



**BALANCE  
PRELIMINAR DE  
LA ECONOMÍA  
DE LA REGIÓN  
2013**



**SAN JOSÉ, COSTA RICA**

**FEBRERO 2014**

# BALANCE PRELIMINAR DE LA ECONOMÍA DE LA REGIÓN 2013

## I. Resumen Ejecutivo

Para la región centroamericana el año 2013 se puede caracterizar como uno en el que prevaleció la estabilidad de precios y el bajo crecimiento económico con la persistencia de importantes desequilibrios en los frentes fiscal y externo; todo ello en un contexto dominado por una economía mundial todavía débil y apoyada por una política monetaria expansiva en las principales economías desarrolladas.

En efecto, en términos generales la región ha sido exitosa en el control de la inflación, ya que aunque a comienzos de la reciente crisis financiera internacional, la región mostraba tasas de inflación de dos dígitos, rápidamente el crecimiento de precios retornó a niveles bajos y en 2013 el promedio regional la inflación interanual fue menor al 4,5%.

No obstante, estos resultados en materia inflacionaria se dan también en una coyuntura de bajo crecimiento de la producción, lo cual genera dudas sobre su sostenibilidad en un escenario de reactivación económica o nuevos rebotes de presiones inflacionarias internacionales. En efecto, el crecimiento de la actividad económica de la región durante 2013 fue poco satisfactorio y de hecho la variación acumulada en el índice Mensual de Actividad Económica (tendencia-ciclo) para la mayoría de los países de la región fue inferior a la del año 2012.

El desequilibrio externo, medido por el saldo trimestral de la cuenta corriente de la balanza de pagos, registró durante el año 2013 un saldo deficitario de alrededor de US\$11,500 millones (5,3% del PIB), inferior en US\$ 1,000 millones al observado durante el año 2012. En ese resultado ha influido fundamentalmente el déficit comercial, el cual se mantuvo relativamente estable durante 2013, a pesar del impacto negativo que ha tenido en el valor de las exportaciones la caída de los precios internacionales del café, la aparición de la roya y la menor demanda externa como resultado de la ralentización de las economías de los principales socios comerciales, entre otros factores. Sin embargo, la persistencia de tasas de interés sumamente bajas en los países en desarrollo, mantuvo los flujos de capitales hacia las economías de la región, lo cual ha llevado a la mayoría de sus bancos centrales a acumular niveles históricamente altos de reservas monetarias internacionales-

Con excepción de Nicaragua, persiste en el resto de los países de la región la simultaneidad de déficits fiscales con déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos (déficits “gemelos”, en la literatura económica). Lo anterior sugiere la necesidad de que las autoridades económicas realicen esfuerzos no solamente para asegurar una senda sostenible para los niveles de endeudamiento, sino también para realizar los ajustes estructurales necesarios que, junto con la sostenibilidad de las finanzas públicas, garantice la sostenibilidad a largo plazo de la posición externa de los países de la región.

El año 2013 podría considerarse como estable en términos de las acciones de política monetaria ejecutadas por los bancos centrales de la región, pues las tasas de referencia no tuvieron mucha variabilidad. Con ello, la tasa de crecimiento de los diferentes agregados monetarios mostró algún grado de convergencia luego de la mayor volatilidad observada en los años después de la crisis financiera internacional. Una situación similar se observa en el caso del crédito del sistema bancario, donde tanto el crédito total como el crédito al sector privado de las Otras Sociedades de Depósito mostraron la tasa de crecimiento promedio más alta desde 2008.

Sin embargo, las colocaciones en moneda extranjera continuaron siendo más dinámicas que las colocaciones en moneda nacional en casi todos los países de la región, lo cual es particularmente relevante bajo las circunstancias que podrían prevalecer en los mercados financieros internacionales en el futuro cercano. Las autoridades supervisoras de la región deberán seguir con atención la evolución de estos mercados con el fin de prevenir situaciones de inestabilidad en los sistemas financieros del área.

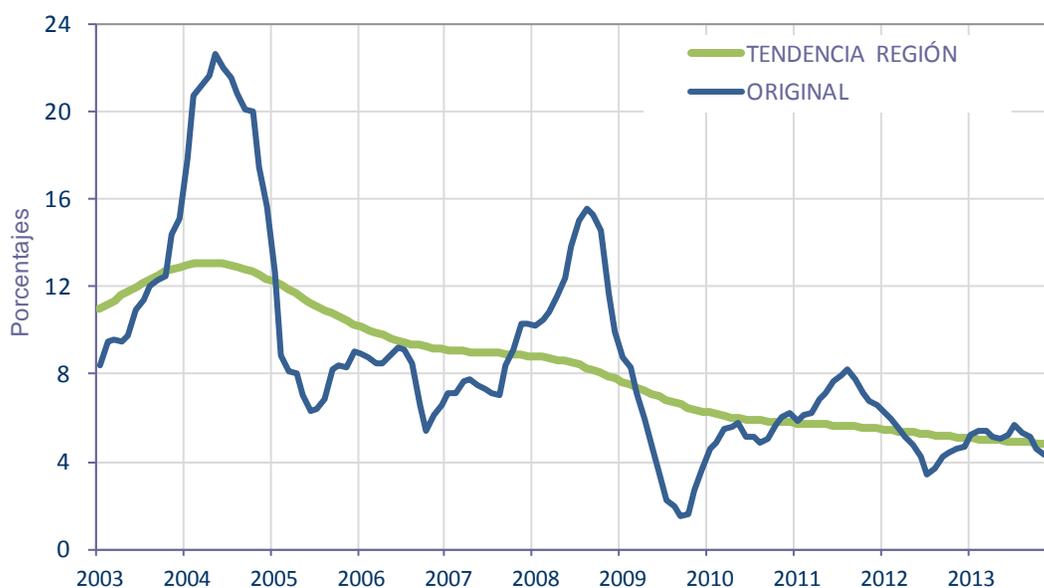
Adicionalmente, persiste cierta atomización del mercado financiero regional, en evidencia cuando se analiza la dispersión del promedio de las tasas de interés activas en términos reales, pues existen alrededor de 10 puntos porcentuales de diferencia entre la mínima y la máxima observadas entre los países; esto sugiere un espacio importante para la coordinación de políticas que promuevan una mayor integración de los sistemas financieros de la región.

Hacia el futuro cercano, el principal reto será alcanzar niveles sostenibles de déficits fiscales y de cuenta corriente de la balanza de pagos en una coyuntura donde posiblemente se observe una recuperación de la economía mundial, y un menor volumen (e incluso reversiones) de flujos de capital hacia las economías en desarrollo.

## II. La inflación bajo control, pero persiste el bajo crecimiento

En términos generales, la región CARD ha sido exitosa en el control de la inflación. A comienzos de la reciente crisis financiera internacional, la región todavía mostraba tasas de inflación de dos dígitos. Sin embargo luego de ese repunte temporal, la inflación interanual se mantuvo en un dígito y al cierre de 2013 es menor al 4,5% (ver gráfico 1) manteniendo una marcada tendencia decreciente, con niveles por país que van desde el 0,8% en el caso de El Salvador, hasta 5,5% en el caso de Nicaragua.

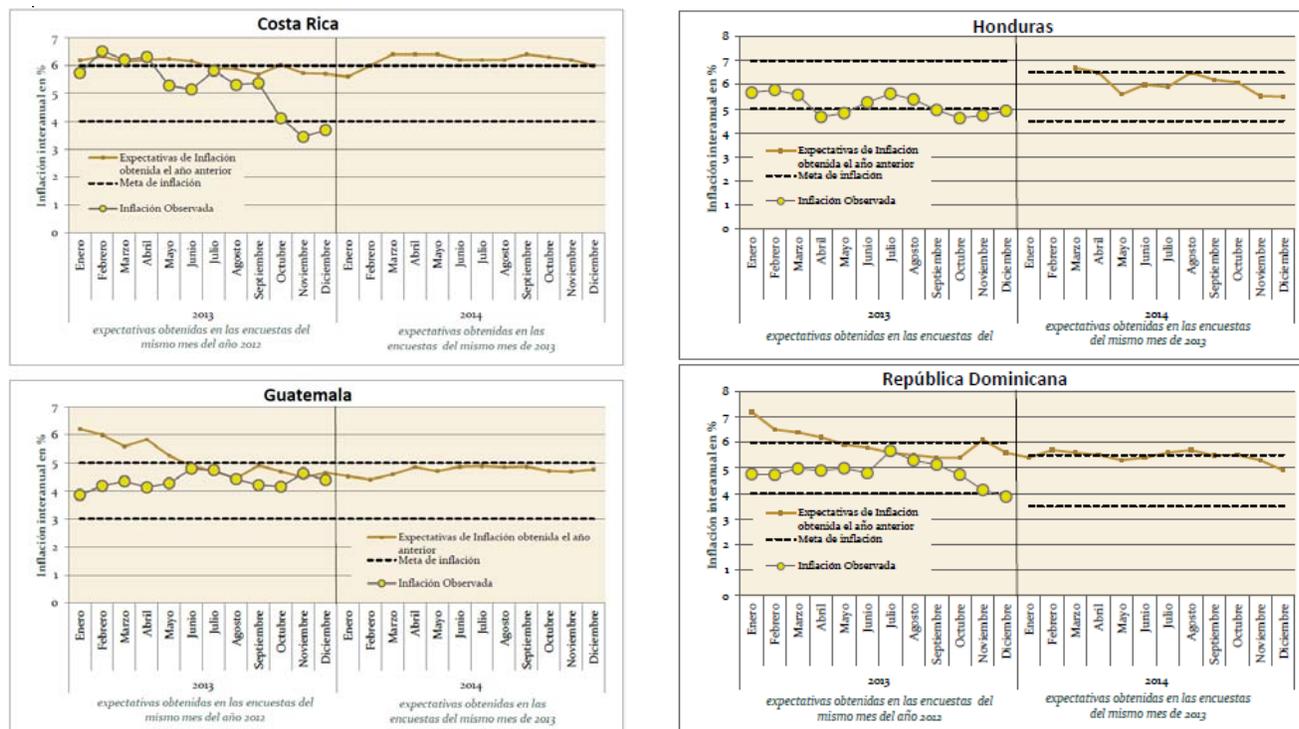
**Gráfico 1**  
**Centroamérica: Índice de Precios al Consumidor**  
**Variación Interanual**



Fuente: Reporte Económico Mensual. SECMCA, enero 2014.

Lo anterior es resultado de diferentes factores. Si bien es cierto que la situación económica mundial ha contribuido a que se den menores presiones inflacionarias, especialmente asociadas con el impacto de los precios de las materias primas internacionales, también es claro que los diferentes países de la región se mantuvieron apoyando esquemas de política monetaria o cambiaria orientados hacia la estabilización de inflación que, en el contexto descrito, han contribuido a mantener controladas las expectativas de los agentes económicos, tal y como se muestra en el gráfico 2 para el grupo de países que realizan encuestas de esa naturaleza.

**Gráfico 2**  
**Países Seleccionados: Evolución de la inflación y Expectativas**  
**2013-2014**



**Fuente: Reporte Mensual de Inflación Regional Diciembre, 2013. SECMCA.**

En Costa Rica la inflación interanual fue de 3,68% al cierre de 2013 y es menor que la registrada el año anterior (4,55%). Los grupos que tuvieron mayor efecto sobre la variación anual fueron: Comunicaciones (0,7pp) y Alimentos y bebidas no alcohólicas (0,7pp). Cabe destacar que inflación del 2013 es la más baja en los últimos 10 años. Mientras que el incremento de los precios fue apenas de 0,8% en El Salvador, lo cual refleja principalmente el comportamiento de los precios de alimentos, bebidas, los servicios básicos, el transporte y la educación. Esta variación en el índice de precios es similar a la del año anterior, pero las variaciones mensuales del IPC mostraron menor volatilidad durante 2013.

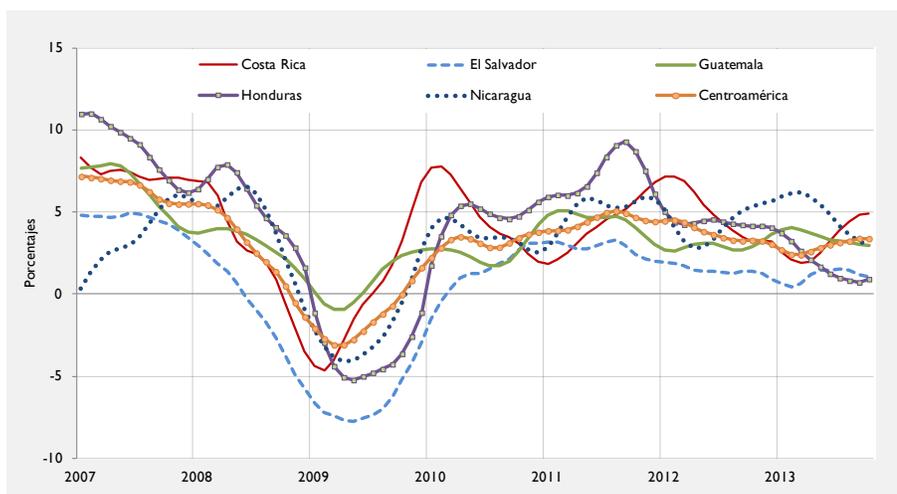
En Guatemala la inflación alcanzó un 4,39% (un 3,45% en 2012) y se mantuvo dentro del rango meta de 3% y 5%, impulsada principalmente por el rubro de alimentos y bebidas no alcohólicas (2.7 pp). En Honduras, la variación interanual del IPC (4.92%) fue inferior en 0.47 pp a la observada en 2012 (5.39%), ubicándose así dentro del rango meta establecido en la revisión del Programa Monetario 2013-2014 (5.5% ±1.0 pp). Los rubros que más contribuyeron en este resultado fueron: “Alimentos y Bebidas no Alcohólicas” con 1.59 pp y “Alojamiento, Agua, Electricidad, Gas y Otros Combustibles” con 1.09 pp

Por su parte, en Nicaragua la inflación nacional se ubicó en 5.54 por ciento (6.62% en diciembre 2012), explicado principalmente por el comportamiento de las divisiones alimentos y bebidas no

alcohólicas; alojamiento, agua, electricidad y otros combustibles; y restaurantes y hoteles, las cuales registraron en conjunto el 61.6 por ciento del resultado acumulado. En tanto que, República Dominicana la inflación acumulada del período se sitúa en 3.9%, por debajo del límite inferior del rango-meta establecido en el Programa Monetario de  $5\% \pm 1\%$  para 2013. El transporte y otros servicios fueron los rubros que más influyeron en la variación del IPC (3 pp entre ambos).

No obstante, estos resultados en materia inflacionaria se dan también en una coyuntura de bajo crecimiento de la producción, lo cual genera dudas sobre su sostenibilidad en un escenario de reactivación económica o nuevos rebrotes de presiones inflacionarias internacionales. En efecto, el crecimiento de la actividad económica de la región durante 2013 ha sido poco satisfactorio y menos dinámico que el año anterior, tal y como se observa en el gráfico 3. La variación acumulada en el índice Mensual de Actividad Económica (tendencia-ciclo) para la mayoría de los países de la región (con datos a octubre) era inferior a la del año 2012 (con excepción de Guatemala).

**Gráfico 3**  
**Centroamérica: Variación Interanual del IMAE**

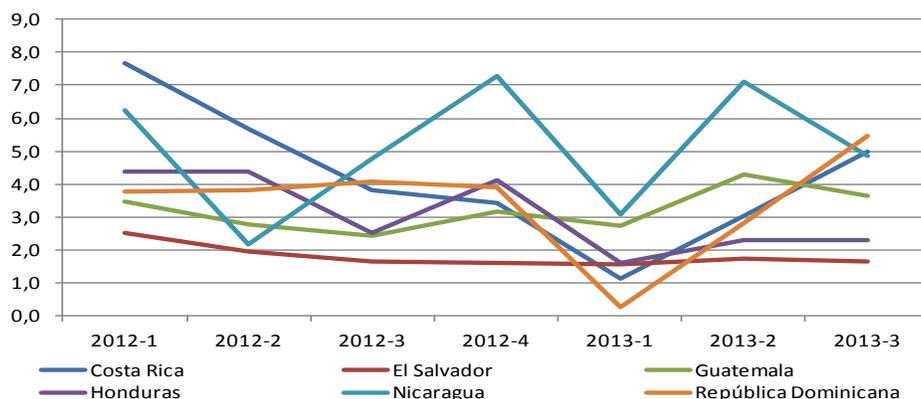


**Fuente: Reporte Mensual de Actividad Económica Octubre, 2013. SECMCA, enero 2014**

Sin embargo, cuando se comparan las tasas de crecimiento del PIB trimestral<sup>1</sup> es posible observar una dinámica un tanto diferente en la evolución de los primeros tres trimestres de 2013 en relación con el año anterior. En el gráfico 4 es claro que, aunque a menores tasas en promedio, la tendencia de la tasa de crecimiento es positiva, situación contraria a la observada en el año 2012. Incluso Costa Rica, Guatemala y República Dominicana tuvieron tasas de crecimiento interanual en el tercer trimestre superiores a las del mismo período del año anterior. El Salvador y Nicaragua mantuvieron el ritmo de crecimiento y solamente en Honduras se redujo levemente.

<sup>1</sup> A partir de enero, 2014 el Banco Central de Honduras publica estadísticas del PIB trimestral, con lo cual se completa ese indicador para la región. La información está disponible en la siguiente dirección electrónica: [http://www.bch.hn/pib\\_trimestral.php](http://www.bch.hn/pib_trimestral.php)

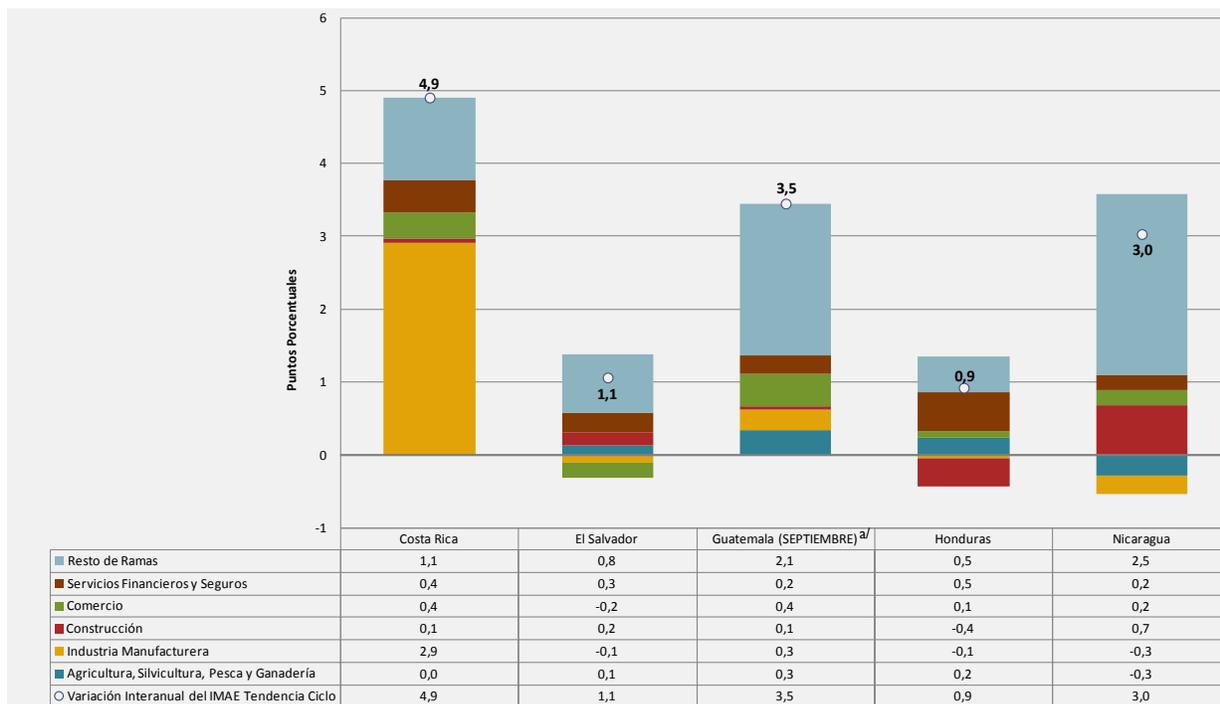
**Gráfico 4**  
**CARD: Tasa de Crecimiento Interanual del PIB Trimestral**



Fuente: Reporte Económico Mensual. SECMCA, enero 2014.

En particular, es posible observar (ver gráfico 5) cómo las actividades proveedoras de servicios (diferentes a los financieros) han pasado a ser el elemento que ha contribuido en mayor medida al crecimiento de la economía en la mayoría de los países, con aportes que van desde medio punto porcentual en el caso de Honduras hasta 2,5 puntos porcentuales en el caso de Nicaragua. Solamente en Costa Rica el aporte de dicha actividad fue superado por otra, en particular por la industria manufacturera y por un margen de más de un punto porcentual.

**Gráfico 5**  
**Centroamérica: Contribución de las ramas de actividad a la variación interanual del IMAE global**



Fuente: Reporte Mensual de Actividad Económica. SECMCA, enero 2014.

En Costa Rica se espera que en 2013 la economía termine con un 3,5% de expansión, en comparación con un 5,1% en 2012. La actividad productiva estuvo liderada por la industrias manufacturera; transporte, almacenamiento y comunicaciones; comercio, restaurantes y hoteles; servicios financieros y servicios empresariales. El menor crecimiento se explica principalmente por una pérdida de dinamismo del consumo privado sumado a una caída de las exportaciones netas.

En El Salvador, también debido a bajos niveles de consumo e inversión por el lado de la demanda y al impacto de la roya del café sobre la actividad agrícola por el lado de la oferta, se estima que el PIB real haya aumentado en sólo 1.9% en 2013, igualando el crecimiento del año anterior. Con datos a noviembre, la evolución del IVAE muestra que los servicios comunales, sociales y personales, la construcción y la actividad financiera (en ese orden) son los que más aportaron a la tasa de crecimiento durante el año. No obstante, las expectativas de crecimiento para el futuro continúan siendo las más bajas de la región.

En Guatemala se estima que el PIB real aumentó entre 3.2% y 3.6% en 2013 impulsado por el dinamismo en los servicios privados, el comercio, la agricultura y la industria manufacturera. Por el lado de la demanda se calcula un crecimiento en las exportaciones, en el consumo y en la inversión privados. En los primeros tres trimestres trimestre, el PIB creció un 3.6% en promedio (frente a un 3% en 2012).

En Honduras, conforme a la nueva serie de PIB trimestral, al cierre del tercer trimestre la producción nacional de bienes y servicios reportó una variación promedio de 2.1% (bastante inferior al 3.8% registrado en 2012). Con excepción de la industria manufacturera, todos los sectores exhiben tasas de crecimiento menores que las del año anterior, en particular la construcción. Por el lado de la demanda, el consumo tanto público como privado ha ayudado a compensar el efecto negativo de la demanda externa y la formación bruta de capital. Ante esta perspectiva, es probable que el crecimiento de 2013 haya sido menor al 2.5%.

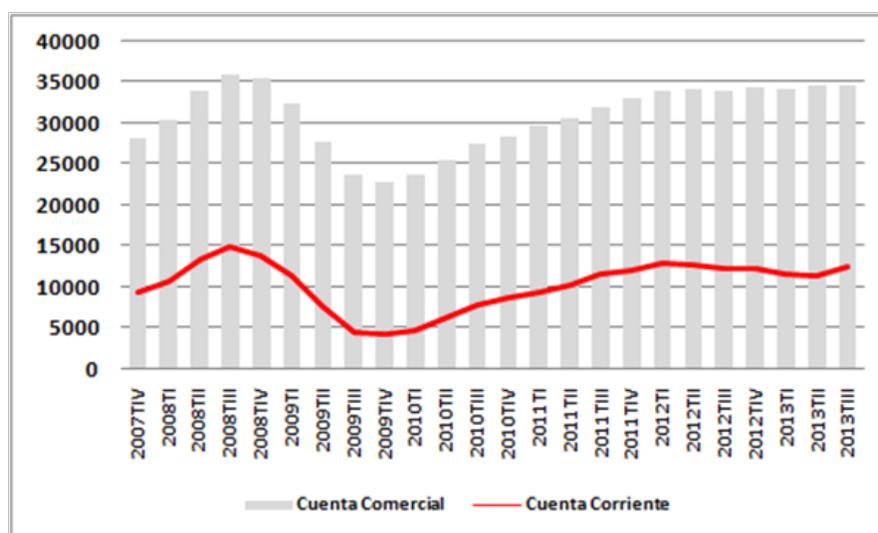
En Nicaragua el crecimiento promedio de los primeros tres trimestres de 2013 es de 5,3%, al cual han aportado de una manera importante los servicios y la construcción. Se calcula que el 2013 reportó un crecimiento total del PIB cercano al 5% (similar al crecimiento de 2012 pero superior al previamente estimado de 4,2%).

En República Dominicana, el PIB real registró una expansión de 2.9% en el período enero-septiembre de 2013, señalando una recuperación respecto de los niveles observados a inicios de año. Durante el tercer trimestre, la demanda interna registró un repunte, sustentado principalmente por un aumento en el consumo privado y por el crecimiento sostenido de las exportaciones, particularmente de oro. Con ello, el crecimiento económico al cierre de 2013, se estaría ubicando por encima del 3%.

### III. Los desequilibrios externo y fiscal siguen requiriendo especial atención

El desequilibrio externo en la región, medido por el saldo trimestral de la cuenta corriente de la balanza de pagos, registró durante el año 2013 un saldo deficitario de alrededor de US\$11,500 millones (5.3% del PIB), inferior en US\$ 1,000 millones al observado durante el año 2012. En ese resultado ha influido fundamentalmente el déficit comercial, el cual se ha mantenido relativamente estable durante 2013, a pesar del impacto negativo que ha tenido en el valor de las exportaciones la caída de los precios internacionales del café, la aparición de la roya y la menor demanda como resultado de la ralentización de las economías de los principales socios comerciales, entre otros factores (ver gráfico 6). Asimismo, cabe destacar el resultado superavitario de la balanza de servicios y el efecto positivo de las transferencias corrientes que han recuperado sus niveles observados previo a la crisis económica y financiera global.

**Gráfico 6**  
**CARD: Cuenta Corriente y Cuenta Comercial de la Balanza de Pagos**  
**- Valores en US\$ y en trimestres acumulados móviles –**

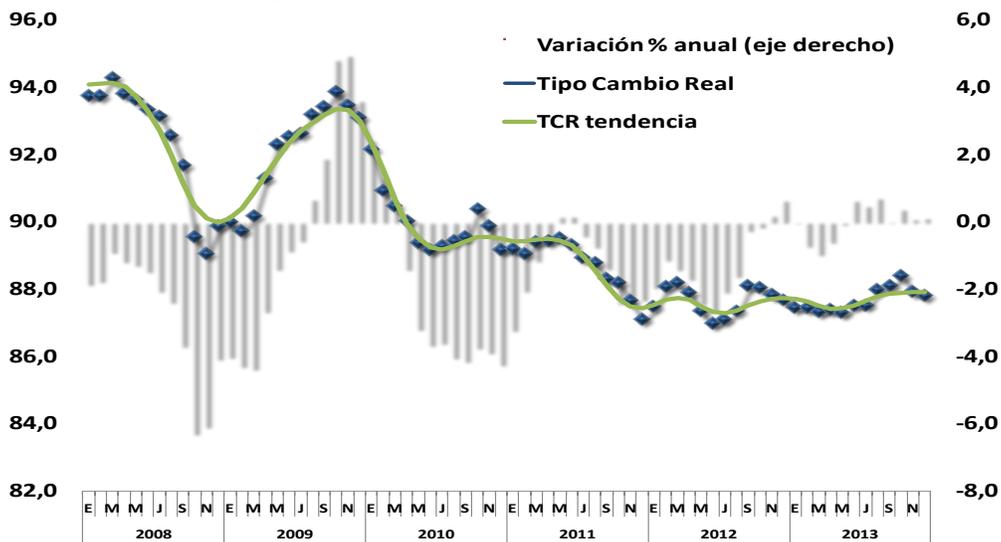


Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR/SECMA.

Como se ha señalado, el fenómeno ocurre en un contexto de bajo crecimiento económico para la región el cual se ha apoyado principalmente en la demanda interna. Adicionalmente la política monetaria implementada en los EE.UU. y otros países desarrollados se tradujo en presiones sobre el precio relativo de las diferentes monedas de los países de la región con relación al dólar, lo cual se tradujo en presiones para el deterioro del tipo de cambio real (ver gráfico 7).

**Gráfico 7**

**Región CARD: Evolución del Tipo de Cambio Real**



Fuente: Reporte Económico Mensual. SECMCA, enero 2014.

No obstante, la tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio real parece haberse contenido con mayor claridad en el primer semestre de 2013, lo que podría contribuir a mejorar el resultado de la balanza comercial. Incluso se observó alguna recuperación en el indicador en la segunda mitad del año, un resultado positivo, aunque todavía es temprano para aceptar esa condición como de carácter permanente en la región.

Con este panorama, en Costa Rica se estima que a fines de 2013 la cuenta corriente de la balanza de pagos haya registrado un déficit del 5.1% del PIB, prácticamente idéntico al de 2012. En ese resultado influiría el de la cuenta comercial que registraría un déficit de 13.0% del PIB, inferior en 0.7 puntos porcentuales al de 2012. Cabe destacar el bajo crecimiento de las exportaciones de alrededor de 1.2% y fundamentalmente el bajo ritmo de crecimiento de las importaciones de bienes que registrarían una tasa de crecimiento en torno al 3.2% en 2013, inferior al 8.3% registrado en 2012. Por su parte, la cuenta capital y financiera podría registrar una disminución de alrededor de un 15% en comparación al saldo observado en 2012, principalmente por menores ingresos de capital privado los cuales contrastan con el mayor financiamiento externo del sector público y la mayor inversión extranjera directa.

En El Salvador a septiembre de 2013 el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se había incrementado en alrededor de un 25%, resultado que obedece fundamentalmente al déficit de la balanza comercial, en el que influiría el bajo crecimiento de las exportaciones y las mayores importaciones de bienes de consumo, intermedios y de capital durante el año 2013. El banco central estimó que las exportaciones podrían tener un bajo crecimiento de alrededor de un 3.8%, resultado de una caída de las exportaciones tradicionales de alrededor de 16.0%, como producto de la baja en los precios internacionales del café y el impacto de la roya del café. Ese resultado se ha visto compensado por un incremento de las no tradicionales de 4.4% y de maquila de 10.0%. Al

cierre del año, se espera que el déficit de cuenta corriente como porcentaje del PIB se sitúe alrededor de 4.3%.

En el caso de Guatemala se estima que la balanza de pagos podría haber registrado a finales de 2013 un saldo deficitario equivalente a 3.1% del PIB, superior al de 2.9% observado durante 2012, resultado que se explicaría principalmente por el saldo deficitario de la balanza comercial, compensado por el resultado favorable de las transferencias corrientes. Las exportaciones habrían aumentado levemente (2.0%), mientras que las importaciones aumentarían un 4.0%. En el resultado positivo de la balanza de capital y financiera (de alrededor de US\$2,300.0 millones) influiría el incremento de la inversión extranjera directa, el crédito comercial y el financiamiento externo del sector público.

Por su parte en Honduras, el banco central pronosticó que para 2013 el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos podría haberse ubicado en alrededor de 8.1% del PIB, resultado principalmente derivado de la balanza comercial, en la cual las exportaciones de bienes se han visto afectadas por la desaceleración en la demanda de bienes para transformación por la menor demanda de parte de los Estados Unidos de América, la caída en el valor de las exportaciones de café por el impacto de la roya y la disminución de la cotización internacional. Mientras que las importaciones estarían registrando un leve caída de alrededor de un 3.5%, principalmente por la disminución de las importaciones de combustibles, bienes de consumo, lubricantes y energía, bienes de capital y materiales de construcción. A finales del año 2013, el saldo de las reservas monetarias internacionales netas habría aumentado en alrededor de US\$480.0 millones.

De acuerdo a las últimas estimaciones del Banco Central de Nicaragua, se esperaría a finales de 2013 un déficit de la cuenta corriente equivalente a un 13.4% del PIB, superior en 0.6 puntos porcentuales al observado en 2012, de 12.8%. Resultado que estaría explicado por el saldo de la balanza comercial que podría registrar un déficit mayor en 5.7% al observado en 2012. Las exportaciones de bienes habrían crecido alrededor de 1.2% en 2013 y las importaciones de bienes un incremento de 2.7%. Cabe destacar que en el bajo crecimiento de las exportaciones ha influido la caída en los precios de los principales productos de exportación, no obstante el crecimiento del valor de las exportaciones de la minería y de las zonas francas. Mientras que en el valor de las importaciones ha impactado la estabilidad en el precio del petróleo y la desaceleración de las importaciones de bienes de capital, explicado por la disminución de la inversión privada interna. El saldo positivo de la balanza de pagos a finales de 2013 podría ser de alrededor de US\$100.0 millones.

En lo referente a República Dominicana, se estimó que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos durante 2013 sería de 4.7% del PIB. En ése resultado influiría el saldo de la balanza comercial, en el cual son relevantes las exportaciones de oro que a septiembre habían superado los US\$800.0 millones y las mayores exportaciones de bienes para transformación de las zonas francas, a pesar de la caída en el valor de las exportaciones de mercancías, que han sido afectadas por la baja de los precios internacionales. En tanto que las importaciones a septiembre habían crecido en alrededor de 3.2%, crecimiento que se explica principalmente por las mayores

importaciones de petróleo y derivados. Cabe enfatizar en el comportamiento de los ingresos por turismo que a septiembre registraban una tasa de crecimiento de alrededor de un 7.0%.

A pesar del resultado en cuenta corriente de la balanza de pagos, la persistencia de tasas de interés sumamente bajas en los países en desarrollo, incentivó los flujos de capitales hacia las economías de la región, lo cual ha llevado a los bancos centrales a acumular niveles históricamente altos de reservas monetarias internacionales (ver gráfico 8).

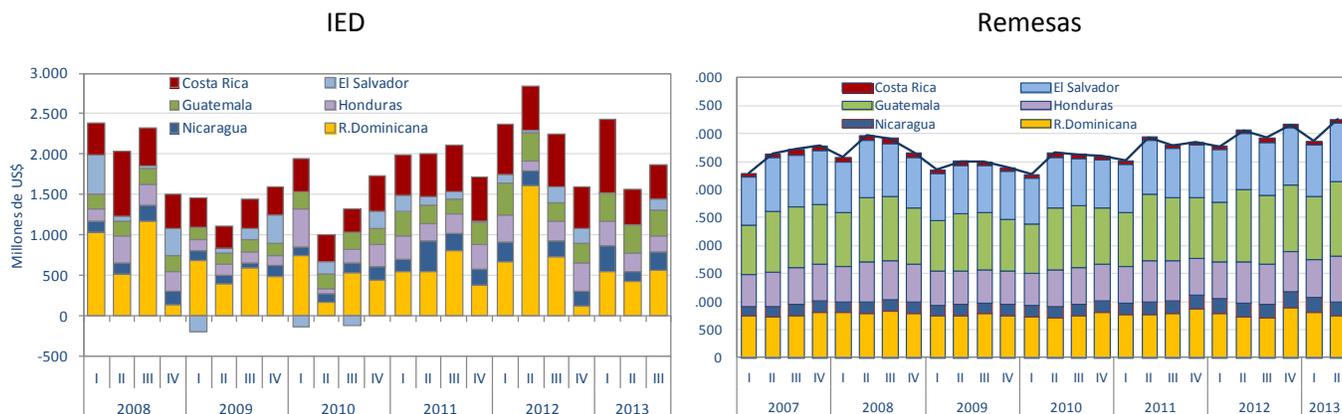
**Gráfico 8**  
**Región CARD: Reservas Internacionales Netas de los Bancos Centrales**



Fuente: Reporte Económico Mensual. SECMCA, enero 2014.

Afortunadamente, las fuentes de financiamiento del déficit en la balanza comercial, tales como los flujos de inversión extranjera directa (IED) y las remesas, al menos se mantuvieron a los niveles previos a la crisis. Un fenómeno interesante, es el hecho de que las transferencias muestran un comportamiento más estable que la inversión extranjera directa para la región como un todo (ver gráfico 9). En este factor contribuye principalmente la volatilidad de la IED, sobre todo en el caso de República Dominicana.

**Gráfico 9**  
**CARD: Flujos de Remesas e Inversión Extranjera Directa (IED)**



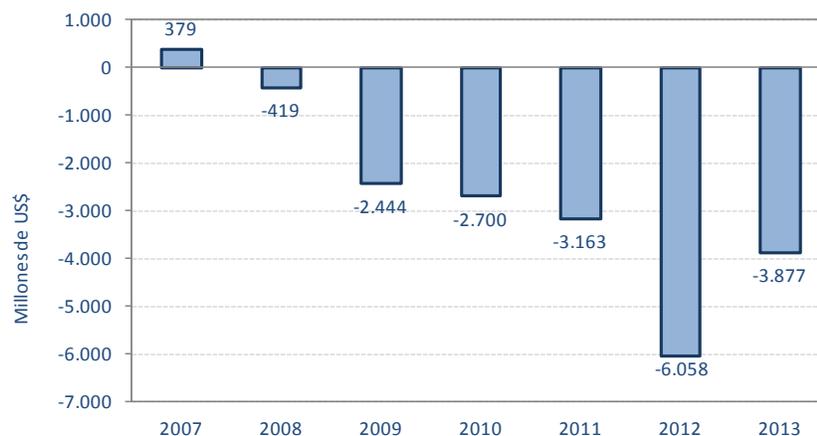
**Fuente: Reporte Económico Mensual. SECMCA, enero 2014.**

El contexto descrito representa un reto relevante para la región, pues en la medida que una mayor tasa de crecimiento del producto mundial presione el precio de las materia primas, especialmente en el caso de los hidrocarburos, el deterioro de la balanza comercial en las economías de la región provocaría una demanda por mayores volúmenes de financiamiento externo el cual, nuevamente, podría resultar relativamente escaso cuando las condiciones financieras internacionales no sean tan favorables como lo han sido hasta ahora. Lo anterior se convertiría en una fuente de presión adicional sobre los tipos de cambio y los niveles de reservas internacionales para los países de la región.

Paralelamente, la situación fiscal de los la mayoría de países de la región merece atención especial. Aún cuando se presentó una mejora en el resultado financiero del gobierno para la región en su conjunto durante 2013 (con datos a agosto, gráfico 10), la evolución de las finanzas públicas no es homogénea en todos los países de la región. El Salvador, Guatemala y República Dominicana se espera presenten déficits menores a 3% del PIB, mientras que Costa Rica y Honduras mostrarán desbalances superiores al 5% del PIB. Solamente Nicaragua se espera que presente un leve superávit de 0,5% del PIB.

**Gráfico 10**

**CARD: Saldo Operacional con donaciones del Gobierno Central**



Fuente: Reporte Económico Mensual. SECMCA, enero 2014.

Al cierre del año, en Costa Rica el déficit fiscal del gobierno central presentó un deterioro de alrededor de casi un punto del PIB en relación con el año anterior (5.4% en comparación con 4.9% en el 2012). Los ingresos totales del gobierno central se incrementaron un 8,2% en términos nominales mientras que los gastos totales lo hicieron en un 14,2%. El mayor crecimiento del gasto es consecuencia principalmente del aumento del pago de intereses el incremento de las remuneraciones y las mayores transferencias realizadas al sector público.

En Guatemala, los ingresos totales del gobierno central registraron un aumento de un 7,8%, el cual resultó superior al crecimiento de los gastos totales (5,7%). Aún cuando se observó una situación análoga a la de El Salvador con el caso de las donaciones (aunque en menor medida), el déficit nominal se redujo. Como porcentaje del PIB, el déficit registraría un 2.17% del PIB en 2013, es decir, casi un cuarto de punto menor en relación con el mismo período del 2012.

Con cifras a octubre, en El salvador, a pesar del menor ritmo de actividad económica, el crecimiento de los ingresos tributarios fue de 9,6%, el cual fue superior al de los ingresos totales (9%). Los gastos totales crecieron en una menor proporción (7,1%), pero debido a una disminución importante en los ingresos por concepto de donaciones, el déficit del Gobierno Central se incrementó en un 37%, así se estima que el déficit fiscal alcance 5.4% del PIB en 2013.

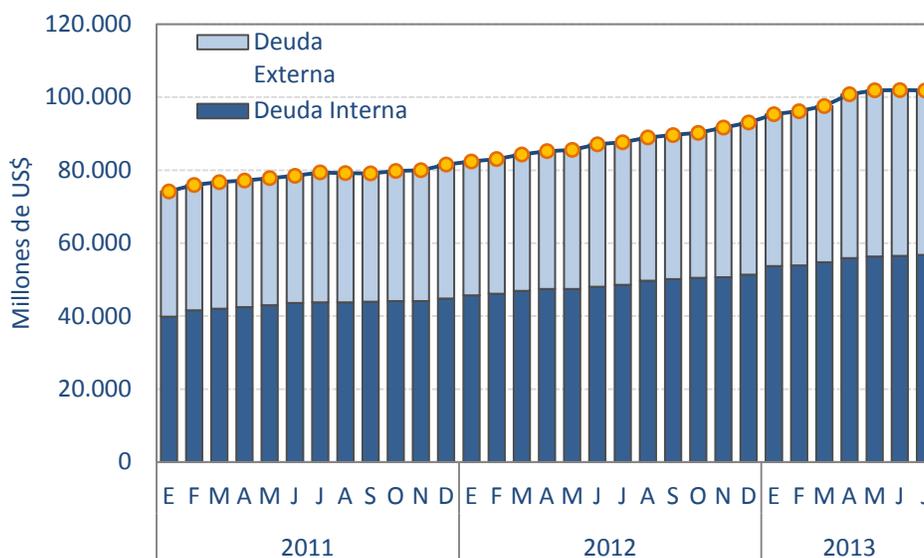
Nicaragua y República Dominicana presentan los resultados fiscales más destacables de la región. Nicaragua (con datos a noviembre) es el único país de la región que reporta un superávit de en sus finanzas públicas, aunque se redujo en relación con el superávit acumulado en el mismo lapso del año anterior (0,28% del PIB comparado con 0,62% en el 2012). En el caso de República Dominicana, es importante destacar el esfuerzo realizado para reducir el faltante fiscal, que implicaría, al finalizar el año, un ajuste de 4 puntos del PIB en relación al 2012 (el déficit se reduciría de 6.9% a 2.8% del PIB en 2013). La corrección en las cifras fiscales es resultado

principalmente de una importante reducción de 28% en los gastos totales de la administración central como consecuencia de una baja en la inversión fija y las transferencias de capital.

El panorama fiscal más complicado de la región lo presenta Honduras. Con datos recopilados a setiembre, el déficit del gobierno central ya alcanzaba 3,9% del PIB, con una mejora poco significativa en relación con el año anterior (4.2% al mismo período de 2012). A pesar de que la tasa de crecimiento de los ingresos a lo largo de los primeros nueve meses del año fue superior a la de los gastos en 3,5 pp. se espera que al cierre del año el desbalance en las finanzas públicas podría superar al 6% del producto.

En cuanto al financiamiento se refiere, la información disponible muestra que el endeudamiento total a nivel de la región se ha incrementado de 45,6% a 48,9% durante 2013 con una distribución equitativa entre el endeudamiento interno y el externo (alrededor de 24.5% del PIB cada tipo de deuda).

**Gráfico 11**  
**CARD: Evolución de la Deuda del Gobierno Central**



Fuente: Reporte Económico Mensual. SECMCA, enero 2014.

No obstante, cada uno de los países muestra diferentes perfiles de endeudamiento. Por ejemplo, Costa Rica y Honduras incrementaron sus niveles de deuda con respecto al PIB en más de 5.5 puntos porcentuales (7,7% y 5.9% respectivamente), lo cual no es de extrañar cuando se analizan sus resultados fiscales. Ambos países incrementaron también con mayor intensidad sus niveles de endeudamiento externo, muy probablemente con el fin de reducir la presión sobre el gasto de intereses al aprovechar las menores tasas de interés que han prevalecido en los mercados globales

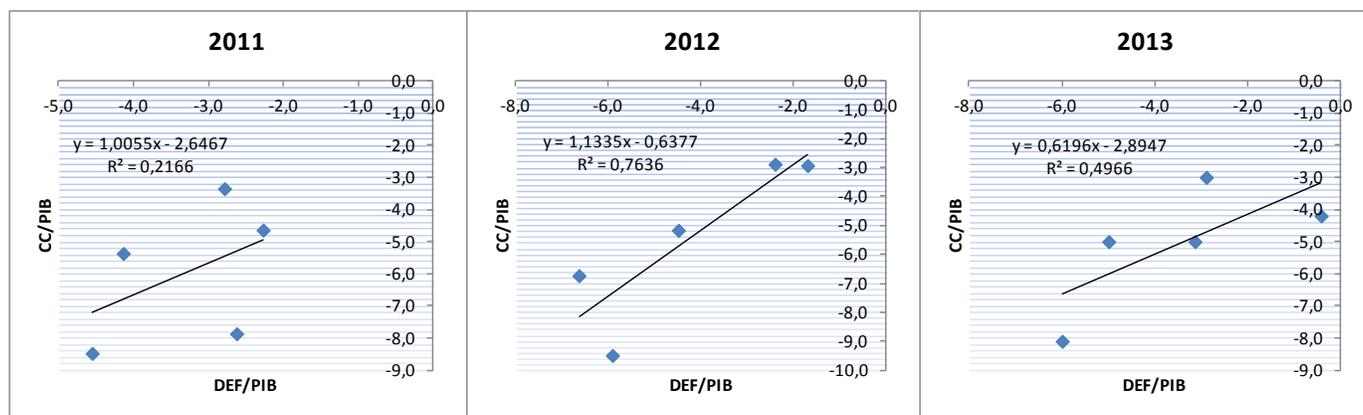
de deuda luego de la crisis financiera internacional. En estos dos países en particular, ha retomado fuerza la discusión política sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas y la necesidad de realizar reformas tributarias que garanticen contribuyan a sostener la estabilidad macroeconómica.

En El Salvador el crecimiento de la deuda total fue más moderado (2,8% al alza), mientras que Guatemala y Nicaragua más bien redujeron el saldo de la misma en casi dos puntos porcentuales.

El caso de República Dominicana, a pesar de su importante ajuste fiscal, incrementó el endeudamiento en más de 7% del PIB. Lo anterior es resultado de una recomposición del endeudamiento entre el sector público no financiero y el sector público global, asociado con el reconocimiento de la deuda cuasifiscal del banco central por parte del Gobierno.

Con excepción de Nicaragua, persiste en el resto de los países de la región la simultaneidad de los déficits fiscales con los déficits de la cuenta corriente de la balanza de pagos (déficits “gemelos”, en la literatura económica). Más aún, se mantiene un grado de asociación lineal positivo ente ambos tipos de déficit durante el último trienio, es decir, incrementos en el déficit del Gobierno Central están correlacionados con aumentos en el déficit de cuenta corriente (ver gráfico 12). Lo anterior sugiere la necesidad de que las autoridades económicas realicen esfuerzos, no solamente para asegurar una senda sostenible para los niveles de endeudamiento, sino también para realizar los ajustes estructurales necesarios que, junto con la sostenibilidad de las finanzas públicas, garantice la sostenibilidad a largo plazo de la posición externa de los países de la región.

**Gráfico 12**  
**CARD 1/: Relación entre Déficit del Gobierno Central y Déficit de Cuenta Corriente**  
**-como porcentaje del PIB-**



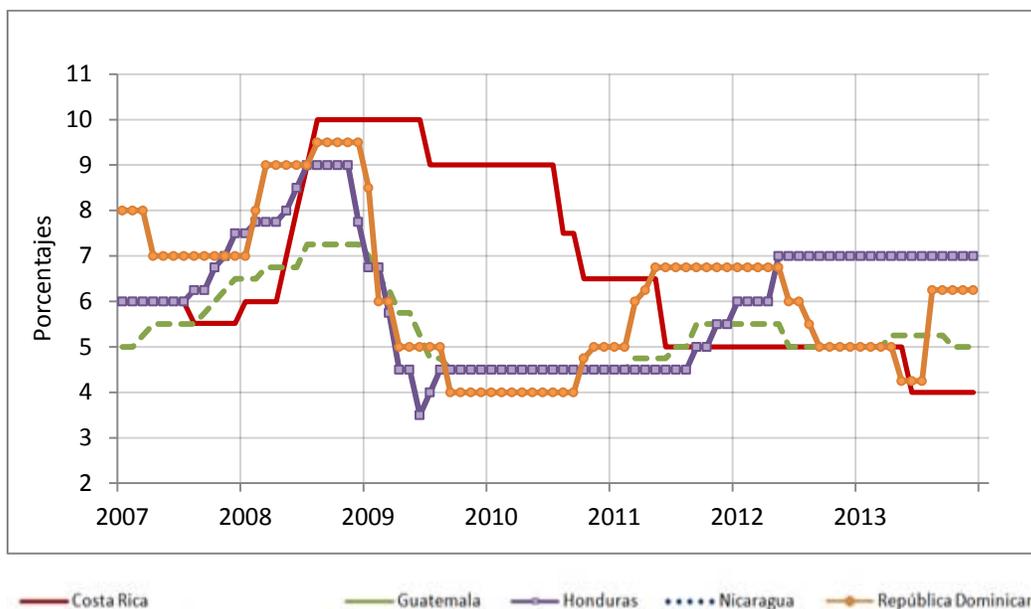
1/Excluye Nicaragua

Fuente: Reporte Económico Mensual. SECMCA, enero 2014.

#### IV. Las condiciones monetarias se mantuvieron estables, pero persiste la segmentación en sistema financiero regional

El año 2013 podría considerarse como estable en términos de las acciones de política monetaria ejecutadas por los bancos centrales de la región, pues las tasas de referencia no tuvieron mucha volatilidad. No obstante, se amplió el grado de dispersión por el ajuste hacia la baja realizado por Costa Rica hacia mediados de año, tal y como se observa en el gráfico 13.

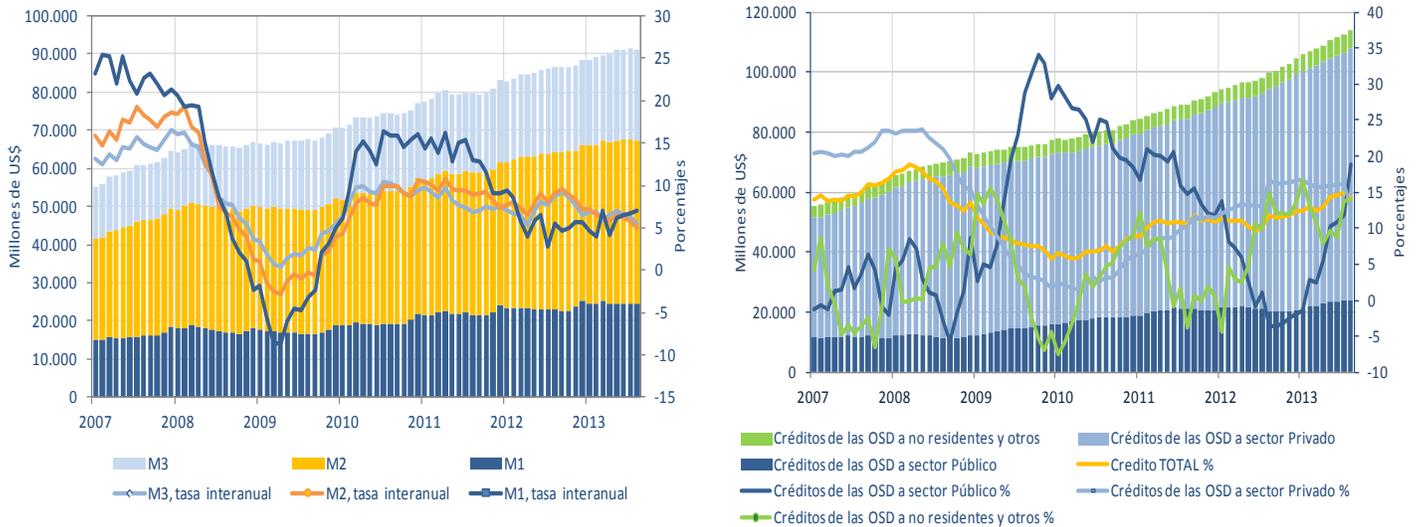
**Gráfico 13**  
**CARD: Tasa de interés líder de Política Monetaria**



Fuente: Reporte Económico Mensual. SECMCA, enero 2014.

Por su parte, la tasa de crecimiento de los diferentes agregados monetarios mostró una convergencia hacia un nivel cercano al 6% luego de la mayor volatilidad registrada en los años después de la crisis financiera internacional. Una situación similar se observa en el caso del crédito del sistema bancario. Durante el año 2013, tanto el crédito total como el crédito al sector privado de las Otras Sociedades de Depósito mostraron la tasa de crecimiento promedio más alta desde 2008, lo cual puede sugerir algunos indicios de recuperación económica en el futuro cercano en la región (ver gráfico 14) aunque, por sus características (como se verá más adelante), también introducir algunos elementos de riesgo.

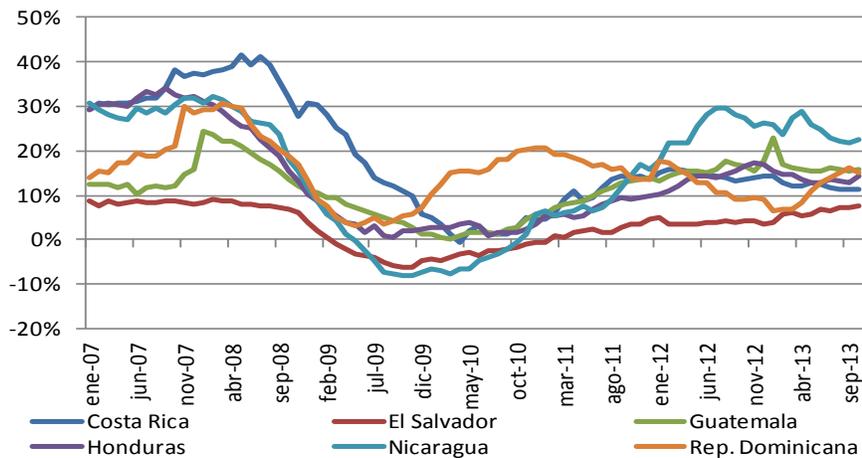
**Gráfico 14**  
**CARD: Agregados Monetarios y Crédito del Sistema Bancario**  
**Saldos y tasas de crecimiento**



Fuente: Reporte Económico Mensual. SECMCA, enero 2014.

El comportamiento del crédito mostró diferencias cuando se analiza cada uno de los países de la región (ver gráfico 15). Solamente El Salvador y República Dominicana muestran una aceleración de la tasa de crecimiento del crédito en relación con el año anterior, y en mayor medida en el caso de este último país. Costa Rica y Honduras presentan una desaceleración moderada, mientras que Nicaragua una desaceleración más intensa. Guatemala mantuvo tasas de crecimiento similares a las del año anterior.

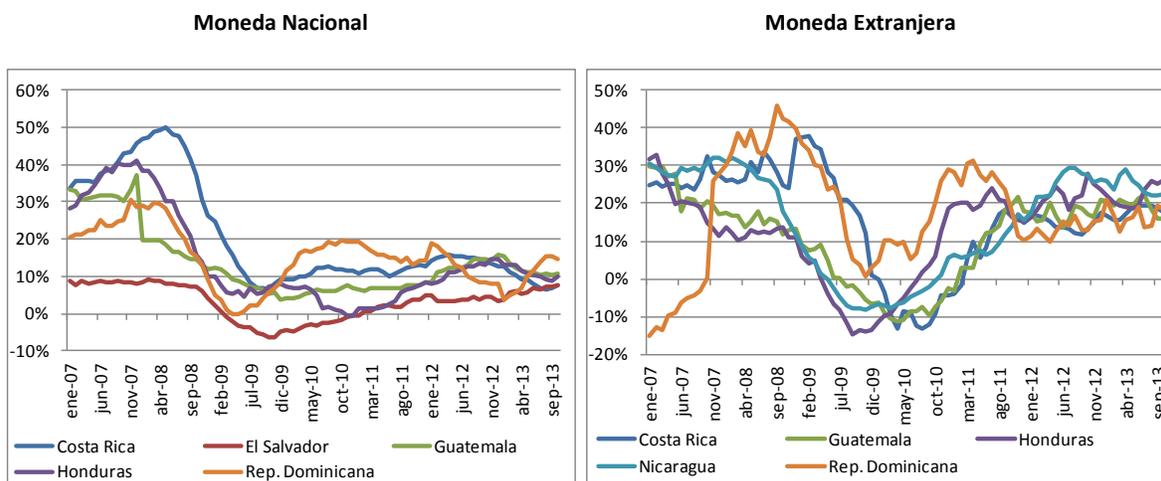
**Gráfico 15**  
**Región CARD: Crecimiento del Crédito de las OSD al Sector Privado**



Fuente: Reporte Económico Mensual. SECMCA, enero 2014.

Al analizar la evolución del crédito por moneda, es posible observar cómo las colocaciones en moneda extranjera han sido más dinámicas que las colocaciones en moneda nacional en casi todos los países de la región (con excepción de El Salvador y Nicaragua). Con datos a octubre, las tasas de crecimiento del crédito en moneda nacional en la región se ubicaron entre el 7% y el 11%, mientras que las del crédito en moneda extranjera se mantuvieron en un rango entre 16% y 26%.

**Gráfico 16**  
**Región CARD: Crecimiento del Crédito de las OSD al Sector Privado**



Fuente: Elaboración propia con base en información de SIMAFIR/SECMCA.

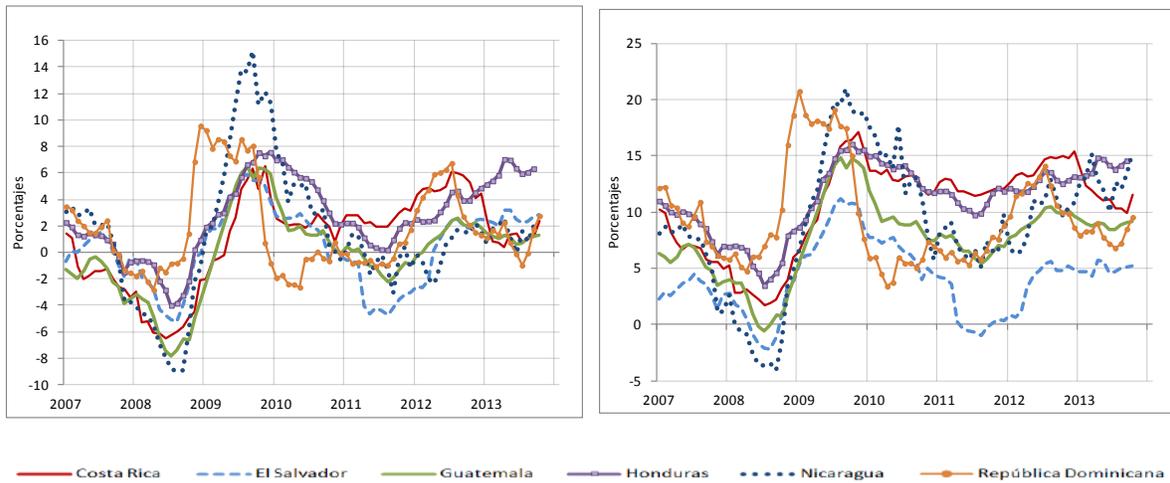
Este incremento en la exposición de las carteras de los bancos al riesgo cambiario es particularmente relevante bajo las circunstancias que podrían prevalecer en los mercados financieros internacionales en el futuro cercano. Es muy probable que las condiciones internacionales de liquidez empiecen a ser más restrictivas luego de las recientes acciones de la FED para retirar gradualmente el estímulo monetario a la economía de los EE.UU. lo que, con toda certeza, introducirá mayor volatilidad en los tipos de cambio, las tasas de interés y las condiciones monetarias en general alrededor del mundo. Las autoridades supervisoras de la región deberán seguir con atención la evolución de estos mercados con el fin de prevenir situaciones de estrés en los sistemas financieros.

Cuando se analiza el comportamiento de las tasas de interés pasivas y activas es posible observar (ver gráfico 17) que en términos reales, todavía se mantienen márgenes de intermediación relativamente elevados (exceptuando a El Salvador). Un elemento interesante a destacar es el grado de convergencia que se ha logrado a nivel regional en las tasas de interés pasivas (con excepción de Honduras). Aún cuando sería deseable que este resultado fuera una consecuencia de una mayor integración de los mercados financieros en la región, los datos disponibles no permiten comprobar esa hipótesis. La explicación podría decantarse con mayor intensidad por el efecto del flujo de capitales hacia la región como resultado de las menores tasas de interés internacionales, lo cual ha llevado a los bancos de la región a preferir el fondeo con recursos del exterior que con depósitos domésticos.

**Gráfico 17**  
**Región CARD: Tasas de Interés Reales**

Pasiva

Activa



Fuente: Reporte Económico Mensual. SECMCA, enero 2014.

Un hecho revelador es la dispersión de las tasas de interés activas en términos reales, pues existen alrededor de 10 puntos porcentuales de diferencia entre la mínima y la máxima observadas entre los países. Aún cuando los valores pueden estar influenciadas por el hecho de que los promedios por país presentarían algún sesgo originado en la diferencia en la importancia relativa de las diferentes actividades demandantes de crédito en cada uno de ellos (agricultura vs. consumo, por ejemplo), es notorio que existe un espacio importante para la coordinación de políticas que promuevan una mayor integración de los sistemas financieros de la región.

## V. Comentarios finales

Para la región centroamericana el año 2013 se puede caracterizar uno en el que prevaleció la estabilidad de precios, en un contexto de bajo crecimiento económico y la persistencia de importantes desequilibrios en los frentes fiscal y externo; todo ello en un ambiente internacional de crecimiento todavía débil y apoyada por una política monetaria expansiva en las principales economías desarrolladas. Este hecho promovió, claramente en el caso de Costa Rica y Guatemala, flujos de capitales de corto plazo con los que los bancos centrales tuvieron que lidiar acumulando reservas internacionales para reducir las presiones hacia la apreciación de las monedas e implementando políticas macroprudenciales para garantizar la estabilidad de los sistemas financieros. Hasta este punto, podría interpretarse que, en general, las diferentes economías de la región lograron sortear el vendaval y se encuentran en una posición aceptable para enfrentar los retos que impondrá una realidad macroeconómica diferente a partir de 2014. No obstante, en también persisten una serie de debilidades estructurales que encienden algunas luces de alerta hacia el futuro.

El principal reto será alcanzar niveles sostenibles de déficits fiscales y de cuenta corriente de la balanza de pagos, en una coyuntura donde posiblemente se observe una recuperación de la economía mundial, y un menor volumen (e incluso reversiones) de flujos de capital hacia las economías en desarrollo.

Si bien un mayor crecimiento mundial incrementaría la demanda por las exportaciones de la región y estimularía el crecimiento del producto, también podría poner presiones al alza en los precios de las materias primas vitales para apoyar el adecuado desenvolvimiento de la actividad productiva, tanto para consumo doméstico como para la exportación al resto del mundo, deteriorando aún más el desequilibrio externo de las economías de la región. Lo anterior estaría íntimamente ligado con mayores necesidades de financiamiento externo lo cual podría resultar una apuesta arriesgada si se llegara enfrentar un endurecimiento de las condiciones de liquidez internacionales, como sería de esperar una vez que se empiecen a manifestar los efectos del retiro del estímulo monetario, especialmente por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

A esto se suma que los balances fiscales de la mayoría de los países no están en su mejor momento para enfrentar una reducción en el volumen o un aumento significativo en el costo del financiamiento externo. Es cierto que siempre queda el recurso de los mercados financieros domésticos, pero una mayor presión hacia el alza de las tasas de interés pondría algunos obstáculos adicionales para lograr tasas de crecimiento económico consistentes con mayores niveles de bienestar para la población.

Todo lo anterior se da también en un momento de transición política en buena parte de los países de la región. En Honduras acaba de asumir un nuevo gobierno, mientras que Costa Rica y El Salvador están en medio de sus procesos electorales. Si bien es cierto que los nuevos gobiernos estarán asumiendo con el capital político intacto como para enfrentar los procesos de reforma en algunos casos, o continuidad de las políticas en otros, que permitan asegurar la sostenibilidad de

las finanzas públicas y el balance externo, se ha observado un importante grado de polarización en las preferencias de los votantes que podría dificultar el logro de los consensos necesarios para alcanzar dichos objetivos.

En síntesis, los retos hacia el futuro impondrán la necesidad de un análisis profundo y cuidadoso por parte de las autoridades económicas y políticas de la realidad de cada uno de los países de la región. Existen amenazas, pero también valiosas oportunidades para consolidar reformas y políticas que promuevan un crecimiento económico sostenido con niveles de inflación bajos y estables.