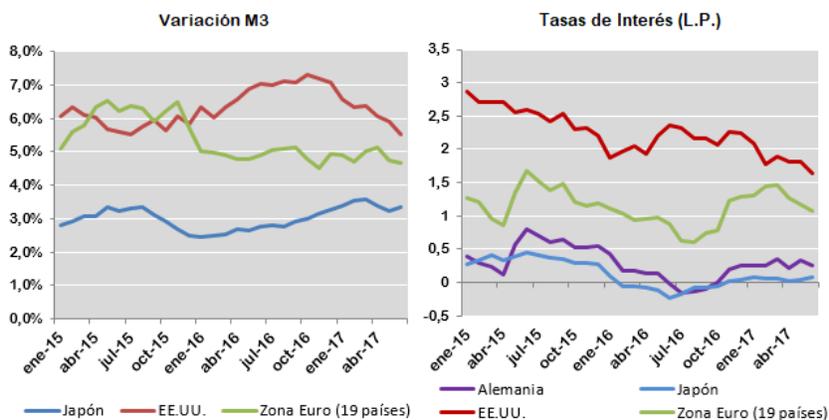
Fuente: *Elaboración Propia con base en datos de OECD StatExtracts*

Las condiciones monetarias continúan manteniéndose laxas en la economía global. No obstante, junto al aumento de su tasa de interés de referencia, la Reserva Federal considera que es el momento de empezar a reducir su balance, con el retiro gradual de las inyecciones de liquidez que realizó durante la crisis para rebajar las tasas de interés de largo plazo en el mercado. El Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) espera iniciar el programa de normalización de su balance este año, siempre que la economía evolucione dentro de lo previsto. Las acciones implicarían dejar de reinvertir los vencimientos de los bonos que tiene en su cartera, de modo que irá reduciendo lentamente sus activos que desde finales de 2014 ascienden a 4,5 billones<sup>2</sup> de dólares. Estas acciones y anuncios han implicado que el M3 den los EE.UU. denote una desaceleración en su tasa de crecimiento.

<sup>2</sup> Un billón es igual a un millón de millones.

Gráfico 4

**Países Seleccionados: Condiciones Monetarias**  
Tasas de crecimiento y Porcentajes



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

Por su parte, el Banco Central Europeo mantuvo su tasa de interés para las operaciones de refinanciamiento en 0% (y el corredor para facilidades de crédito entre -0.4% y 0.25%) y aseguró que mantendría el ritmo neto de compra de activos financieros en €60,000 millones por mes hasta finales del presente año, con posibilidades de extender el plazo si fuera necesario hasta que la inflación observada converja con la meta.

A diferencia del año anterior, las tasas de interés nominales de largo plazo se han mantenido en el terreno positivo. Desde el punto de vista de una política monetaria ortodoxa, esta situación le otorga grados de libertad a los bancos centrales en caso de que se requiera un apoyo adicional para estimular la demanda global. Sin embargo, el hecho de la inflación se mantenga con tendencia hacia la baja iría reduciendo paulatinamente ese pequeño margen de acción que se había ganado en el segundo semestre de 2016 y que habría justificado un tono de política monetaria menos flexible en algunos países.

En síntesis, la coyuntura económica global vigente es más favorable para la región CARD con perspectivas de desempeño más prometedoras que las observadas un año atrás. No obstante, ese equilibrio es todavía frágil y susceptible de verse afectado por otros factores, incluso de carácter geopolítico, tales como el resurgimiento del discurso proteccionista y antiglobalización, la incertidumbre que todavía prevalece en relación con la política fiscal y migratoria de los EE.UU. y la tensión militar al alza en algunas regiones del globo, por citar algunos de ellos.

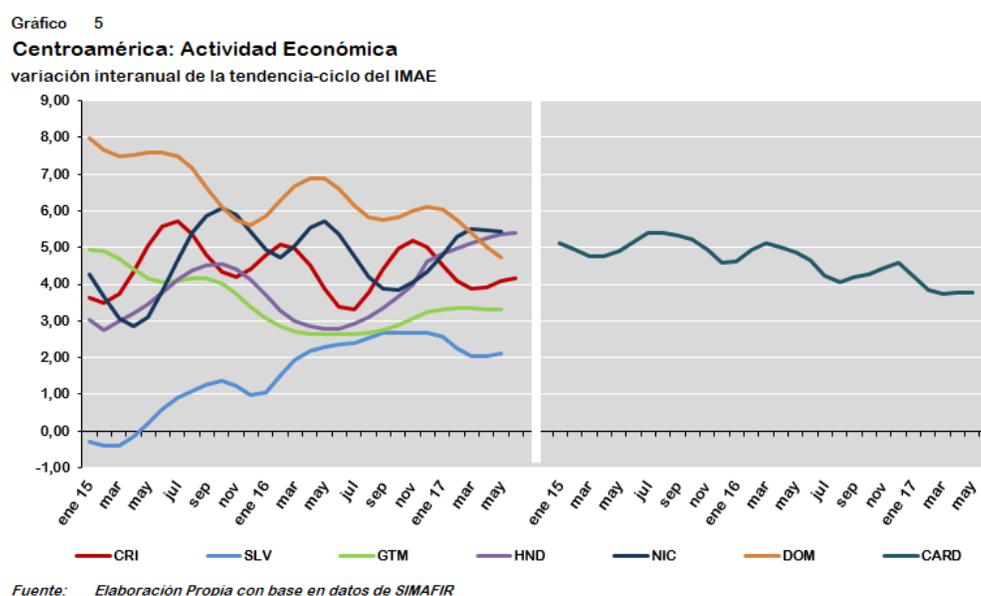
## 2. La economía Centroamericana<sup>3</sup>

### 2.1 Actividad Económica

**La actividad económica de la región continúa con un desempeño favorable, comparada con el resto del mundo, con tasas de crecimiento más homogéneas entre países, pero a niveles promedio más bajos que hace 12 meses.**

En lo que va del año 2017 (con datos a mayo), el crecimiento económico de la región ha sostenido una tasa promedio (en tendencia ciclo) de 3.9%, lo que refleja una leve desaceleración en relación con el mismo período del año anterior (4.2% promedio a mayo, 2016).

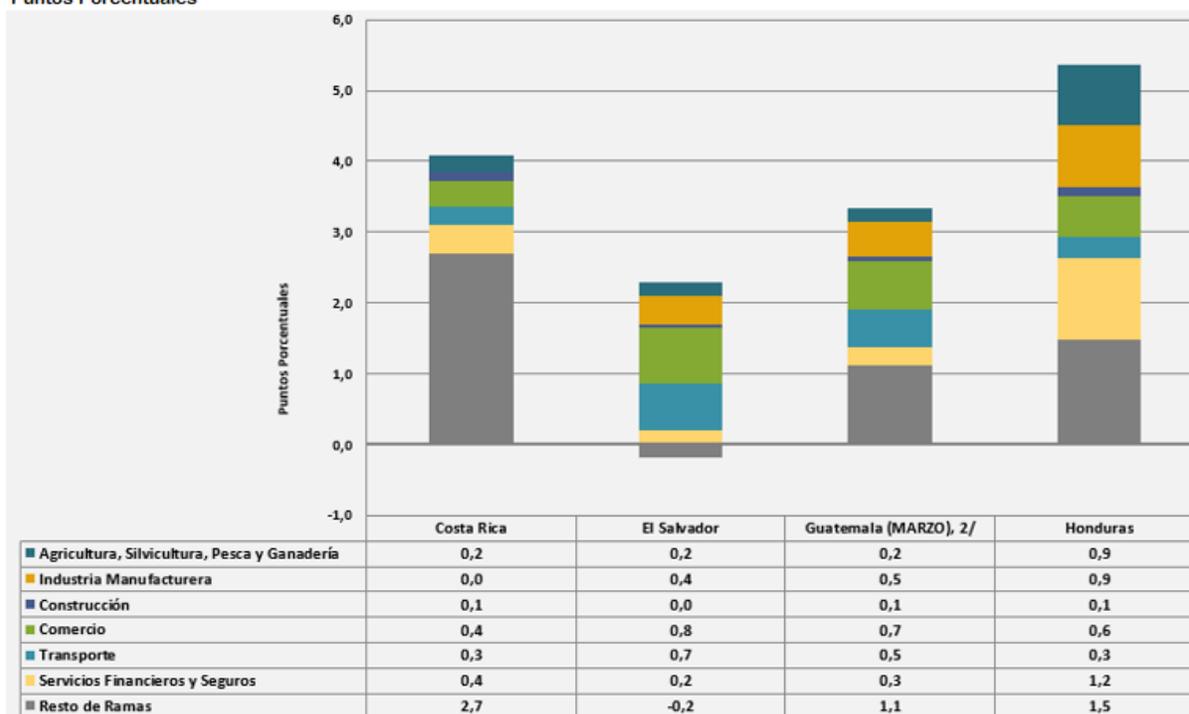
Aún y cuando prevalece el comportamiento disímil a nivel de países, la dispersión en la tasa de crecimiento interanual del IMAE se ha reducido en relación con la observada en años previos. En esta oportunidad el rango se ubica entre 2.1% en El Salvador y 5.5% para Nicaragua, que pasó a ser la economía más dinámica de la región. En esta coyuntura es importante destacar el desempeño que ha tenido Honduras, que en el último año prácticamente duplicó su crecimiento (5.4% en comparación con 2.8%, con datos a junio). Por su parte, la República Dominicana ha mostrado una desaceleración del indicador en el mismo período, para colocarse en niveles más congruentes con su crecimiento potencial. Mientras tanto Costa Rica, El Salvador y Guatemala muestran un desempeño comparable con el promedio del último año (Ver gráfico 5).



<sup>3</sup> Se refiere a Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y República Dominicana, cuyos bancos centrales forman parte del Consejo Monetario Centroamericano.

Al analizar la contribución por actividades a la variación interanual del IMAE, el patrón resultó un tanto diferente al observado durante el año anterior. En comparación con las cifras interanuales de mayo, 2016 en esta oportunidad los servicios financieros y de seguros tuvieron un aporte menos significativo, especialmente en Costa Rica y Guatemala. La industria manufacturera perdió relevancia sobre todo en Costa Rica, aunque incrementó su participación en el caso de Honduras. Las actividades de transporte y comercio también contribuyeron en menor medida en Costa Rica y El Salvador. Por su parte, la agricultura incrementó moderadamente su aporte relativo en todos los países, sobresaliendo de nuevo el caso de Honduras. A diferencia de lo que ocurre en el resto de la región, las otras ramas de actividad, aportaron un notable impulso a la actividad económica, con la excepción de El Salvador (Ver gráfico 6).

Gráfico 6  
Contribución de las Ramas de Actividad a la Variación Interanual del IMAE en Algunos Países de la Región  
Puntos Porcentuales



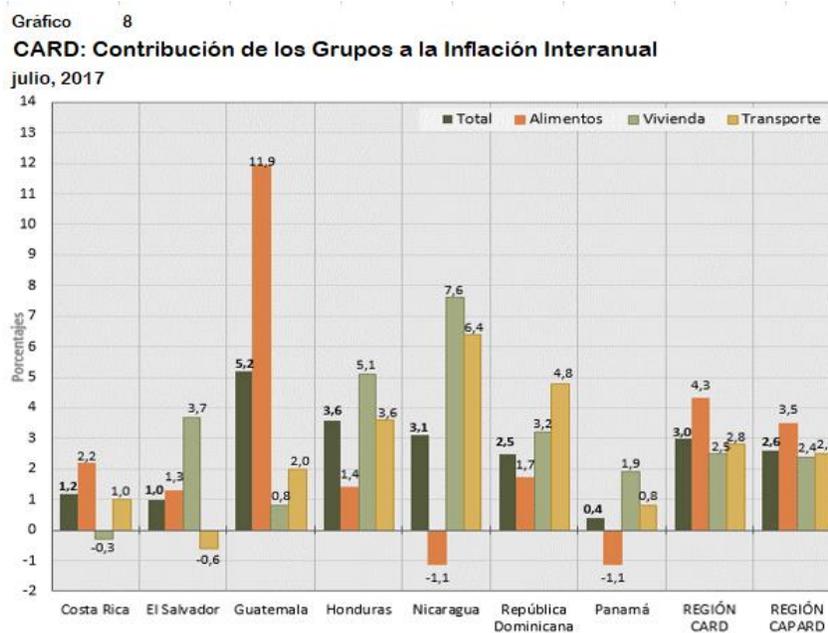
Fuente: *SECMCA. Reporte Mensual de Actividad Económica. Mayo, 2017.*

## 2.2 Inflación

***La inflación regional mantuvo niveles bajos al cierre del primer semestre de 2017, pero con una tendencia a la aceleración moderada.***

La variación interanual promedio del IPC en la región en julio de 2017 fue de 3.0% (2.5% en julio de 2016), manteniendo la tendencia a la aceleración en la inflación que se inició desde

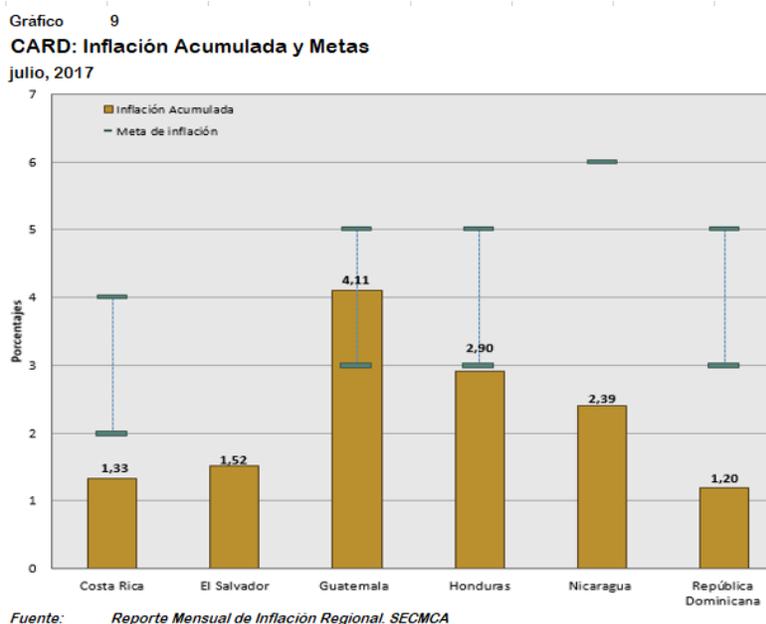




Fuente: Reporte Mensual de Inflación Regional. SECMCA

Producto de lo descrito, la mayoría de los países todavía mantienen un amplio margen entre la inflación acumulada y los rangos meta establecidos en sus programas monetarios. Con excepción de Guatemala, a julio de 2017 en ningún caso la inflación acumulada había alcanzado el límite inferior de los rangos citados (Ver gráfico 9).

Derivado de estas condiciones de crecimiento relativamente más bajo con algunas presiones al alza en la inflación, algunas autoridades monetarias pueden enfrentar, más pronto que tarde, el dilema de apuntalar el crecimiento con una política monetaria más relajada, con el sacrificio de ver temporalmente aumentados los niveles de inflación en sus economías; o bien, mantener la inflación controlada con una política monetaria más dura, pero a costa de menor crecimiento económico.

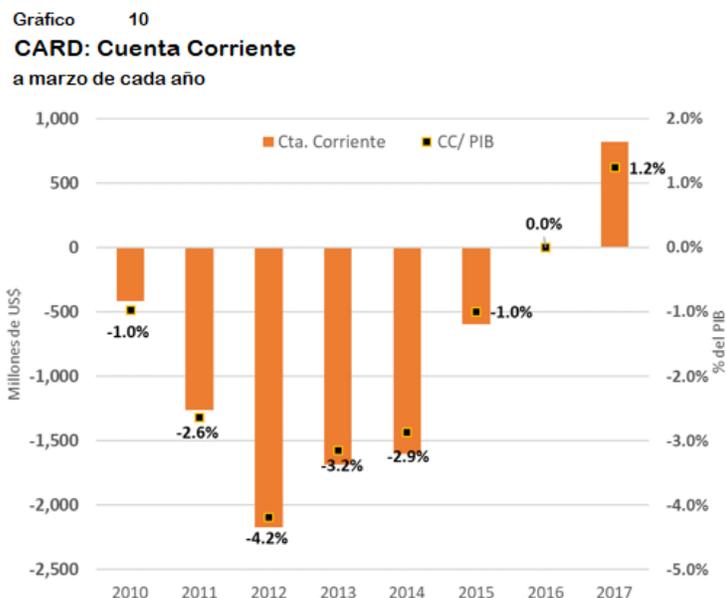


### 2.3 Sector Externo

***El mayor flujo de remesas familiares provocó que el superávit de la cuenta corriente de CARD al primer trimestre de 2017 fuese 1.2 % del PIB regional, superior al registrado en el mismo lapso del año previo.***

Durante los primeros tres meses del 2017, la región CARD registró una mejora en su posición externa al alcanzar un superávit en cuenta corriente de US\$821 millones, equivalente al 1.2% del PIB regional. Este resultado está influenciado en gran medida por los mayores ingresos de remesas familiares (transferencias personales), dado el menor desempleo latino en los EE.UU., y al alza en las exportaciones de servicios, en especial el turismo.

No obstante, Costa Rica fue el único país de la región que mantuvo un déficit de cuenta corriente durante el primer trimestre de 2017 (US\$331 millones, 1.8% del PIB), originado en gran medida por incremento de la importación de bienes (Ver Cuadro 1), que se vio impulsada por la factura petrolera.



**Cuadro 1**  
**Balanza en Cuenta Corriente**  
**en millones de US\$ y % del PIB, a marzo de cada año**

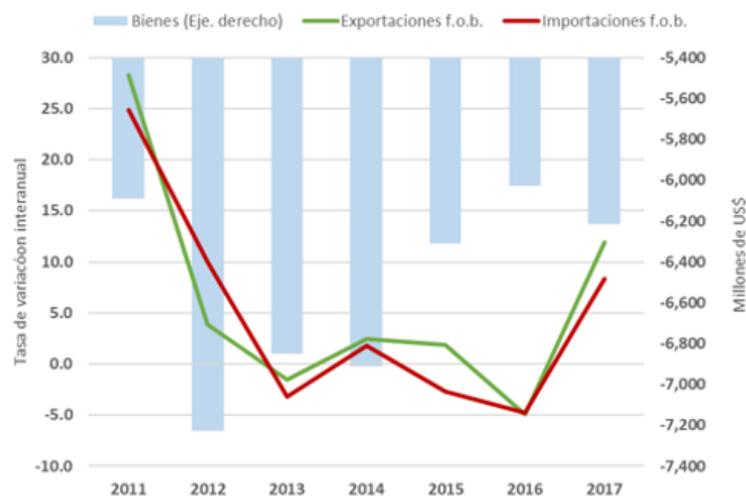
	2015		2016		2017	
	Valor	% del PIB	Valor	% del PIB	Valor	% del PIB
Costa Rica	-295	-2.2	-265	-1.8	-331	-2.3
El Salvador	-153	-2.4	-188	-2.8	6	0.1
Guatemala	196	1.3	522	3.2	592	3.3
Honduras	-223	-4.3	16	0.3	259	4.7
Nicaragua	-199	-6.5	-261	-8.1	14	0.4
Rep. Dominicana	226	1.4	386	2.2	408	2.3

*Fuente: Elaboración propia con base en Estadísticas Armonizadas del Sector Externo, SECMCA.*

A pesar de la mejora en la cuenta corriente, el balance comercial total de la región con el resto del mundo se deterioró en US\$188 millones al comparar los primeros trimestres de 2016 y 2017 (ver Gráfico 11). En el lapso comparado, las exportaciones de bienes se vieron incrementadas en US\$1,043 millones (11.9%), influenciadas por el incremento en las ventas de café, banano, cardamomos, entre otros, a efecto de alzas en los precios y los volúmenes transados. Por su parte, las importaciones éstas sufrieron un incremento de US\$1,231 millones (8.3%) con respecto al primer trimestre de 2016, principalmente consecuencia del aumento en el volumen y precio de los combustibles y lubricantes.

Gráfico 11

**CARD: Balanza de Bienes**  
a marzo de cada año



**Cuadro 2**  
**CARD: Ingresos por Turismo**  
en millones de US\$, a marzo de cada año

	2015	2016	2017	Variaciones			
				Absolutas		Relativas	
				2016/2015	2017/2016	2016/2015	2017/2016
Costa Rica	938	1,090	1,360	152	270	16.2	24.8
El Salvador	195	200	189	5	-12	2.7	-5.8
Guatemala	432	454	325	22	-129	5.0	-28.4
Honduras	193	201	210	8	9	4.0	4.6
Nicaragua	129	164	186	35	22	27.2	13.6
Rep. Dominicana	1,665	1,801	1,979	136	178	8.2	9.9
<b>CARD</b>	<b>3,124</b>	<b>3,437</b>	<b>3,695</b>	<b>313</b>	<b>258</b>	<b>10.0</b>	<b>7.5</b>

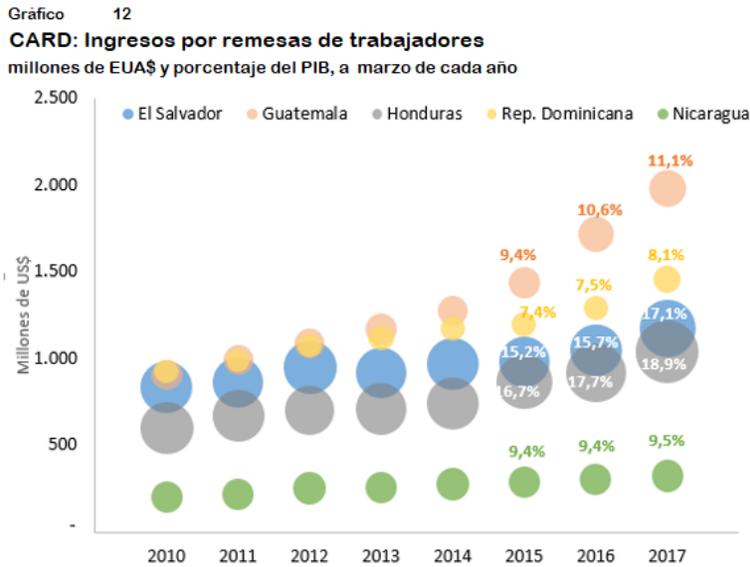
Fuente: Elaboración propia con base en Estadísticas Armonizadas del Sector Externo, SECMCA.

En contraste con la evolución comercial, la región como un todo siguió captando más ingresos producto del servicio turístico, aunque dos países (El Salvador y Guatemala) reflejaron hasta el primer trimestre de 2017 una reducción en esos flujos (Ver Cuadro 2).

En cuanto al ingreso de remesas familiares, durante el primer trimestre de 2017 la región CARD recibió US\$6,009 millones (9.1% del PIB) lo que representa un incremento del 13.3% en relación con el mismo periodo del año anterior. De este rubro, El Salvador, Guatemala y República Dominicana concentran un poco más tres cuartas partes del flujo (Ver gráfico 12). El notable incremento del flujo de remesas se ha visto asociado dos factores: caída en la tasa de desempleo hispano en los EE.UU, que a junio de 2017 registró 4.8%, es decir, un punto porcentual menos que a junio de 2016 (5.8%); el segundo factor es el carácter precautorio de los migrantes ante los anuncios del endurecimiento de las políticas

migratorias en los EE.UU. ante lo cual parecen estar enviando parte de sus ahorros a sus lugares de origen.

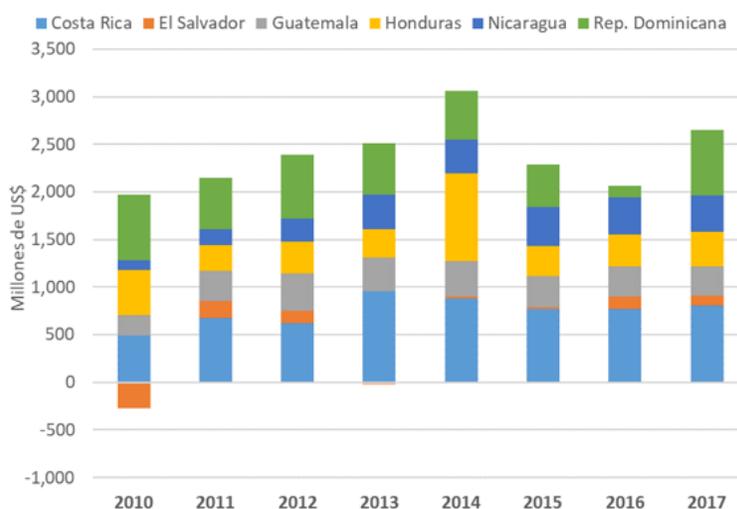
En este punto, es de recalcar que ambos fenómenos son temporales en cuanto a sus beneficios para soportar el nivel de consumo actual en la región, lo que impone el reto a las autoridades económicas de los países receptores de como anticipar el estancamiento del crecimiento de ingresos de remesas, una vez que el nivel de desempleo hispano en los EE. UU. llegue a su nivel mínimo natural y los efectos precautorios mencionados se disipen. Estos elementos tendrán efectos en el ensanchamiento de la cuenta corriente y un menor crecimiento del consumo doméstico y la actividad económica.



Entre tanto, durante el primer trimestre de 2017, los flujos de inversión extranjera directa (IED) hacia la región se incrementaron en US\$582 millones (28.2% más que en igual período de 2016), al pasar de US\$2,006 millones en el 2016 a US\$2,648 millones en 2017; manteniéndose la IED como otra de las principales fuentes de financiamiento de la cuenta corriente. Por país, sobresalen Costa Rica (US\$812 millones) y la República Dominicana (US\$688 millones) como los principales receptores de IED (Ver gráfico 13).

Gráfico 13

**CARD: Inversión Extranjera Directa en la Economía Declarante a marzo de cada año**

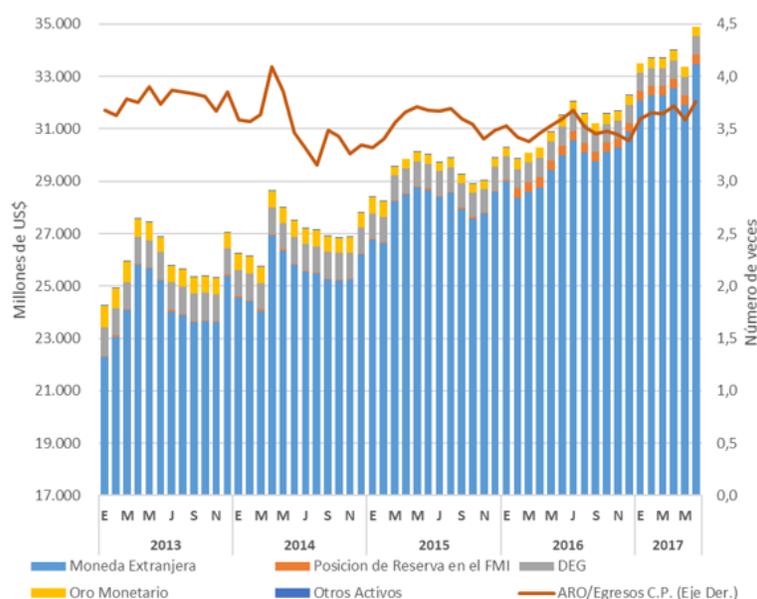


La combinación de factores señalados ha permitido que la región en su conjunto continúe acumulando activos de reservas oficiales (ARO), pero también ha sido apoyada por el incremento de pasivos externos (deuda), en su mayoría en forma de inversión extranjera directa y de títulos de deuda emitidos por los Gobiernos de los países de la región CARD.

En consecuencia, a junio de 2017, el saldo de los ARO fue de US\$34,891 millones, lo cual significó un incremento de US\$2,615 millones en relación con junio de 2016. Dicho saldo permite cubrir, en promedio, 3.8 veces del servicio de la deuda externa pública de corto plazo (doce meses) (Ver gráfico 14).

Gráfico 14

**CARD: Activos de Reserva Oficiales (ARO)**

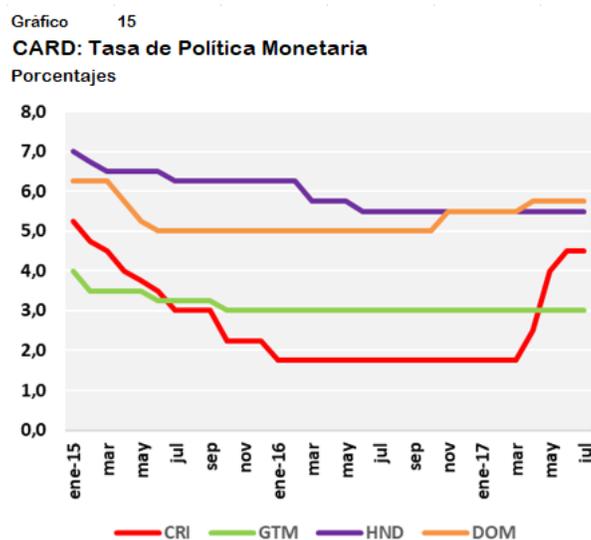


## 2.4. Condiciones Monetarias

**Las condiciones monetarias se mantuvieron con muy poca volatilidad en los primeros meses del año en la mayoría de los países.**

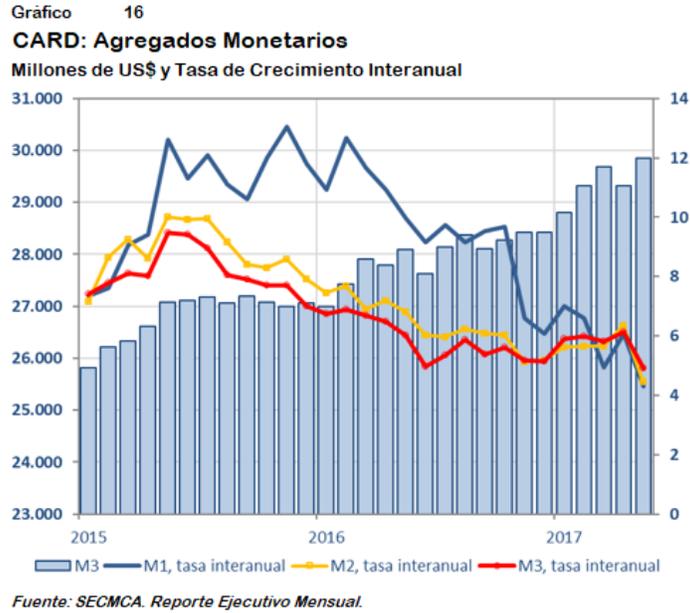
El gráfico 15 muestra el comportamiento de la tasa de política monetaria (TPM) en los países cuyos bancos centrales utilizan dicho instrumento. En el primer semestre de 2017, solamente Costa Rica y República Dominicana realizaron cambios en el indicador, con ajustes al alza de 275p.b. y 25p.b., respectivamente. El ajuste tan significativo en el caso de Costa Rica estuvo más asociado con la intención de contribuir a reducir el premio por invertir en moneda extranjera ante el proceso de depreciación del Colón observado a partir de febrero de 2017, que con la intención de contener presiones inflacionarias.

Con excepción de Guatemala, el resto de países que utilizan una TPM como instrumento ya la fijaron en un nivel por encima del techo de su rango meta para la inflación, es decir, las mantienen en valores positivos en términos reales, lo cual genera grados de libertad para futuras acciones de política monetaria, en caso de suscitarse un choque negativo de demanda.

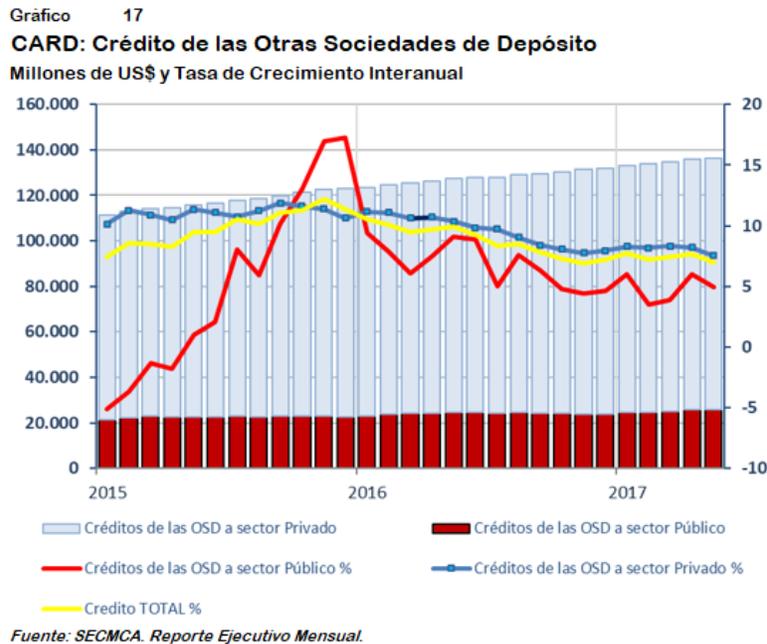


Fuente: SECMCA con base en datos de SIMAFR

La tasa de crecimiento de los agregados monetarios más amplios se mantuvo estable en la región durante la primera parte del año (datos a mayo). A pesar de la fuerte desaceleración observada en la variación interanual del M1 desde finales del año anterior, en promedio las diferentes medidas de dinero mostraron incrementos alrededor de 5.5%, lo cual parece compatible con la evolución de la actividad económica y la inflación regionales (Ver gráfico 16).



La desaceleración en el incremento del crédito total (incluye público y privado) de las Otras Sociedades de Depósito (OSD) que se observó durante la mayor parte de 2016 tendió a contenerse en los primeros meses de 2017 y se estabilizó alrededor del 7% interanual como promedio en el semestre (Ver gráfico 17). En cuanto al crédito al sector privado se refiere, en el primer semestre del año se dedicó un volumen de crédito neto superior a los Hogares e ISFLSH (US\$1,465 millones) que a las Otras Sociedades No Financieras (US\$1,087 millones).

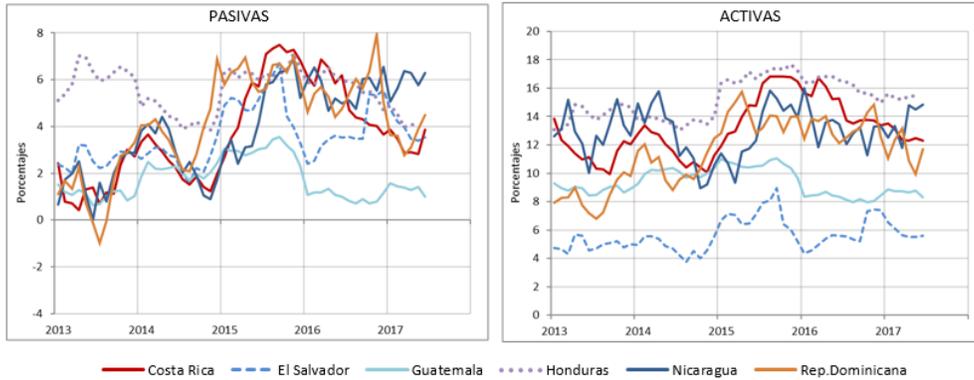


El crédito en moneda nacional resultó más dinámico (2.9%, diciembre 2016-junio 2017) que el crédito en moneda extranjera (1.2%). En cuanto a las fuentes de fondeo se refiere, el principal recurso lo constituyeron los depósitos y otros valores (50% del total) y otras fuentes de capital (21%) además de que se redujo el endeudamiento del sistema financiero con no residentes por un total de US\$1,365 millones.

A lo interno de la región continúa manteniéndose una importante dispersión en las tasas de interés. El margen de intermediación fluctúa en un rango que va desde los 2pp (en el caso de El Salvador), hasta los 11pp (en el caso de Honduras) aproximadamente. Dicho margen mostró una reversión al alza que había denotado en el primer trimestre de 2017 y alcanzó niveles similares a los observados en 2016, alrededor de 7.0%, lo que sigue siendo alto para los parámetros internacionales. (Ver gráficos 18 y 19).

Gráfico 18

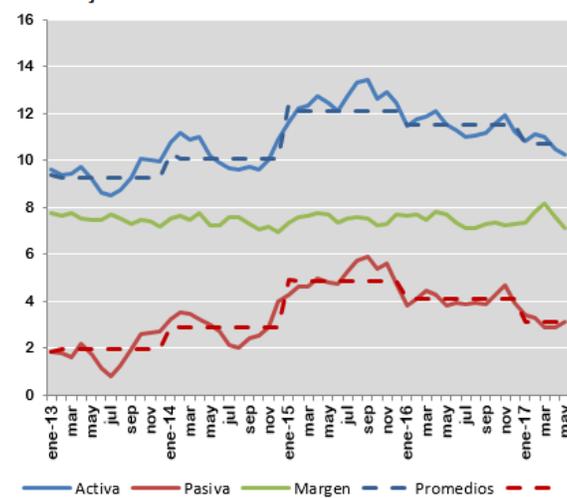
**CARD: Tasas de Interés Reales en moneda nacional**



Fuente: *SECMCA. Reporte Ejecutivo Mensual.*

Gráfico 19

**CARD: Tasas de interés reales en moneda nacional**

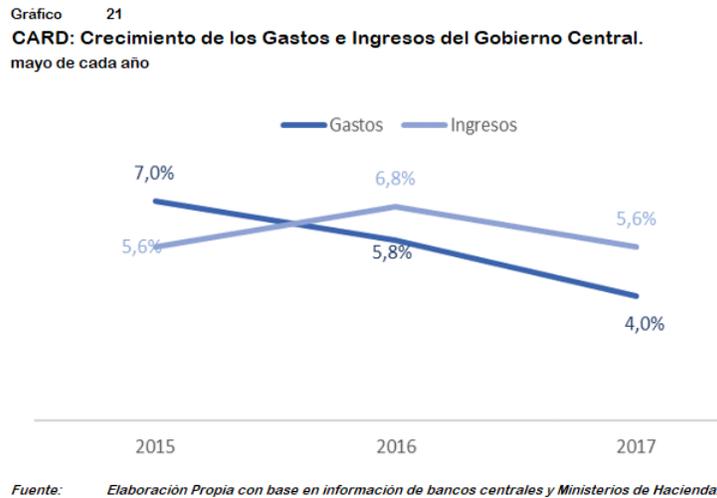
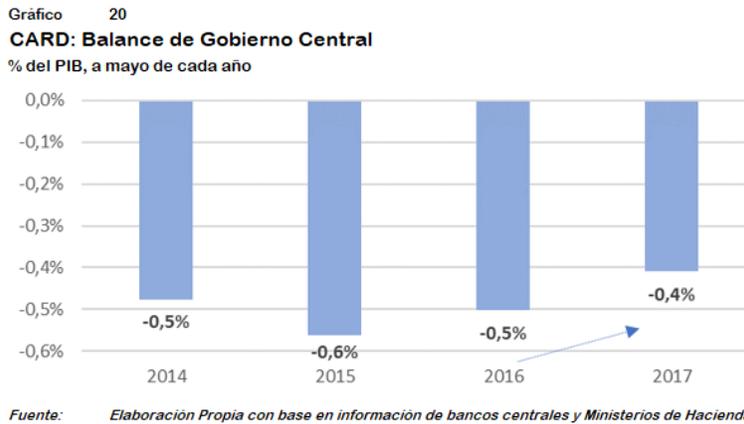


Fuente: *Elaboración Propia con base en datos de SIMAFIR*

## 2.5. Finanzas Públicas

**El objetivo de mejorar el desempeño fiscal se mantiene en la región, sin embargo, no todos los países presentan condiciones favorables y los espacios para adoptar medidas de solución se van agotando.**

La región CARD ha visto disminuir su déficit fiscal global a nivel de Gobierno Central que paso de -0.5% del PIB (USD -1,305.5 millones) en mayo de 2016 a -0.4% (USD -1,109.4 millones) para el mismo mes del año 2017. Lo anterior es resultado, principalmente, de un menor dinamismo en el gasto total promedio de los países de la región, que mostraron una tasa de crecimiento interanual de 4.0%<sup>4</sup>, mientras que los ingresos han mostrado un ritmo de crecimiento relativamente estable alcanzando un 5.6% para el 2017, como se muestra en los gráficos 20 y 21.



<sup>4</sup> Variaciones obtenidas de sus valores en USD.

La mejor situación fiscal que se observa en la región CARD al mes indicado no implica que todos los países que la conforman estén en una situación favorable en términos de estabilidad de las finanzas públicas. Como lo muestra el cuadro 2, en 2017 las principales agencias calificadoras han hecho cambios en sus calificaciones de riesgo para la deuda soberana de largo plazo en los países de la región, debido al desempeño fiscal y los riesgos que afrontan.

Cuadro 3

**CARD: Calificaciones de Deuda Soberana de Largo Plazo en Moneda Extranjera**  
**Información a junio 2016-2017**

País / Rating	Moody's		Fitch		S&P	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
CRI	Ba1 negativa	Ba2 negativa	BB+ Negativa	BB estable	BB- negativa	BB- negativa
SLV	Ba3 Negativa	Caa1 Estable	B+ Estable	CCC	B+ estable	CC negativa
GTM	Ba1 estable	Ba1 estable	BB estable	BB estable	BB estable	BB negativa
HND	B2 Positiva	B2 positiva	n.c.	n.c.	B+ positiva	B+ positiva
NIC	B2 estable	B2 estable	B+ Estable	B+ estable	B+ estable	B+ estable
DOM	B1 positivo	B1 positiva	B+ Positivo	BB- estable	BB- estable	BB- estable

Fuente: <http://www.fitchratings.com>; <http://www.moody.com>; <http://www.standardandpoors.com>

n.c.: no calificado.

Estas calificaciones reflejan, en el caso de Guatemala, Honduras, Nicaragua y República Dominicana, mejoras en sus balances totales, debido a aumento en la recaudación y/o han controlado el crecimiento de su nivel de gasto. En varios casos este mejor desempeño se debe a la implementación de nuevos marcos legales que han reducido la discrecionalidad de la política fiscal, así como acuerdos con organismos multilaterales o decisiones políticas coherentes con un proceso de estabilización fiscal (ver gráfico 22).

Gráfico 22

**CARD: Balance de Gobierno Central**  
 % del PIB, a mayo de cada año



Fuente: Elaboración Propia con base en información de bancos centrales y Ministerios de Hacienda.

\* se excluyen las ganancias de capital obtenida por la República Dominicana como resultado de la recompra de deuda realizada con PETROCARIBE por un monto cercano a los (US\$2,092 millones en enero, 2015).

En general, la región CARD presenta alta rigidez fiscal, en específico en cuanto al funcionamiento del Estado (salarios) y dinámica macroeconómica (pago de deuda), sumado a gastos por ley como ser transferencias a municipalidades o gastos sociales (salud y educación), no otorgan espacio fiscal para reducir gastos.

En los casos particulares de Costa Rica y El Salvador las condiciones siguen siendo adversas. El primero presenta déficits crónicos en los últimos años (ver gráfico 21), esto debido a los niveles de gasto alcanzados por el Gobierno Central que no han sido compensado por las mejoras en la recaudación, en consecuencia, se ha aumentado el saldo de la deuda pública, que conlleva a un mayor pago de intereses, reduciendo el espacio de maniobra fiscal, todo lo anterior complementado por la rigidez<sup>5</sup> preexistente del gasto público. En el caso de costarricense el 67.7% del ingreso tributario se traduce en pago de intereses y salarios (cuadro 4).

Finalmente, en El Salvador, presenta fragilidad fiscal a nivel del Sector Público Combinado, que incluye las obligaciones con el sistema de pensiones, con el cual el gobierno ha tenido problemas para cumplir sus pagos frente a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), lo cual afectó la calificación de riesgo país (ver cuadro 3) y por ende implica enfrentar condiciones más duras para acceder a financiamiento en el futuro cercano.

**Cuadro 4**  
**CARD: Relaciones de Algunos Rubros de Gasto con el Ingreso Tributario**

<b>Participación de Salarios/Ingreso Tributario</b>						
	<b>CRI</b>	<b>SLV</b>	<b>GTM</b>	<b>HND</b>	<b>NIC</b>	<b>DOM</b>
<b>2014</b>	48.7%	32.7%	34.6%	53.0%	32.5%	27.6%
<b>2015</b>	49.4%	33.0%	37.8%	41.1%	32.6%	32.9%
<b>2016</b>	47.1%	31.4%	36.1%	36.6%	30.4%	31.2%
<b>2017</b>	45.6%	31.3%	35.5%	36.3%	30.4%	29.5%
<b>Participación de Intereses/Ingreso Tributario</b>						
<b>2014</b>	16.3%	12.8%	13.6%	14.2%	4.8%	15.6%
<b>2015</b>	18.5%	13.5%	16.1%	13.3%	4.9%	16.7%
<b>2016</b>	19.7%	14.2%	14.9%	12.5%	4.4%	18.4%
<b>2017</b>	22.1%	15.6%	14.3%	12.7%	4.9%	18.5%
<b>Participación de Salarios + Intereses/Ingreso Tributario</b>						
<b>2014</b>	65.0%	45.5%	48.2%	67.2%	37.3%	43.2%
<b>2015</b>	67.9%	46.6%	53.9%	54.5%	37.4%	49.5%
<b>2016</b>	66.8%	45.6%	51.0%	49.1%	34.8%	49.7%
<b>2017</b>	67.7%	46.9%	49.8%	48.9%	35.3%	47.9%

*Fuente: Elaboración propia con base en información de bancos centrales y ministerios de hacienda.*

<sup>5</sup> Restricciones institucionales que no permiten modificar gastos (ejemplo gastos asignados constitucionalmente.)

Dado el contexto anterior, se esperaría que la región CARD en promedio mantenga un comportamiento estable en términos de sus finanzas públicas, aunque existen riesgos de liquidez específicamente en Costa Rica y El Salvador que podrían materializarse en el corto plazo. En estos casos, las presiones sobre los bancos centrales para mantener la estabilidad macroeconómica son aún mayores.

### **3. Comentarios Finales**

El diagnóstico general de la coyuntura macroeconómica prevaleciente en la región presenta algunas diferencias en relación con los realizados en las últimas ediciones de este informe. Si bien se mantienen tanto las principales tendencias de la economía mundial como las principales incertidumbres, la economía de la región continúa con un desempeño destacable si se le compara con los resultados de América Latina y el Caribe, aunque comienza a mostrar algunas señales a las cuales se debe prestar atención.

Como se señaló en el documento, la producción mantiene la propensión a desacelerarse mientras que la inflación tiende nuevamente al alza. Aún y cuando, para ambos resultados, se pueden ofrecer argumentos explicativos razonables, tanto de carácter exógeno como endógeno, lo cierto del caso es que la combinación de ambos se da en un entorno externo menos favorable que el observado en años anteriores; de mayor crecimiento, pero donde prevalecen importantes factores de incertidumbre.

En este contexto, la región CARD muestra una coyuntura relativamente compleja en términos de política económica. La producción se desacelera mientras que la inflación tiende nuevamente al alza en circunstancias donde los espacios para la acción fiscal son tremendamente reducidos en algunos países. Este panorama traslada nuevamente la atención hacia los bancos centrales quienes deberán hacer un uso muy cuidadoso de los instrumentos de política a su disposición con el fin de contribuir efectivamente a preservar la estabilidad macroeconómica de la región.

En la primera parte de este año se han hecho más evidentes algunas vulnerabilidades que venían arrastrando algunos países y que se manifestaron en revisiones y cambio en las perspectivas de la deuda soberana por parte de las calificadoras de riesgo internacionales.

A nivel de países, Honduras, República Dominicana y, Nicaragua, surgen como las economías con el ambiente macroeconómico más estable y con espacios de política económica más amplios para ajustarse a cambios menos favorables en los vientos de la economía global.

El resto de la región enfrenta una serie de retos importantes que deben ser superados para consolidar un ambiente macroeconómico favorable que apoye el crecimiento sostenido. En el caso de Guatemala, las presiones tanto al alza en la inflación como hacia la apreciación del tipo de cambio nominal imponen amenazas a la competitividad de sus exportaciones y un serio desafío para la política monetaria. En Costa Rica y El Salvador la fragilidad de las finanzas públicas ya empieza a manifestarse en hechos que generan expectativas negativas sobre la viabilidad del equilibrio fiscal en el mediano plazo y cuya solución requiere acciones que trascienden el ámbito económico, con las complejidades políticas y costos económicos que estos cambios conllevan.

En síntesis, aunque la economía de la región sigue avanzando con buen ritmo en aguas turbulentas, algunos de sus motores comienzan a calentarse y a perder revoluciones. Para algunos de sus integrantes, ha llegado la hora de tomar decisiones.