

Informe Coyuntura Trimestral

**Secretaría Ejecutiva del
Consejo Monetario Centroamericano**

Diciembre, 2019

Informe de Coyuntura Regional CARD Tercer Trimestre 2019¹

1. Economía Internacional

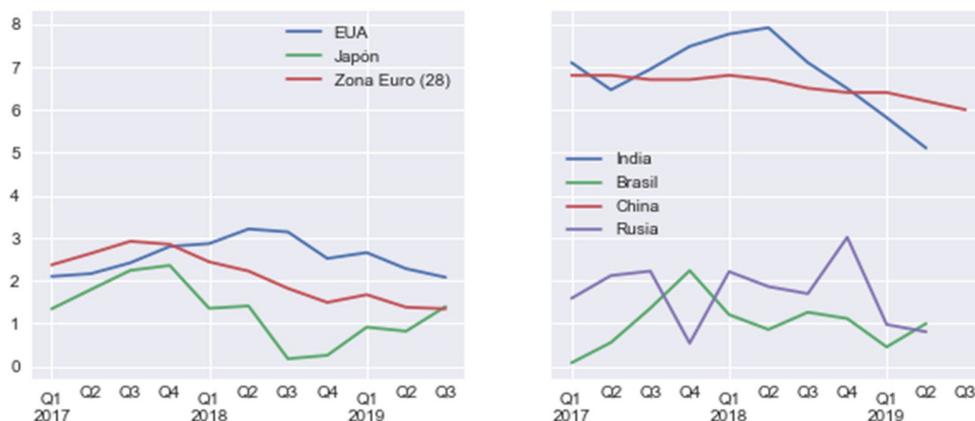
La persistencia de las tensiones comerciales mantiene la desaceleración de la economía mundial.

El crecimiento de la economía global continúa endeble, nuevamente como consecuencia de las crecientes tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Con ello, en la edición de octubre de las Perspectivas de la Economía Mundial (*World Economic Outlook*), el Fondo Monetario Internacional revisó a la baja su previsión de crecimiento global, situándolo en 3.0% para el 2019, lo que representaría el crecimiento más lento desde la crisis financiera global de 2008. En el caso de las economías avanzadas, el crecimiento interanual del producto interno bruto (PIB) en el tercer trimestre de 2019 continuó desacelerando en Estados Unidos, llegando a 2.1% (2.3% en el segundo semestre), mientras que se mantuvo estable en 1.2% en la zona Euro, y registró un importante repunte en Japón, donde pasó de 0.8% a 1.4% entre esos dos trimestres. Por su parte, entre los países emergentes, las economías de India y de China continuaron ralentizándose este año, mientras que el crecimiento en las de Brasil y Rusia rondó 1.0% al cierre del segundo trimestre de este año (Ver Gráfico 1). Del mismo modo, países como Argentina, Turquía, Irán y Venezuela siguen experimentando condiciones económicas adversas.

Como se mencionó anteriormente, las expectativas pesimistas respecto al desempeño de la actividad productiva internacional se han atribuido en mayor medida a las tensiones comerciales y geopolíticas entre Estados Unidos y China las cuales, aunque se aliviaron al inicio del año, volvieron a repuntar en los últimos meses. Este conflicto ha provocado un fuerte debilitamiento de la actividad manufacturera. El aumento de las tensiones a su vez ha incrementado la incertidumbre acerca del futuro del sistema de comercio global y de la cooperación internacional, perjudicando con ello la confianza de los negocios, las decisiones de inversión y el comercio global.

¹ Este informe se elaboró con la información disponible al 28 de noviembre, 2019.

Gráfico 1
Países seleccionados: Variación interanual del PIB trimestral
 Porcentajes



Fuente: Elaboración propia con base en datos de OECD

Por otra parte, y en concordancia con el debilitamiento de demanda agregada global, la tasa de inflación ha disminuido entre los países desarrollados (al cierre del tercer trimestre de 2019 fue de 1.7% en los Estados Unidos (EE.UU.), de 1.2% en la Zona Euro, y de 0.2 en Japón), mientras que en países emergentes se ha situado por debajo de promedios históricos con las notables excepciones de Argentina (53.5%), Turquía (9.3%) y Venezuela (200,000.0%)², aunque experimentó ligeros repuntes en China e India (Ver gráfico 2).

Gráfico 2
Países Seleccionados: Tasa de Inflación Interanual
 Porcentajes



Fuente: Elaboración propia con base en datos de OECD

² Según el informe Perspectivas Económicas: Las Américas. Fondo Monetario Internacional, octubre de 2019.

Esta relativa moderación en las tasas de inflación se vio favorecida por la estabilidad del precio del petróleo durante el tercer trimestre del 2019, siendo un período caracterizado por un precio WTI que rondó los US\$55 y del Brent alrededor de US\$63. Por otro lado, a pesar de que los mercados laborales de países avanzados continúan mostrando bajas tasas de desempleo, por ejemplo, al cierre del tercer trimestre fue de 3.5% en Estados Unidos, 3.1% en Alemania y 2.4% en Japón (Ver gráfico 3), esto tampoco ha sido un factor que haya generado presión en el nivel de precios.

Gráfico 3
Precio del Petróleo
US\$ por barril



Fuente: Elaboración propia con base en datos de OECD

Con una economía ralentizada y la inflación bajo control, en los EE. UU. la tasa de interés de la Reserva Federal (FED) fue disminuida en 25 puntos base en dos ocasiones durante el tercer trimestre del año en curso; la primera el 1 de agosto (tasa se fijó en el rango 2.00% a 2.25%) y la siguiente el 19 de septiembre (rango 1.75% a 2.00%)³ (Ver gráfico 4). Por su parte, luego de tres años y medio sin cambios en sus tasas de interés de política monetaria, el 18 de septiembre el Banco Central Europeo redujo la tasa de la facilidad de depósitos de -0.40% a -0.50%. Al anunciar esta disminución, el BCE comunicó que prevé mantener sus tasas de interés en sus niveles actuales o inferiores, hasta que la perspectiva de inflación haya convergido de manera robusta a un nivel cercano pero inferior al 2%.

³ La FED rebajó de nuevo 25 puntos base su rango para la tasa de interés de política a partir del 31 de octubre, reafirmando una nueva tendencia decreciente de la tasa en el segundo semestre de 2019.

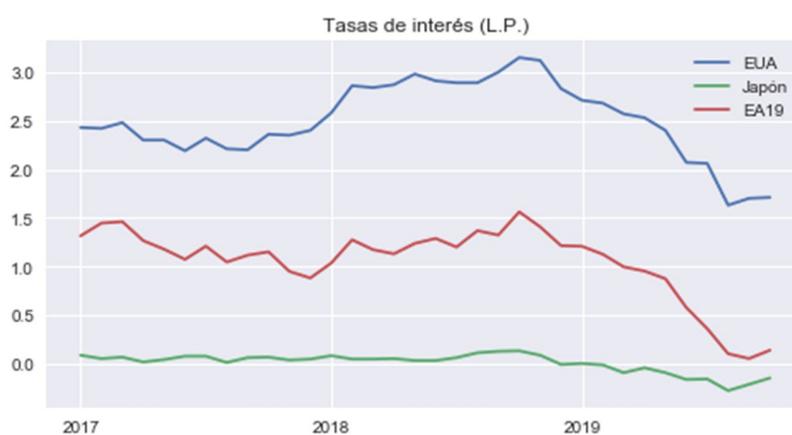
Gráfico 4
Tasa Efectiva de Fondos Federales



Fuente: Elaboración propia con base en datos de FRED

No obstante, a pesar de las caídas en las tasas de interés de política monetaria, las tasas de interés de largo plazo han reaccionado al alza, con lo cual la curva de rendimiento aumentó de pendiente (Ver gráfico 5).

Gráfico 5
Países Seleccionados: Tasas de interés de largo plazo
Porcentajes



Fuente: Elaboración propia con base en datos de OECD

En síntesis, la coyuntura económica global vigente continúa siendo muy incierta para la región de Centroamérica y República Dominicana (CARD). Por una parte, el menor crecimiento de la economía global esperado para 2019 podría deteriorar la balanza comercial por la caída esperada de las exportaciones, mientras que las reducciones en

la tasa de interés de largo plazo en Estados Unidos y Europa podrían favorecer la cuenta financiera de la balanza de pagos, permitiendo acceso a financiamiento menos costosos.

2. La economía Centroamericana

2.1 Actividad Económica

La tendencia hacia la desaceleración en la actividad productiva observada durante el primer semestre se ha contenido en la mayoría de los países de la región.

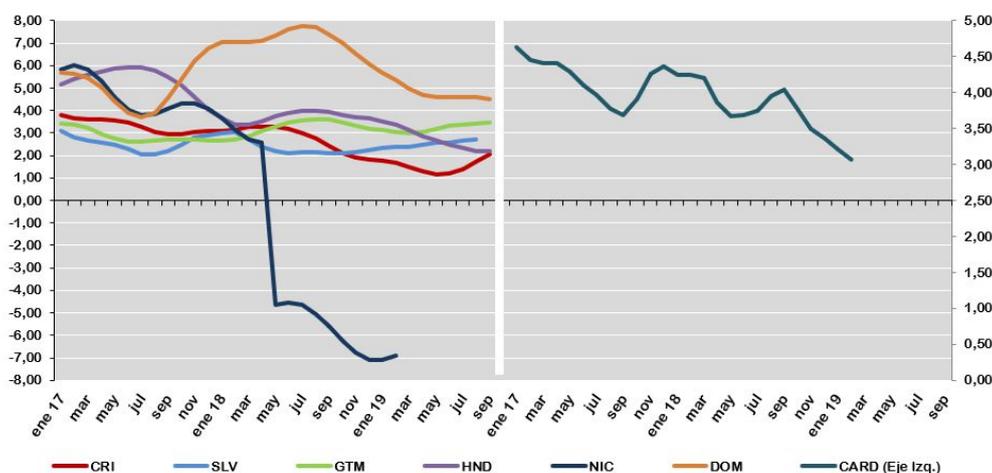
De acuerdo con datos a septiembre (excepto para Nicaragua⁴), la tendencia a la desaceleración que se venía observando en el ritmo de crecimiento de la actividad económica durante el primer semestre del año ha tendido a moderarse, especialmente para Costa Rica y República Dominicana. En el caso de Honduras, esta economía mantiene una tasa promedio de desaceleración cercana a los 20 puntos base, según el indicador mensual de actividad económica (IMAE) a lo largo del año.

El Salvador es el único país de la región que ha mantenido una tasa de aceleración positiva durante los primeros tres trimestres de 2019, con lo que la tasa de crecimiento interanual del índice de volumen de actividad económica (IVAE) se incrementó en casi medio punto porcentual en ese período. Por su parte, Guatemala alcanzó en septiembre seis meses continuos de aceleración positiva en su tasa de crecimiento en la actividad económica, aunque en términos interanuales se mantiene por debajo de la observada en 2018.

Por su parte, Nicaragua es el país que ha observado la mayor caída en la actividad económica de la región. Desde febrero del 2018 a febrero de 2019, la variación interanual de la tendencia-ciclo del IMAE en Nicaragua se redujo en 10 puntos porcentuales, al pasar de una tasa de crecimiento interanual de 3.1% a un -6.9% (ver gráfico 6).

⁴ El último dato disponible para Nicaragua es a febrero, 2019.

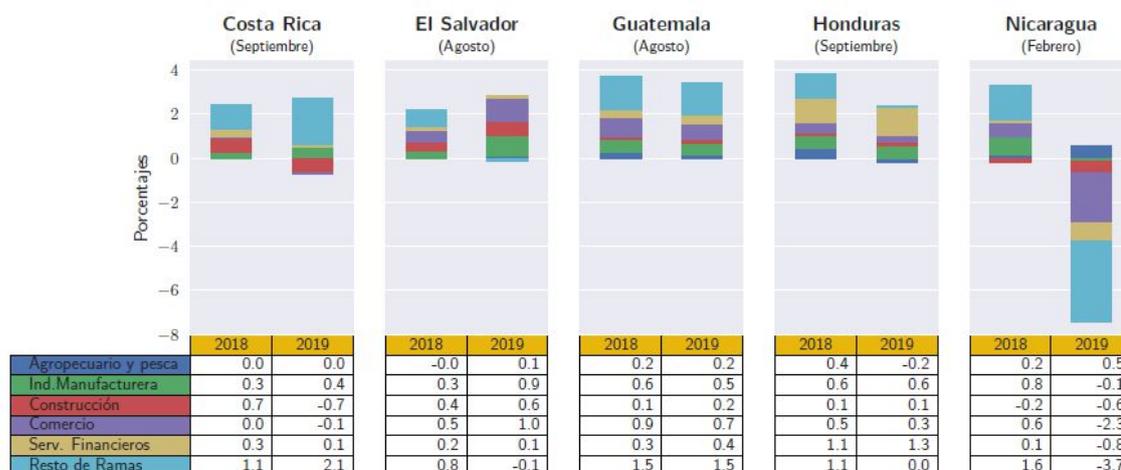
Gráfico 6
CARD: Actividad Económica
Variación Interanual de la tendencia-ciclo del IMAE



Fuente: Elaboración propia con datos del SIMAFIR

Sobre la contribución por ramas de actividad a la variación interanual del IMAE, con la información disponible a septiembre es posible destacar que, en general, los distintos rubros de la actividad productiva han tenido aportes positivos al crecimiento en los últimos 12 meses. Las principales excepciones incluyen a Costa Rica, donde la construcción y el comercio evidencian algún grado de contracción; El Salvador, en el caso del resto de ramas de actividad y Honduras, con alguna afectación en el volumen de producción del sector agropecuario y de pesca. Solamente Nicaragua (de acuerdo con datos a febrero, 2019) presenta una caída en todas las ramas de actividad económica, con excepción del sector agrícola y la pesca (ver gráfico 7).

Gráfico 7
CARD: Aporte de las Ramas de Actividad a la Variación Interanual del IMAE (Tendencia-Ciclo)
Porcentajes



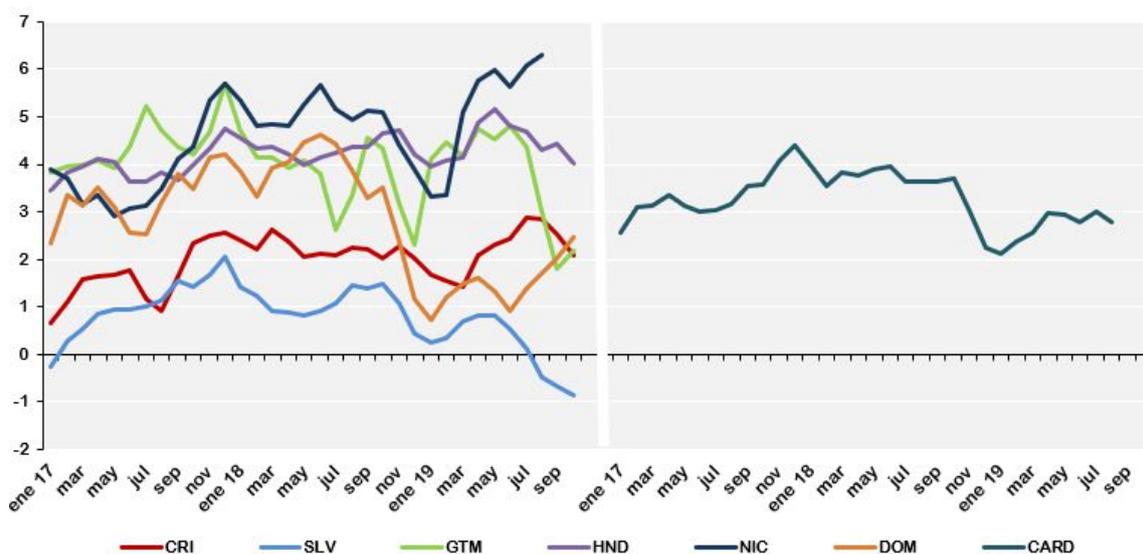
Fuente: SECMCA. Reporte Mensual de Actividad Económica. Septiembre, 2019.

2.2 Inflación

En agosto⁵ de 2019 la variación interanual promedio del IPC en la región fue de 2.8% (3.6% en agosto de 2018), nivel en el que tendió a estabilizarse luego de la aceleración observada durante el primer cuatrimestre del año.

El gráfico 8 muestra cómo la inflación regional ha tendido a estabilizarse alrededor del 2.9% interanual en promedio a partir del mes de mayo, luego de alcanzar los niveles históricamente bajos observados a principios del año y repuntar durante el primer cuatrimestre. La inflación regional se ha venido acelerando a un ritmo mensual de 0.07 puntos porcentuales (p.p) en promedio en lo que va de 2019. Transcurridos diez meses del año, Costa Rica, El Salvador, Guatemala y la República Dominicana presentaron variaciones interanuales del IPC inferiores al 3%. Por su parte, Honduras mantuvo acotada su inflación en un rango entre 4% y 5%, mientras que en el caso de Nicaragua la inflación registró una aceleración importante situándose por encima del 6% al finalizar el segundo cuatrimestre de 2019.

Gráfico 8
CARD: Inflación
Variación Interanual del IPC



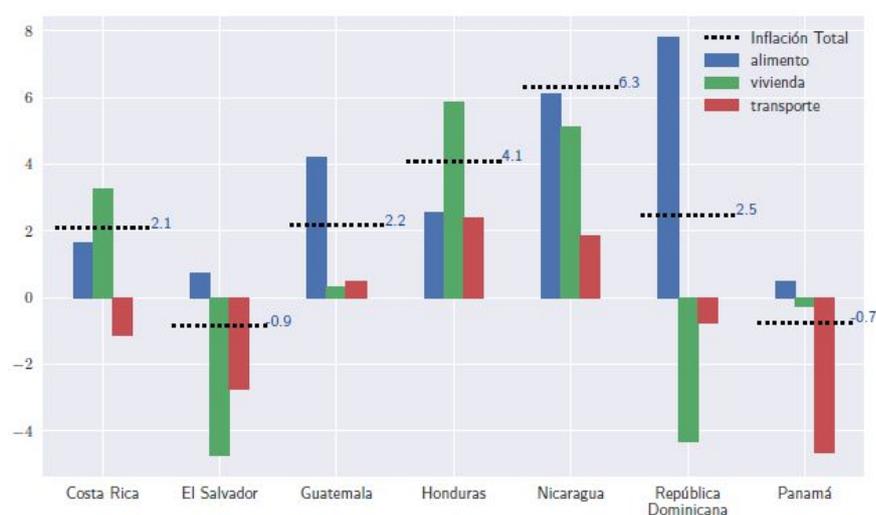
Fuente: Elaboración propia con datos del Simafir

A nivel de los países, hasta octubre de 2019 (agosto en el caso de Nicaragua), se observó un comportamiento heterogéneo por grupos de bienes y servicios en el aporte a la variación interanual del IPC. Los alimentos se convirtieron en el principal impulso para la inflación en Guatemala, Nicaragua y la República Dominicana. Por su parte, los costos

⁵ Último dato disponible a nivel de CARD

de vivienda resultaron ser los más significativos para Costa Rica (Salud, Bienes y Servicios diversos y Educación), El Salvador (Vivienda, Agua, Electricidad, Gas y Otros combustibles, con aporte negativo) y Honduras (Salud, Educación y Alojamiento, Agua, Electricidad Gas y Otros combustibles). Adicionalmente, llama la atención la corrección hacia la baja en los precios de Transporte en el caso de Costa Rica, El Salvador y la República Dominicana. De igual forma, es destacable la corrección a la baja que tuvo el rubro de la vivienda en República Dominicana y El Salvador (ver gráfico 9).

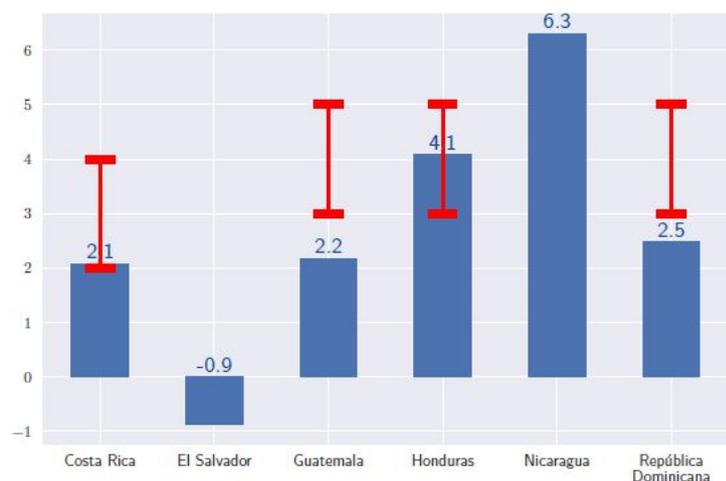
Gráfico 9
CARD: Contribución de los grupos a la inflación interanual
Octubre, 2019



Fuente: Reporte Mensual de la Inflación Regional, SECMCA

Como se ha comentado en informes anteriores, aunque se mantiene un importante nivel de incertidumbre sobre la evolución futura de la economía mundial, especialmente en lo concerniente a los precios de las materias primas, en general no se espera la ocurrencia de choques que alteren significativamente el comportamiento de los precios internos. De esta manera es probable que, nuevamente, los resultados de la inflación se mantengan dentro (o incluso por debajo) de las metas establecidas por la mayoría de los bancos centrales (ver gráfico 10).

Gráfico 10
CARD: Inflación acumulada y metas
Octubre, 2019



Datos de Nicaragua corresponden a 2019-08.

Fuente: Reporte Mensual de la Inflación Regional, SECMCA

No obstante, se mantiene la posibilidad de que las condiciones prevalecientes en algunos países de la región, especialmente en la arena política, introduzcan algunas perturbaciones en los mercados de bienes y servicios que podrían presionar al alza el nivel de precios.

2.3 Sector Externo

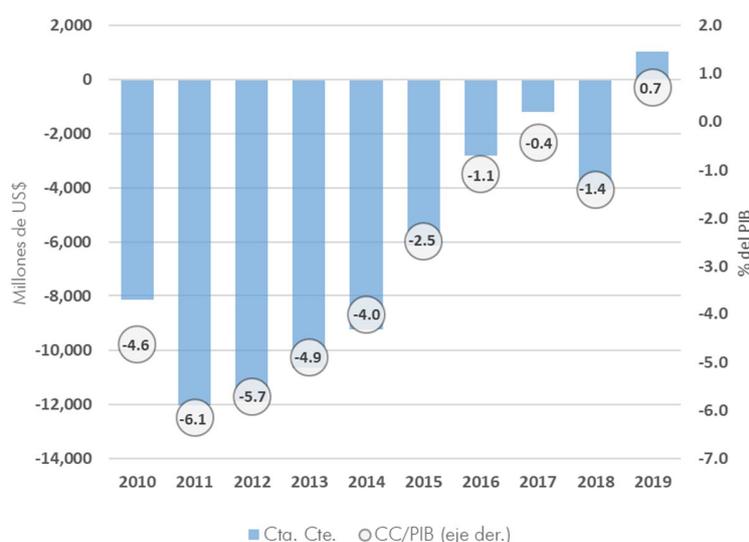
La contracción del déficit comercial y el mayor ingreso de divisas por remesas resultaron en una mayor acumulación de activos de reserva en la región CARD

Al finalizar el primer semestre de 2019 la región logró incrementar sus activos reservas oficiales (ARO) en US\$3,444 millones; dicha acumulación fue superior a la observada en el mismo lapso de 2018 (US\$1,247 millones), debido a las menores presiones de financiamiento de la cuenta corriente y al incremento de pasivos de los gobiernos generales por las favorables condiciones financieras internacionales.

Las entradas de divisas por concepto de remesas familiares (variación interanual de 8.3%), ayudaron a contrarrestar el desbalance comercial de bienes y servicios (variación interanual de -7.1%), permitiendo a la región, al cierre del primer semestre de 2019, alcanzar un superávit en su cuenta corriente de US\$1,015.4 millones (0.7% del PIB regional); mostrando una mejoría con respecto al resultado observado el año previo, cuando se dio un déficit de US\$334.4 millones (-1.4 de PIB regional).

A nivel de país, El Salvador obtuvo el mayor desbalance en cuenta corriente, como porcentaje de su PIB (2.0%), pero inferior al observado en mismo período del año anterior (4.8% del PIB), lo cual se atribuye a la desaceleración presentada por las importaciones de bienes, que crecieron 4.1% durante el primer semestre 2019, menores en 8.3 puntos porcentuales con respecto a lo registrado durante el mismo periodo de 2018 (12.4%). (Ver gráfico 11 y cuadro 1).

Gráfico 11
CARD: Cuenta Corriente
a junio de cada año



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

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

	2017		2018		2019	
	Valor	% del PIB	Valor	% del PIB	Valor	% del PIB
Costa Rica	-1,717	-3.0	-1,866	-3.1	-557	-1.9
El Salvador	-465	-1.9	-1,242	-4.8	-266	-2.0
Guatemala	1,189	1.6	665	0.8	1,004	2.6
Honduras	312	1.3	-913	-3.8	204	1.7
Nicaragua	-675	-4.9	83	0.6	n.d.	n.d.
Rep. Dominicana	-133	-0.2	-1,160	-1.4	-55	-0.1

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

Al segundo trimestre, el saldo deficitario de la cuenta de bienes de la región CARD registró una contracción de 3.9%, es decir un monto aproximado de US\$585.4 millones menos al compararse con el mismo período de 2018. Lo anterior tuvo como resultado la acumulación de un déficit en cuenta de bienes de US\$14,300.7 millones; explicado por el desempeño de las importaciones FOB, las cuales se redujeron en 1.9%

(crecimiento de 9.7% en el primer semestre de 2018), equivalente a US\$684 millones, aunado a la contracción de las exportaciones de US\$98.6 millones, equivalente a -0.5% (Ver gráfico 12).

La contracción en las importaciones FOB de la región fue propiciada por la disminución en las importaciones de Equipo de transporte y sus piezas y accesorios; combustibles y lubricantes, y bienes de capital; congruente con el desempeño del consumo privado y la moderación en el crecimiento de la actividad económica. Por su parte, las exportaciones FOB de CARD mostraron un comportamiento desfavorable, al reportar una reducción interanual de 0.5%, contrario a lo observado en 2018 (incremento de 2.1%). A nivel de país resaltan Honduras y Guatemala que registraron caídas en sus exportaciones de bienes de alrededor de 0.2% y 0.1% interanual respectivamente. En Honduras la reducción en las ventas al exterior se debió primordialmente a la caída en las exportaciones de café (de 14.3%) y de banano (en 10.4%). En el caso de Guatemala, el comportamiento menos favorable se debió en su mayoría a la reducción en las ventas de azúcar y café.

Gráfico 12
CARD: Balanza de Bienes
a junio de cada año



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

En contraste con la evolución comercial de bienes, la balanza de servicios presentó un comportamiento positivo durante el primer semestre de 2019 con relación al mismo periodo de 2018, alcanzando un superávit de la región frente al resto del mundo de US\$6,374 millones; resultado similar al registrado en el año previo. Los servicios

exportados sumaron US\$13,248 millones, mientras que las importaciones totalizaron US\$6,873 millones. Dentro de las exportaciones los servicios más representativos son viajes (turismo) (Ver cuadro 2); otros servicios empresariales; servicios de telecomunicaciones, informática e información; y los servicios de manufactura sobre insumos físicos pertenecientes a terceros (maquila), que en conjunto aportaron el 87% de las exportaciones de servicios regionales.

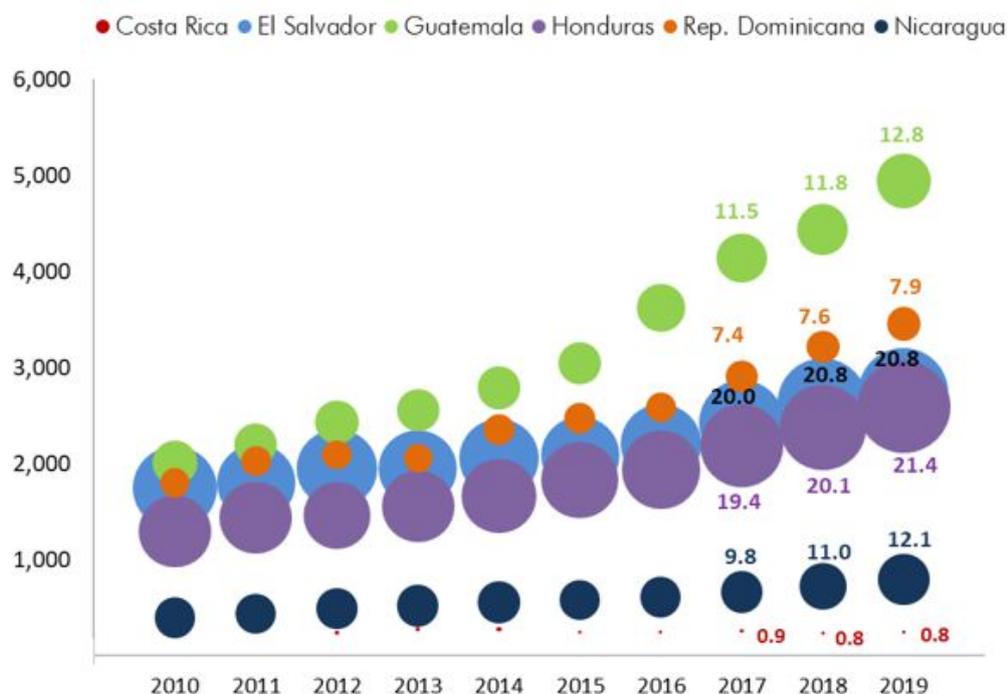
Cuadro 2
CARD: Ingresos por Turismo
en millones de US\$, a junio de cada año

	2017	2018	2019	Variaciones			
				Absolutas		Relativas (%)	
				2018/2017	2019/2018	2018/2017	2019/2018
Costa Rica	1,965	2,147	2,229	183	81	9.3	3.8
El Salvador	396	472	616	75	145	19.0	30.7
Guatemala	783	802	811	19	9	2.4	1.1
Honduras	383	392	404	10	12	2.5	3.0
Nicaragua	396	368	n.d.	-28	n.d.	-7.2	n.d.
Rep. Dominicana	3,769	3,958	4,091	189	133	5.0	3.4

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

En cuanto al ingreso por de remesas de trabajadores, durante los primeros seis meses de 2019 superó en US\$1,106 millones la cifra registrada en el mismo periodo de 2018 (US\$13,366). El resultado positivo se relaciona con el desempeño de la economía estadounidense y el bajo desempleo hispano registrado en la misma (Ver gráfico 13). Es importante mencionar que, específicamente para Honduras y El Salvador, las remesas son una fuente importante de divisas representando más del 20% del PIB de cada uno de estos países.

Gráfico 13
CARD: Ingresos por remesas de trabajadores
 En Millones de US\$ y porcentaje del PIB a junio de cada año

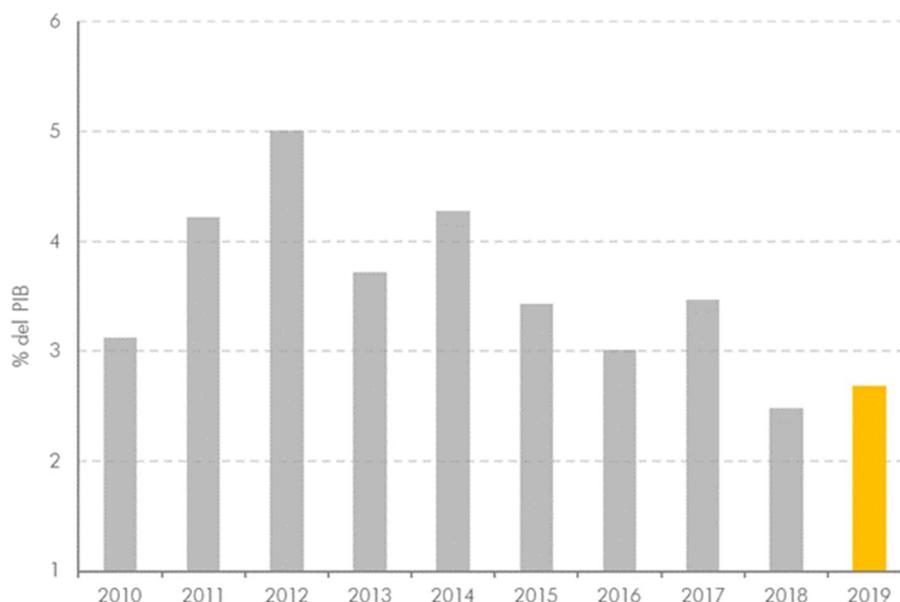


Nota: el tamaño de la burbuja indica el porcentaje del PIB

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

Los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) neta (adquisición de activos financieros menos pasivos netos incurridos) de CARD totalizaron US\$3,726 millones, monto superior en US\$445 millones a la IED captada durante el primer semestre de 2018; manteniéndose la IED como una de las principales fuentes de financiamiento de la cuenta corriente. Por país, sobresalen la República Dominicana, que fue el principal receptor de IED en la región, seguido por Costa Rica y Guatemala, que en conjunto captaron 71% de la IED total (ver gráfico 14).

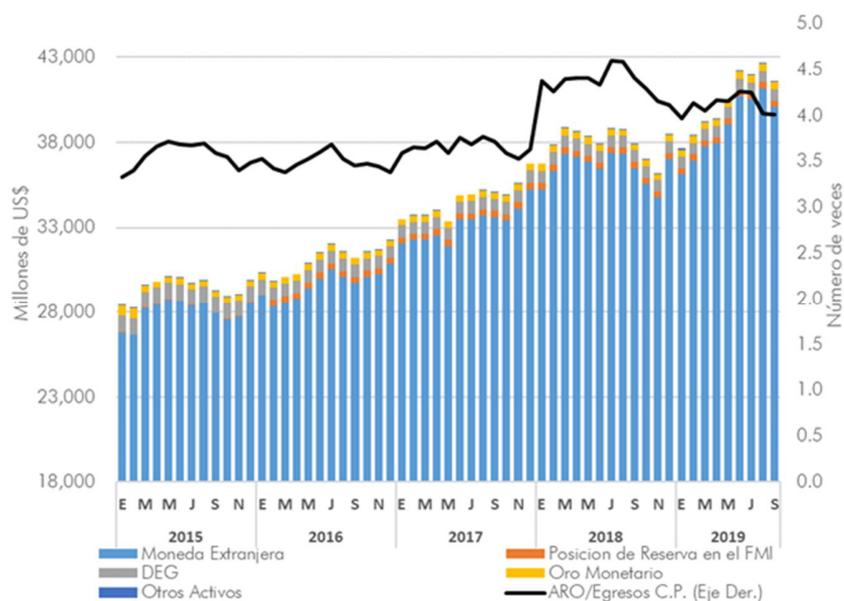
Gráfico 14
CARD: Inversión Extranjera Directa en la Economía Declarante
a junio de cada año



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

La combinación de factores señalados ha permitido que la región en su conjunto continúe acumulando activos de reservas oficiales (ARO), que ha sido apoyada por el incremento de pasivos externos (deuda), en su mayoría en forma de IED y de títulos de deuda emitidos por los Gobiernos de los países de la región CARD. En consecuencia, a septiembre de 2019, el saldo de los ARO fue de US\$41,567 millones, lo cual significó un incremento de US\$3,668 millones en relación con el saldo al cierre del mismo mes de 2018. Dicho saldo permite cubrir, en promedio, 4.0 veces del servicio de la deuda externa pública de corto plazo (doce meses) (ver gráfico 15).

Gráfico 15
CARD: Activos de Reserva Oficiales (ARO)
 Millones de US\$

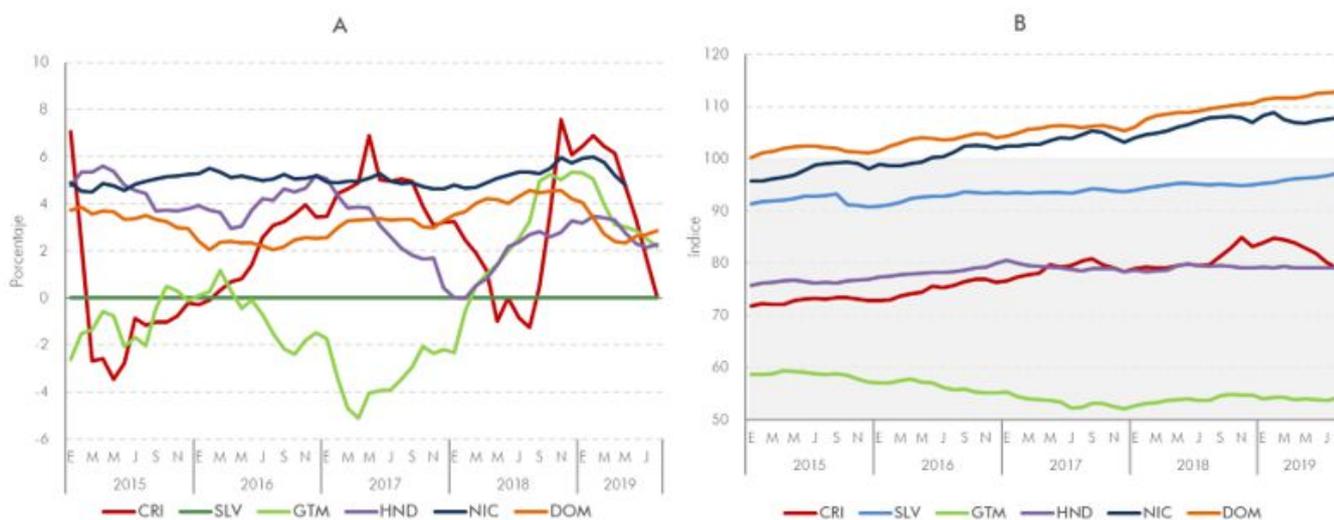


Fuente: Elaboración propia con base en Estadísticas Armonizadas del Sector Externo, SECMCA.

En cuanto a los tipos de cambio, los países presentaron algún grado de depreciación, tanto en términos nominales como reales. Nicaragua y la República Dominicana mantuvieron los ritmos de depreciación nominal más acelerados de la región a lo largo de 2019. De acuerdo con la variación interanual del ITCER bilateral con USA, varios países (excepto Costa Rica, Honduras y Nicaragua) registraron una depreciación real a agosto de 2019, lo anterior como resultado de la combinación de bajas tasas de inflación y las variaciones del tipo de cambio nominal (ver gráfico 16).

Gráfico 16

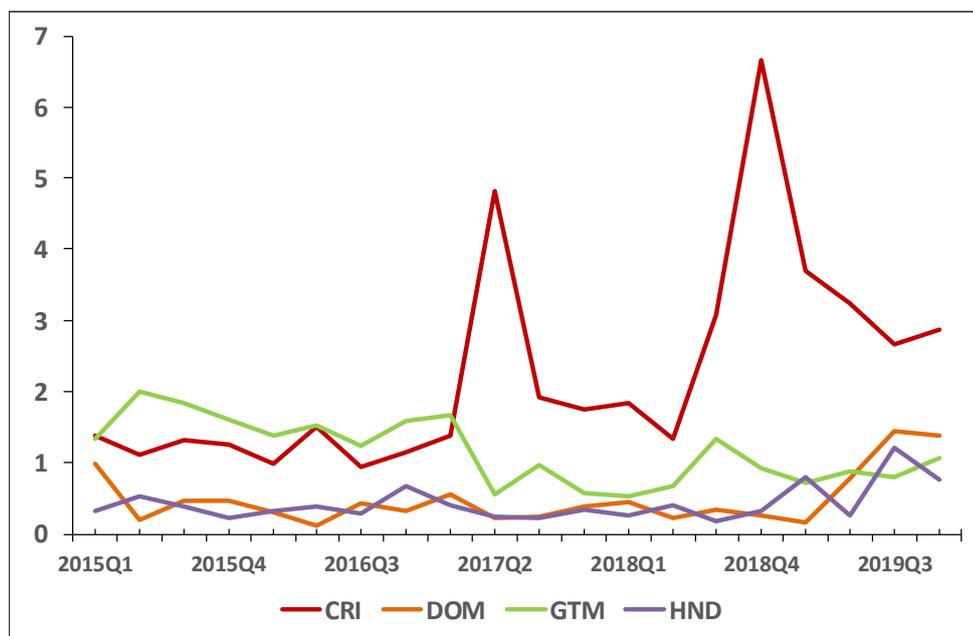
Panel A: Nominal (variación interanual) / Panel B: ITCER Bilateral EUA (Dic. 2000=100)



Fuente: Elaboración propia con base en el Reporte de tipo de cambio real, SECMCA.

Por su parte, los niveles de la volatilidad de la paridad moneda nacional-dólar, en todos los países, se ha incrementado en los últimos meses (ver gráfico 17). Entre otras razones, lo anterior, sería atribuible a ajustes en las expectativas de crecimiento en las principales economías del mundo, y sus efectos en el crecimiento y los términos de intercambio en la región, así como también por la incertidumbre en torno a diversos eventos en desarrollo, como los impactos de la guerra comercial y el Brexit. Es de destacar el incremento en la volatilidad del tipo de cambio en Costa Rica, especialmente a finales del 2018, la cual ha sido el resultado resultado de un mayor déficit fiscal, junto a una serie de hechos extraeconómicos, tales como la falta de un acuerdo político para la aprobación de reformas y el surgimiento de huelgas en el sector público como signos de resistencia a tales reformas. Sin embargo, a pesar de que la volatilidad de su tipo de cambio nominal ha tendido a disminuir en 2019, se mantiene elevada en comparación a los últimos años, evidenciado un cambio en la postura de su política monetaria y su alineación al proceso de desdolarizar su economía. En contraste, el resto de los países de la región CAPARD que siguen un régimen de meta de inflación, que continúan mostrando relativamente baja volatilidad en sus mercados cambiarios.

Gráfico 17
CARD: Volatilidad cambiaria anualizada
Porcentajes



Fuente: SECMCA SIMAFIR.

2.4. Condiciones Financieras

Se observan diferentes matices en las condiciones financieras prevalecientes entre los países de la región.

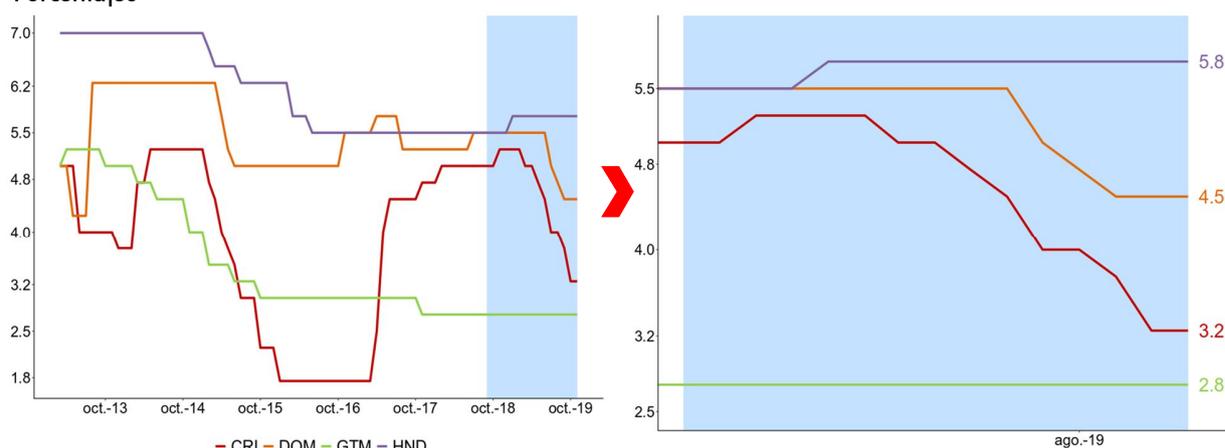
A lo largo de 2019, las condiciones financieras externas han sido favorables, debido al cambio en la postura de la política monetaria de los principales países desarrollados, quienes han optado por una política expansiva. En la región, dado que en 2019 y 2020, los países no esperan presiones inflacionarias, algunos con meta de inflación como Costa Rica y República Dominicana, han reducido su Tasa de Política Monetaria (TPM) en el transcurso del año (ver gráfico 18).

En efecto, entre el cierre 2018 y noviembre 2019, Costa Rica ha pasado de una TPM del 5.25% a 3.25%, motivado por la ralentización de su economía, elevado desempleo y bajo crecimiento de sus agregados monetarios y del crédito al sector privado.

En el caso de República Dominicana, a partir del mes de junio ha estado reduciendo su TPM, luego de doce meses en que la mantuvo en 5.5%, de manera que en noviembre

2019 su TPM se ubicó en 4.50%. Adicionalmente, esta reducción obedece a la persistencia de los factores de incertidumbre en el contexto internacional, debido al menor dinamismo esperado en las economías avanzadas, el conflicto comercial y las expectativas del mercado de que el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos (la FED) realice nuevas reducciones de su tasa de interés.

Gráfico 18
CARD: Tasa de Política Monetaria
Porcentajes



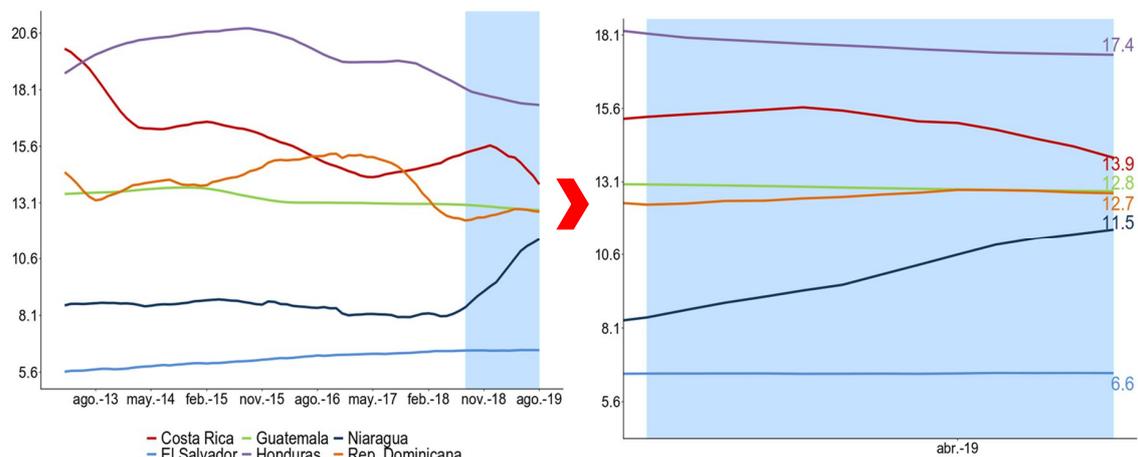
Fuente: SECMCA. Reporte Ejecutivo Mensual.

Honduras por su parte, aumentó su TPM a principio del 2019 con el fin principalmente de contrarrestar las presiones inflacionarias relacionadas con el alza en las tarifas de energía eléctrica.

En cuanto la evolución de las tasas de interés activas de los sistemas bancarios de CARD, al tercer trimestre 2019, se observa una tendencia descendente en Costa Rica y en Honduras. Si bien la tendencia en Honduras se observa a partir del segundo semestre 2017, obedece a una disminución en la prima de riesgo país; en tanto en Costa Rica, esa tendencia es observada a partir del 2019, resultado de la reducción de la TPM en un contexto de ralentización del crédito privado.

Por otro lado, en El Salvador y Guatemala, la evolución de la tasa activa ha permanecido invariable, ubicándose en torno a un 7.0% y 13.0%, respectivamente. Cabe destacar la tendencia alcista observada a partir del segundo semestre 2018 en Nicaragua y República Dominicana como consecuencia, en el primer caso, del estrés financiero como consecuencia de los eventos políticos internos que han sucedido en el último año; mientras que en el segundo caso la tendencia ha sido menos pronunciada, estabilizándose a partir del tercer trimestre 2019, momento en que la TPM comenzó a reducirse (ver gráfico 19).

Gráfico 19
CARD: Evolución de la tasa de interés activa nominal*
 Porcentajes.

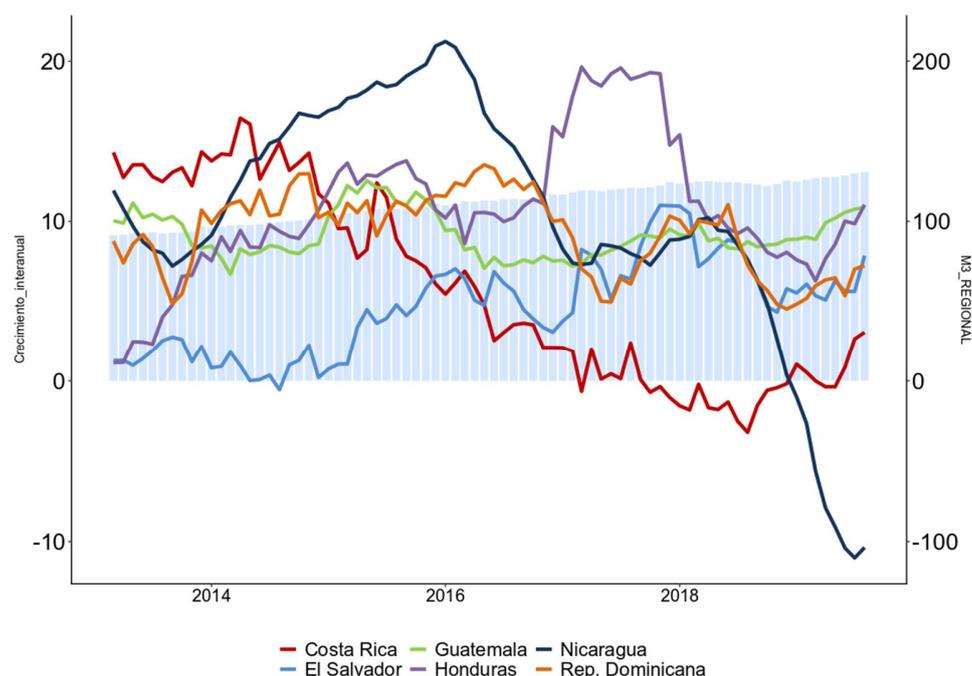


Nota *: Para observar la evolución de la tasa de interés activa nominal, en el gráfico se presenta la media móvil a 6 meses de la tasa de interés activa nominal en frecuencia mensual, calculada ésta como el promedio ponderado de créditos otorgados por el sistema bancario.

Fuente: SECMCA. Reporte Ejecutivo Mensual.

En cuanto a la evolución de la tasa de crecimiento de los agregados monetarios más amplios (M3), en El Salvador, Guatemala y República Dominicana, se observa, a partir del 2019, una reversión en la tendencia mostrada a lo largo del año anterior recuperando el dinamismo. En el caso de Costa Rica, la reversión de la tendencia se observa a partir del segundo semestre 2018, sin embargo, la recuperación ha sido lenta, mostrando tasas menores a las observadas en 2015. Por su parte, Honduras y Nicaragua, mostraron una tendencia descendente durante el primer semestre 2019; en el caso de Honduras la ralentización del M3 se ha revertido a partir del tercer trimestre 2019, en tanto en Nicaragua la ralentización inició en el segundo semestre 2018 y ha continuado en lo que va del 2019, sin embargo, los últimos datos correspondientes a julio y agosto muestran señales de una recuperación (ver gráfico 20).

Gráfico 20
CARD: tasa de crecimiento interanual del M3 y agregado monetario regional
 Porcentajes y miles de millones US\$.



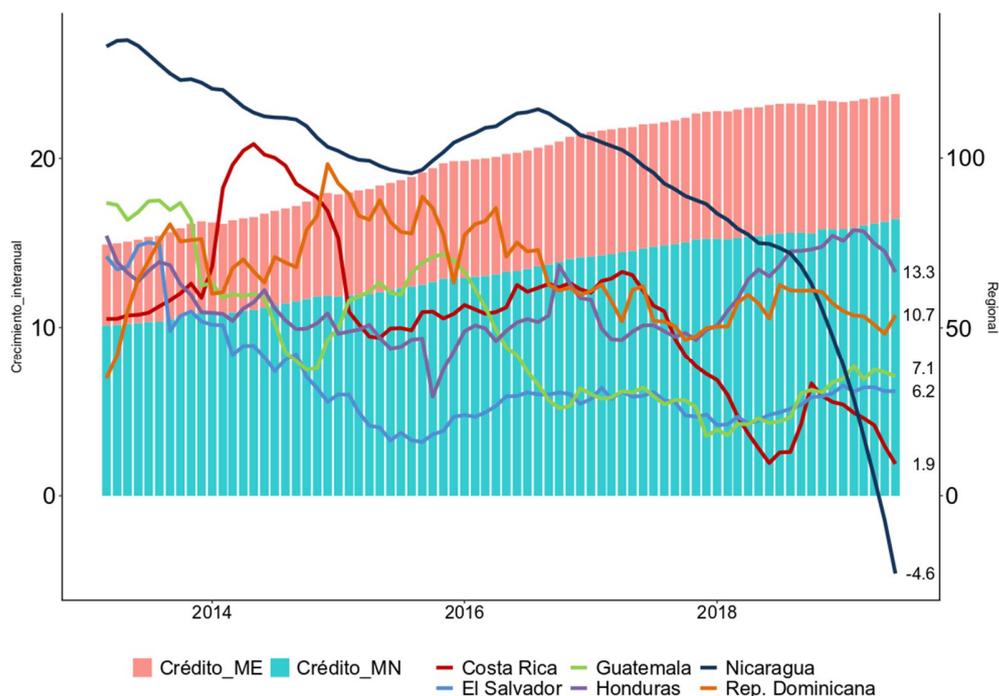
Fuente: SECMCA. Reporte Ejecutivo Mensual.

Con respecto al crédito otorgado al sector privado por las Otras Sociedades de Depósitos (OSD, sistema bancario), a junio 2019, Honduras y República Dominicana fueron los países en la región donde el crédito muestra mayor dinamismo, el cual no ha cambiado con respecto al 2018. En Honduras el crédito continúa creciendo a una tasa real interanual del 13.0%, mientras en República Dominicana, el crédito crece en torno a una tasa real interanual del 10.0%.

En el caso de El Salvador y Guatemala, el crédito ha mostrado mayor dinamismo, durante el período junio 2018 - junio 2019. En el primer caso pasó de crecer a una tasa del 4.8% a una tasa 6.2%; en el caso de Guatemala el crédito pasó de crecer en un 4.3% a crecer en un 7.0% en el mismo período. En Costa Rica, por su parte, el crédito ha vuelto a mostrar una tendencia descendente, revirtiendo la señal de la recuperación observada durante el segundo semestre 2018; es de destacar que la contracción sigue siendo más intensa, en el caso del crédito otorgado en moneda extranjera.

En el caso de Nicaragua, donde el crédito había presentado las mayores tasas de crecimiento interanuales en la región, éste sufrió una severa contracción de un 4.6% al comparar el saldo a junio entre los años 2018-2019 (ver gráfico 21).

Gráfico 21
CARD: Créditos de las OSD
 Millones de EUA\$ y tasa de crecimiento interanual



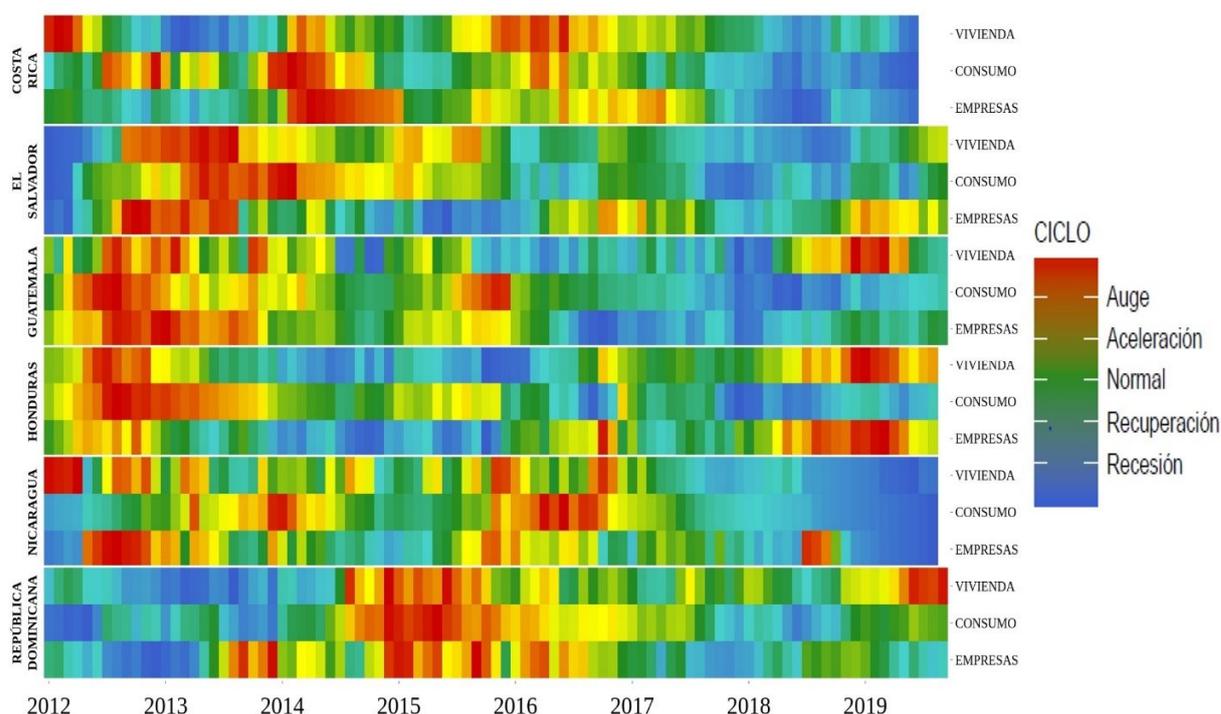
Fuente: SECMCA. Reporte Ejecutivo Mensual.

En línea con lo anterior, el Gráfico 22 muestra el mapa de calor del crédito otorgado por las OSD por país y según destino. Este gráfico permite comparar la evolución del crédito durante el 2019 con respecto a su comportamiento en los últimos años. Para el caso de Guatemala y República Dominicana, el gráfico muestra que el dinamismo del crédito se debe al destinado a Vivienda, lo que podría ser explicado en el segundo país como resultado de su política de liberación de recursos de encaje. En el caso de El Salvador, el crédito destinado a Empresas es el que ha tenido un mejor desempeño.

En Honduras, tanto el crédito a Vivienda como a Empresas muestra un alto dinamismo, aunque en menor medida a lo observado a finales del 2018, luego de agotarse el estímulo fiscal que flexibilizó el otorgamiento de crédito para proyectos de desarrollo nacional. Finalmente, en Costa Rica, y Nicaragua, se observa que la ralentización del crédito ha ocurrido en los tres destinos de Consumo, Empresa y Vivienda. Es de destacar que, particularmente en Nicaragua, la ralentización inició con mayor antelación para los destinos Consumo y Vivienda en comparación al de Empresa.

Gráfico 22

CARD: Mapa de Calor del crecimiento interanual del crédito real de las OSD por país y destino.



Fuente: *SECMCA Reporte Ejecutivo Mensual*

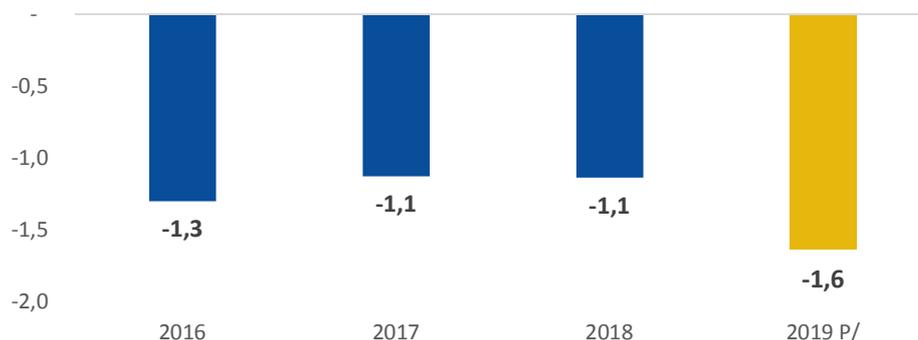
En conclusión, a nivel regional durante el 2019 las condiciones financieras muestran diferentes matices entre países. Por un lado, El Salvador, Honduras, Guatemala y República Dominicana, presentan mejores condiciones en comparación al 2018, influenciados por el entorno de mayor liquidez global. En contraste, las condiciones financieras en Costa Rica, y Nicaragua siguen estando restringidas, en el primer país, resultado de su situación fiscal, en el segundo, resultado de su crisis política.

2.5. Finanzas Públicas

Ante la ralentización observada en la recaudación de ingresos públicos como consecuencia de una desaceleración generalizada en la actividad productiva de las economías de esta zona y un crecimiento significativo de las erogaciones por parte del Gobierno Central, se espera un ensanchamiento del déficit fiscal para el cierre del año 2019.

El balance a nivel de Gobierno Central de la región CARD⁶ al mes de agosto del año 2019 muestra un deterioro al compararse con el resultado obtenido al mismo período del año 2018, pasando de un déficit como porcentaje del PIB de 1.1% (US\$ -3,109.2 millones) a 1.6% (US\$ -4,664.7 millones). Esta situación es explicada parcialmente por una desaceleración en la recaudación tributaria, que ha propiciado que los ingresos totales del Gobierno Central hayan registrado una expansión de 2.7% para agosto 2019, siendo el menor crecimiento observado de los últimos 4 años (ver gráfico 24).

Gráfico 23
CARD: Balance Gobierno Central
Porcentaje del PIB, a agosto de cada año



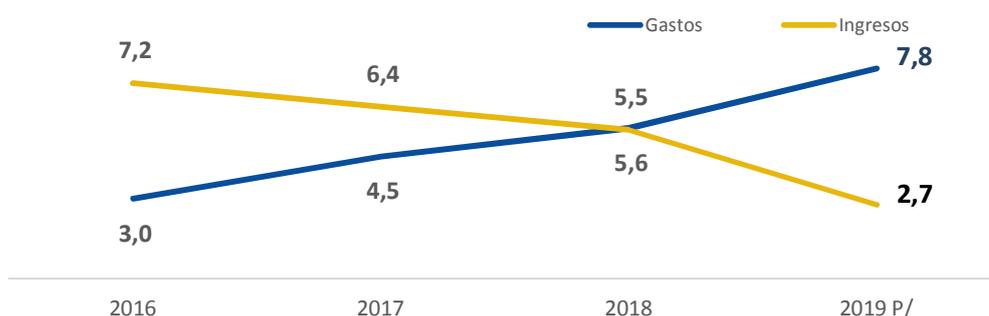
Fuente: SIMAFIR/SECMCA, Ministerios de Hacienda/Finanzas, Bancos Centrales y FMI. Se excluye Nicaragua

Este contexto regional es consecuencia de una actividad productiva menos dinámica, debido a factores externos e internos. Entre los externos, tal y como se comentó con anterioridad, se tiene un comercio internacional afectado por el conflicto entre EE.UU. y China, complementado por menores precios de las principales materias primas que exporta la región. Entre los internos, se ha observado durante el año 2019 que algunos países de la región están enfrentando conflictos políticos que han mermado su demanda interna, y de igual forma esta situación ha disminuido la actividad comercial intrarregional. Esta combinación de situaciones, teniendo en cuenta la naturaleza

⁶ La información disponible para comparación regional esta actualizada a agosto 2019, con excepción de Nicaragua. Los datos utilizados están denominados en US\$.

procíclica de la recaudación tributaria, está propiciando una profundización del déficit fiscal en el año en curso, esto debido a que el débil desempeño de la recaudación tributaria contrasta con una mayor expansión del gasto a nivel del Gobierno Central, que ha alcanzado una tasa interanual de crecimiento de 7.8% al mes de agosto de 2019 (ver gráfico 24).

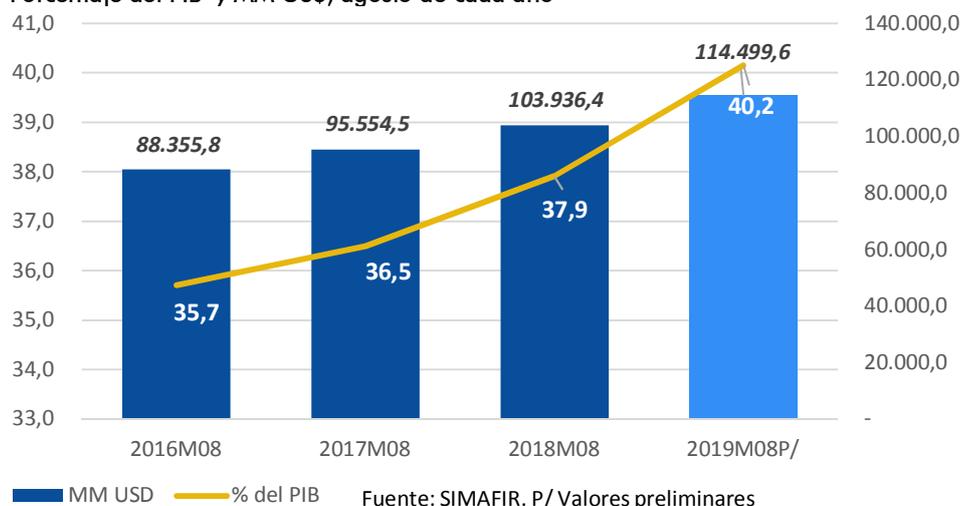
Gráfico 24
Región CARD: Crecimiento de los Gastos e Ingresos del Gobierno Central
Agosto de cada año



Fuente: SIMAFIR/SECMCA, Ministerios de Hacienda/Finanzas, Bancos Centrales

Dada esta coyuntura fiscal en la región, es inexorable un mayor ritmo de acumulación de deuda pública, que al mes de agosto 2019 alcanzó aproximadamente un 40.2% del PIB esperado (ver gráfico 25). Esto es equivalente a una variación de 2.3 p.p. del PIB (US\$ 10,563.2 mm) respecto al año anterior, siendo esta la mayor variación en el stock de deuda del Gobierno Central que se registra desde el año 2016.

Gráfico 25
Región CARD: Deuda del Gobierno Central (Excluyendo Nicaragua)
Porcentaje del PIB y MM US\$, agosto de cada año

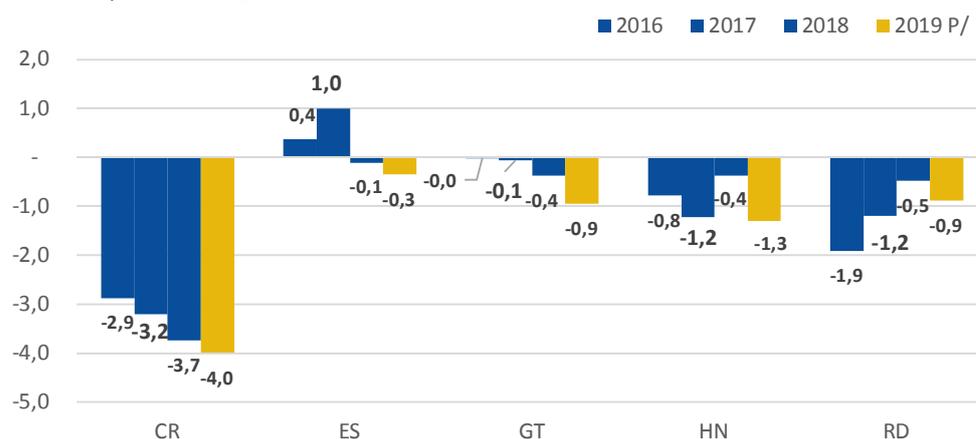


Fuente: SIMAFIR/SECMCA, Ministerios de Hacienda/Finanzas, Bancos Centrales

Al trasladar el análisis del desempeño de las finanzas públicas a nivel de país, se deduce que la tendencia generalizada es hacia un mayor déficit fiscal al cierre de 2019 para el Gobierno Central de toda la región (Ver Gráfico 26).

Gráfico 26
Balance Gobierno Central (Excluyendo Nicaragua)

Porcentaje del PIB, agosto de cada año



Fuente: SIMAFIR/SECMCA, Ministerios de Hacienda/Finanzas, Bancos Centrales y FMI.

Esta tendencia ha tenido un impacto negativo respecto a la percepción de riesgo en varios de los países de la zona, situación que se viene arrastrando desde el año 2018. Como se muestra en el Cuadro 3, al comparar los informes de riesgo país correspondientes al mes de septiembre para los años 2018-2019, se observa que las calificaciones de riesgo otorgadas por Moody's, Fitch y Standard & Poor's (S&P) han sido en algunos ajustadas a la baja o también ha sido modificada su perspectiva a negativa.

Cuadro 3

Calificaciones de Deuda Soberana de Largo Plazo en Moneda Extranjera
Región CARD a septiembre 2018 y septiembre 2019

País / Rating	Moody's		Fitch		S&P	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019
Costa Rica	Ba2 negativa	B1 negativa	BB negativa	B+ Negativa	BB- negativa	B+ negativa
El Salvador	B3 estable	B3 estable	B- estable	B- estable	CCC+ positiva	B- estable
Guatemala	Ba1 estable	Ba1 estable	BB estable	BB negativa	BB- estable	BB- estable
Honduras	B1 Estable	B1 Estable	n.c.	n.c.	BB- estable	BB- estable
Nicaragua	B2 estable	B2 negativa	B negativa	B- negativa	B negativa	B- negativa
República Dominicana	Ba3 estable	Ba3 estable	BB- estable	BB- estable	BB- estable	BB- estable

Fuente: <http://www.fitchratings.com>; <http://www.moody's.com>; <http://www.standardandpoors.com>. n.c.: no calificado.

No obstante, entre el segundo y tercer trimestre del año 2019 las calificaciones no han tenido variación, manteniéndose estables pese a las expectativas poco halagadoras respecto contexto macroeconómico en general. Sin embargo, el análisis que han ofrecido estas firmas calificadoras denota riesgos latentes que podrían acelerar la erosión en las finanzas públicas y por ende deteriorar la percepción de riesgo de los países de la región en el corto plazo.

Para Costa Rica, Moodys ha indicado que “las medidas que ha implementado el gobierno costarricense con la reforma fiscal, aunque van en la dirección correcta, no son suficientes para reducir el alto déficit”. Esta calificadora indica con preocupación que el déficit del Gobierno Central se colocará alrededor del 6.4% del PIB al finalizar el año 2019, siendo una señal negativa en el corto plazo respecto al cumplimiento del plan estabilización fiscal, y que su vez afectaría los costos de financiamiento en mercados nacional e internacional. Empero, no se visualiza de manera inmediata realizar un cambio en la calificación de riesgo, sino hasta el año 2020, dependiendo esta decisión de los resultados que arrojen las finanzas públicas costarricenses al finalizar el año en curso.

Por su parte en El Salvador, la percepción de riesgo se mantiene estable, aunque persisten factores estructurales que podrían obstaculizar la gestión de las finanzas públicas a través de una senda sostenible en el mediano plazo. Según las calificadoras “El crecimiento de El Salvador ha sido relativamente débil, promediando 2% entre 2009-2018, con una ligera aceleración a partir del año 2015. Se observan índices de deuda relativamente altos, y una creciente carga de pago de intereses, todo en un contexto de déficits fiscales persistentes. Estos déficits son impulsados en gran medida por la rigidez del gasto del

gobierno".⁷ Finalmente, los analistas perciben cierta susceptibilidad al riesgo político interno por parte de El Salvador. Si bien es cierto, los acuerdos políticos alcanzados para la aprobación de reformas (como la de pensiones) y de los presupuestos de los años 2018-2019 indican una menor probabilidad de materialización de este riesgo, se mantendrá como un factor importante a considerar, esto si no se logra consolidar un historial de mejores relaciones políticas entre los diferentes actores de la asamblea legislativa salvadoreña.

En *Guatemala* el cambio de autoridades gubernamentales no ha afectado la percepción de riesgo país. Esto se explica por una expectativa de crecimiento estable, sumado a un manejo prudente de las políticas económicas, así como otros factores que inciden positivamente en su calificación como ser el bajo déficit fiscal y el reducido endeudamiento público respecto al PIB. Sin embargo, la baja recaudación de impuestos, sumado a las presiones encaminadas a elevar el gasto público debido a los limitados resultados que muestran los indicadores sociales del país, podría comprometer en el mediano plazo la disciplina que ha caracterizado la conducción de la política fiscal de Guatemala a través de los últimos años.

Para *Honduras* el tema principal para mejorar la calificación de riesgo país, es la implementación efectiva de la reforma energética. Si bien es cierto la calificación se ha mantenido estable durante el último año, debido a la continuidad de las políticas gubernamentales, se necesitan estos cambios para lograr una mejora en el ranking. Sin embargo, la incertidumbre política al interior del país, en específico para la aprobación e implementación de reformas necesarias, podría mermar la actividad productiva del país, generando mayores presiones sociales. Lo anterior se complementa con lo expresado literalmente por S&P sobre los puntos álgidos que debe enfrentar el gobierno hondureño: "Las calificaciones soberanas de Honduras reflejan la opinión de S&P Global Ratings sobre el bajo nivel de PIB per cápita del país, la ausencia de previsibilidad y transparencia en la formulación de políticas y la rigidez de su tipo de cambio que limita la credibilidad y efectividad de su política monetaria, teniendo en cuenta como un factor positivo que se han tomado medidas para disminuir los requerimientos de entrega de divisas." De igual forma S&P percibe que "podrían haber problemas a largo plazo si el gobierno no aborda las debilidades institucionales en los organismos públicos clave y establece reglas claras para la reelección presidencial".

En el caso de *Nicaragua*, Fitch ratings avizora una caída en la actividad productiva por segundo año consecutivo, esperando cerrar el año 2019 con un -4.3% en la variación

⁷ i) [Moody's assigns B3 rating to El Salvador's global bond for \\$1,097 million](#); ii) [Moody's announces completion of a periodic review of issuers including El Salvador](#)

interanual del PIB. En su opinión Fitch expresa que “Los indicadores de consumo y el empleo formal se mantienen débiles, aunque el desempeño de las exportaciones se mantiene positivo y por otro lado las remesas están sirviendo de apoyo a la economía”.

⁸ Por su parte S&P Ratings en noviembre de 2019, cambio la perspectiva de Nicaragua de negativa a estable debido a la estabilización de las condiciones de liquidez. Según su análisis S&P menciona “Aunque persisten riesgos considerables, principalmente relacionados con la severa contracción económica y con el continuo impase político, consideramos actualmente que la probabilidad de que se materialicen es menor”⁹

Finalmente, para la *República Dominicana*, la agencia Fitch Ratings prevé un desempeño macroeconómico favorable para el año 2019, “se espera un crecimiento del PIB del 5,8% en 2019, menor al 7% observado en el 2018, con una moderación en la expansión de la inversión privada y un consumo interno que se mantendrá robusto, respaldado por una política monetaria expansiva que ha implementado diversas medidas como ser la reducción en el requisito de reserva bancaria en los depósitos denominados en pesos.

Fitch espera que el ajuste fiscal posterior a las elecciones desacelere el ritmo de crecimiento económico al 5.1% en 2020, mientras que la inversión se acelerará para el año 2021.” De igual forma la agencia menciona que el marco fiscal de la República Dominicana es más débil que sus pares con la misma calificación BB, principalmente por mayor rigidez de su gasto corriente y baja recaudación tributaria, sumado a que existen debilidades y riesgos en la transparencia y en la operatividad con la se administran los pasivos contingentes generados por las pérdidas recurrentes en el sistema eléctrico y los proyectos de infraestructura pública y Asociaciones Público Privado.

En resumen, las expectativas sobre el desempeño fiscal que se tiene en cada uno de los países de la región, por parte de las firmas calificadoras, agencias internacionales y otros organismos multilaterales, han influido en la percepción de riesgo por parte del mercado internacional, que tendrá repercusiones en el costo de financiamiento gubernamental en el corto y mediano plazo.

Lo anterior se puede observar en el comportamiento entre agosto 2018 – 2019 del Indicador de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI), en el cual Costa Rica y El Salvador tienen los índices más altos de la región, alcanzando valores de 4.89 y 4.86 respectivamente, lo que indica que se les exigiría un mayor *spread* respecto a las tasas cero riesgos de los bonos de EE.UU. Para el resto de los países del área, el EMBI se mantiene en línea o por debajo del índice global (3.61); República Dominicana con un 3.52, Honduras con un 2.83 y finalmente Guatemala con un 2.47 (Ver Gráfico 27), en

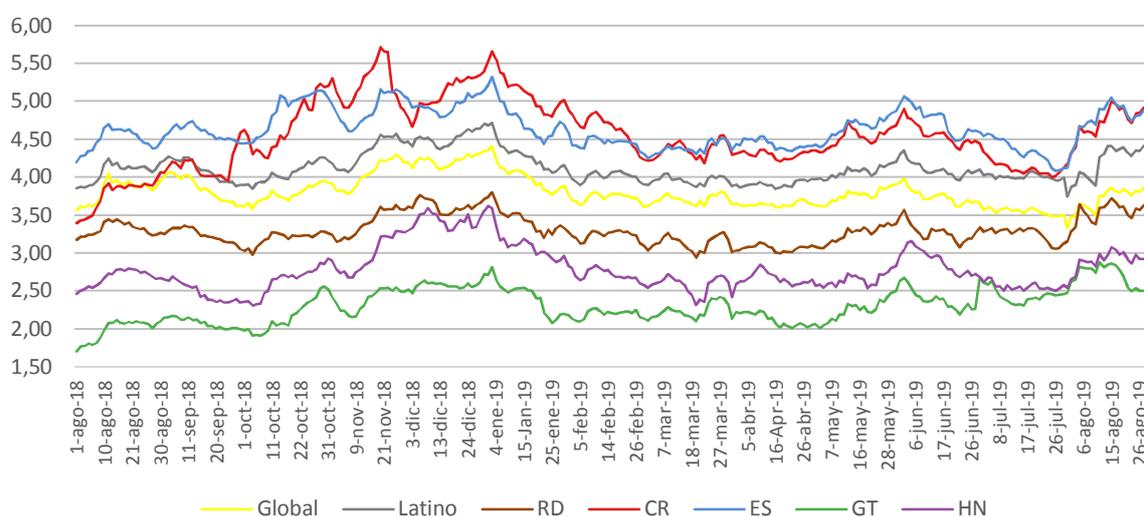
⁸ [Fitch Revises Nicaragua's Outlook to Stable; Affirms IDR at 'B-](#)

⁹ [S&P Global Ratings revisa perspectiva de Nicaragua a estable de negativa por estabilización de condiciones de liquidez; confirma calificaciones de 'B-/B'](#)

línea con la perspectiva de riesgo que se tiene en cuanto al desempeño actual de las finanzas públicas de estos países.

Es importante mencionar que el valor del indicador (EMBI) representa la diferencia entre tasa de interés que pagarían los bonos soberanos denominado en US\$ emitidos por un país de la región CARD, en comparación a la tasa de interés libre riesgo, asociada a los Bonos del Tesoro de Estados Unidos. Por lo tanto, el EMBI es un indicador importante para considerar la percepción de riesgo país, y por ende permite identificar los costos financieros asociados a esa percepción que deberán enfrentar los gobiernos de cada nación.

Gráfico 27
Indicador de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI)
Agosto 2018 - Agosto 2019



Fuente: INVENÓMICA.COM

3. Comentarios Finales

En términos generales, al cierre del tercer trimestre de 2019, la región mantuvo condiciones macroeconómicas relativamente estables. Las tendencias, por una parte, hacia la desaceleración del producto y, por la otra, hacia la aceleración de la inflación, parecen haberse contenido a pesar de un entorno internacional que continúa sin resultar del todo favorable.

Sin embargo, las condiciones que prevalecieron durante el primer semestre no dejaron de pasar la factura en términos de un bajo incremento de la recaudación fiscal. A pesar de ello, el gasto público aceleró su tasa de crecimiento, lo que ha llevado a que la región presente el peor resultado fiscal de los últimos cuatro años. Como resultado, el nivel de

endeudamiento del gobierno central en la región con cifras a agosto (excluyendo Nicaragua) ya superó el 40% del PIB.

En informes anteriores la SECMCA ha llamado la atención sobre la importancia de consolidar las posiciones fiscales en el mediano plazo, realizando acciones para mejorar la administración tributaria y la focalización del gasto público, sobre todo en una coyuntura donde posiblemente serán necesarias posturas anticíclicas de política fiscal que deberán ser implementadas por parte de los gobiernos de la región. No obstante, los resultados esperados para 2019 perjudicaría el logro de ese objetivo.

La situación fiscal en la región ha mantenido un perfil deficitario a pesar de que en varios países se han implementado reformas tributarias. De este modo, se mantiene la vulnerabilidad de los ingresos tributarios ante perturbaciones que afecten la actividad económica, aún en períodos relativamente cortos, frente a una estructura de gastos relativamente inflexible, lo cual limitaría sensiblemente las posibilidades de implementar políticas fiscales contracíclicas.

En una región altamente vulnerable, entre otras cosas, a desastres derivados del cambio climático con fuerte impacto en el sistema productivo y la infraestructura, es imperativo fortalecer la inversión y las redes de asistencia social para asegurar el bienestar de la población. No obstante, ante los reducidos espacios fiscales se hace necesario valorar la necesidad de implementar nuevas formas de promover y financiar estos requerimientos. Las asociaciones público-privadas podrían constituirse en una herramienta para promover inversión donde haya poco margen de maniobra fiscal, apoyadas con una mayor integración de los sistemas financieros regionales, la reducción de distorsiones y formalización en los mercados (especialmente el laboral) para incrementar la competitividad, reducir los costos de remesar dinero y mejorar el acceso a la intermediación formal y fortalecer la innovación, la investigación y el “emprendedurismo” en la sociedad, entre otras políticas públicas.