



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



Balance Preliminar de la Economía de la Región, 2015

Resumen Ejecutivo

El 2015 fue un año favorable para la región, desde el punto de vista macroeconómico. En términos generales, la región como un todo mantuvo tasas de crecimiento en consonancia con las de las economías emergentes y muy por encima del promedio para América Latina. La inflación se mantuvo por debajo del límite inferior de los rangos meta establecidos por los bancos centrales, los déficits fiscales y de cuenta corriente de la balanza de pagos se redujeron en relación con años anteriores y las condiciones monetarias se mantuvieron, en general, estables. Adicionalmente, se mantuvo el acceso a los mercados financieros internacionales en condiciones favorables para algunos países.

El ritmo de actividad económica aproximado por el IMAE mostró señales de desaceleración durante la primera mitad del año 2015. La mayoría de las economías en la región mostraron esta característica, especialmente a partir del segundo trimestre del año. No obstante, en noviembre 2015, todos los países de la región experimentaron una aceleración en la tasa de crecimiento del IMAE en relación con el mismo mes del año anterior.

Los resultados en la balanza de pagos de la región y el comportamiento de los tipos de cambio (tanto nominales como reales) continuaron estando fuertemente influenciados por la dinámica del precio internacional de las materias primas, especialmente en el caso del petróleo y sus derivados.

La región como un todo ha realizado un esfuerzo importante de ajuste fiscal a lo largo de los años. De acuerdo con cifras a octubre, el resultado financiero del gobierno central para el grupo de países de la región en 2015 fue inferior al 1% del PIB.

Hacia el futuro, los principales riesgos que enfrenta la región, nuevamente, son de carácter externo; y están asociados, entre otras cosas, con las consecuencias de la normalización de la política monetaria en los EE.UU., las cuales podrían implicar una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales alterando significativa e inesperadamente los costos de financiamiento externo y los flujos de capital. Adicionalmente, el bajo crecimiento de la economía mundial continuará afectando el desempeño de las exportaciones de la región y se espera que continúen los choques de oferta asociados a los efectos del cambio climático (especialmente el fenómeno ENOS) los cuales necesariamente tendrán algún impacto en los precios de las actividades agropecuarias y pesqueras.

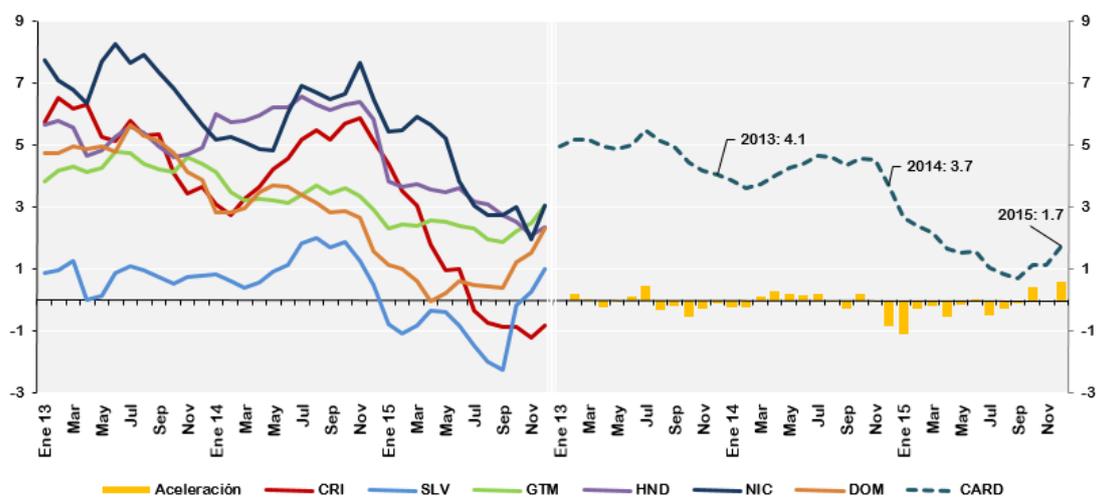
Balance Preliminar de la Economía de la Región, 2015

I. La inflación mantuvo su tendencia a la baja en 2015

La inflación regional finalizó con una tasa de 1.7 % en 2015, cifra notablemente inferior a la registrada al cierre de 2014 (3.7%). Si bien se mantuvo la tendencia a la baja observada desde hace unos años, el patrón de comportamiento fue inverso al del año anterior. En esta oportunidad la inflación se desaceleró consistentemente durante los primeros tres trimestres del año y mostró un repunte en los últimos tres meses de 2015. (Ver Gráfico 1), toda vez que el impacto de la reducción inicial de precios de los combustibles comienza a disiparse.

Al igual que el año anterior, esta reducción de 2 p.p. estuvo influenciada significativamente por la disminución en el precio mundial de algunas materias primas, particularmente en el precio del petróleo y sus derivados, que se tradujo en reducciones importantes en los componentes del IPC asociados al rubro de transportes y servicios para el hogar.

Gráfico 1
CARD: Inflación
variación interanual del IPC



Fuente: Elaboración Propia con base en datos de SIMAFIR

A pesar de lo anterior, fue posible observar algunos crecimientos importantes en los precios de los alimentos en algunos países (particularmente Guatemala y República Dominicana, ver Gráfico 2).

Las menores tasas de inflación en 2015 fueron para Costa Rica (-0.81%) y El Salvador (1.0 %) seguidamente de República Dominicana (2.34%) y Honduras (2.36 %), mientras que Guatemala y Nicaragua alcanzaron una inflación ligeramente superior al 3%.

En particular, para Costa Rica la inflación acumulada en 2015 fue de -0.81 %, frente a un 5.1 % en diciembre 2014, mostrando una reducción de alrededor de 4.3 p.p. Los grupos de consumo que influyeron en la reducción general de precios fueron el Transporte

(-6.7%) principalmente en el rubro de servicios de transporte; seguidamente en el Alquiler y servicios de la vivienda (-4.3%) en productos electrodomésticos y artefactos para la vivienda; Comunicaciones (-3%) explicado por la disminución de tarifas en el servicio telefónico e internet, entre otros. Cabe resaltar que la inflación observada en diciembre de 2015 es la más baja para ese mes desde que se tiene registro¹.

En El Salvador, la inflación durante 2015 fue ligeramente superior a la presentada el año anterior (0.5% vs. 1 %), lo cual está asociado a la focalización de algunos subsidios, particularmente al agua. En consecuencia, los rubros que más aportaron al incremento de los precios fueron el grupo de Vivienda, agua, electricidad y gas con un incremento de (11.7 %), seguidamente de Bebidas alcohólicas y Tabaco de (2.8%). Mientras que la variación de precios en los grupos de Transporte y Prendas de vestir y calzado fueron significativamente menores que las registradas en 2014, -5.1% y 3.2% respectivamente.

En Guatemala la inflación alcanzó un 3.1%, frente a 2.9 % registrado en 2014. Los precios de los Alimentos y bebidas no alcohólicas se incrementaron un 9.9 % en términos interanuales, aportando en mayor medida a la inflación registrada en 2015. Por su parte, los precios de Vivienda, agua, electricidad, gas y Transportes registraron disminuciones de 5.7 % y 4.8 % respectivamente. Cabe resaltar que la inflación en 2015 se mantuvo por debajo del límite inferior del rango meta (3%) durante once meses consecutivos; sin embargo, en diciembre se registró una importante aceleración de 0.6 p.p. que propició a que se finalizara dentro del rango establecido por el Banco de Guatemala (4.0% ± 1 p.p.).

En Honduras, al cierre de diciembre de 2015, la variación interanual del índice de precios al consumidor fue de 2.4 %, la cual es 3.5 p.p. menor que la registrada en 2014 y finalizó por debajo del límite inferior del rango meta establecido por el Banco Central de Honduras para 2015 (3.75%). Los rubros que más contribuyeron a la reducción de la inflación interanual fueron: Alojamiento, Agua, Electricidad, Gas y Otros Combustibles (-1.1 %); Alimentos y Bebidas no Alcohólicas (-0.9 %); y Transporte (-1.1) %. Sin embargo, se observaron incrementos significativos en Educación (8.3%), Bebidas Alcohólicas, Tabaco y Estupefacientes (6.8%) y Salud (5.7%).

En Nicaragua a diciembre 2015, la variación del índice de precios al consumidor fue de 3.1%, cifra también notablemente menor a la registrada en 2014 (6.5%). En este caso, los precios de los grupos Transportes y Alimentos y bebidas no alcohólicas fueron los que aportaron en mayor proporción al resultado observado. En el caso de este último rubro, el impacto estuvo favorecido por un adecuado abastecimiento interno de productos alimenticios

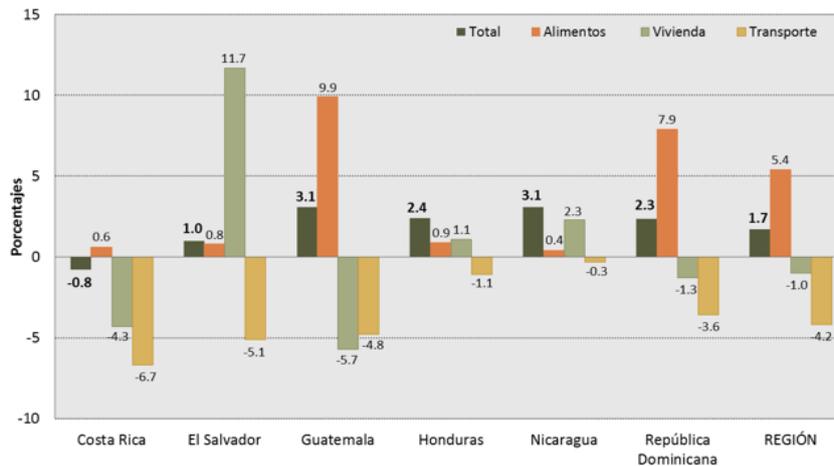
En República Dominicana la inflación acumulada se ubicó en 2.3%, cifra que es superior al 1.6% registrado en el mismo período de 2014. Dicho incremento general obedeció especialmente al aumento en el precio de los Alimentos y bebidas no alcohólicas las

¹ La serie histórica del IPC pueden ser consultado en el siguiente enlace:

<http://www.secmca.org/50Aniversario.html>

cuales tuvieron un incremento interanual de 7.9% (con un aporte de poco más del 90% de la variación total), el cual estuvo asociado a factores climatológicos adversos especialmente la severa sequía que afectó la actividad agropecuaria durante el año 2015.

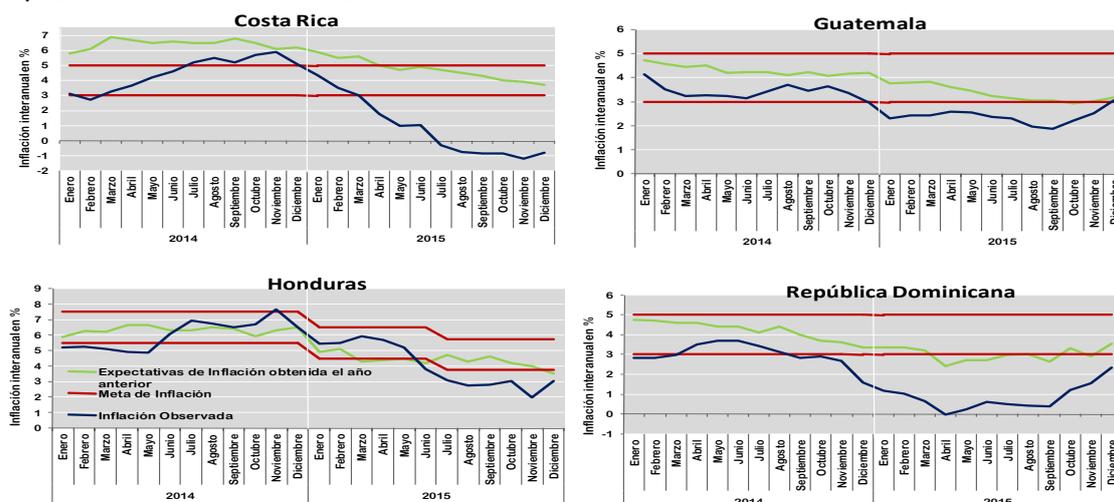
Gráfico 2
Centroamérica: Inflación por Rubros
variación interanual del IPC



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

Si bien cierto que la situación económica mundial ha contribuido a que se den menores presiones inflacionarias, especialmente asociadas con la reducción de los precios de las materias primas, también es claro que las mejoras institucionales que los bancos centrales de la región han implantado durante más de una década fortaleciendo su marco de operatividad de política monetaria, su independencia y credibilidad, han contribuido a anclar las expectativas² de los agentes económicos para 2016, tal como se muestra en el gráfico 3.

Gráfico 3
Centroamérica: Expectativas de Inflación
expectativas obtenidas en las encuestas del mismo mes del año anterior



Fuente: *SECMCA. Reporte Mensual de Inflación. Diciembre, 2015*

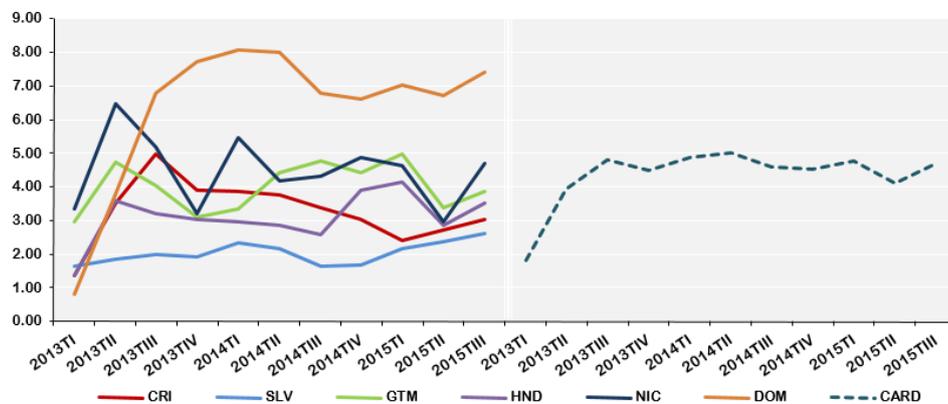
² Solamente se dispone de encuestas mensuales de expectativas de inflación para Costa Rica, Guatemala, Honduras y República Dominicana.

Al igual que el año anterior, la SECMCA considera que estos resultados relativamente favorables en la inflación regional deben tomarse con cautela. En particular, se mantiene la preocupación relacionada con la evolución de los precios de los alimentos en algunos países de la región la cual, dada la evolución de la economía mundial, parece estar asociada más con factores internos (presiones de demanda o efectos asociados a otros factores climatológicos) que podrían tener un impacto importante en el nivel de precios una vez que se diluya del todo la incidencia que ha tenido el precio de los hidrocarburos. Además del efecto pernicioso que la inflación en el precio de los alimentos tiene en los grupos más vulnerables de la población.

II. Actividad Económica: El crecimiento se mantuvo estable en la Región

De acuerdo con los datos del PIB trimestral, la región CARD creció un 4.7% al tercer trimestre de 2015 (interanual). Es importante destacar que la tasa de crecimiento regional se ha mantenido estable, con una variación interanual entre 4% y 5 % durante los últimos 10 trimestres. A pesar que la actividad económica mostró señales de desaceleración para el segundo trimestre del año, en buena parte por efectos climatológicos desfavorables y menor demanda interna, para el tercer trimestre, se observó una aceleración explicada principalmente por el incremento en sectores como Construcción, Minería y Servicios Financieros (Ver Gráfico 4).

Gráfico 4
CARD: Actividad Económica
 crecimiento interanual del PIB trimestral



Fuente: Elaboración Propia con base en datos de SIMAFIR

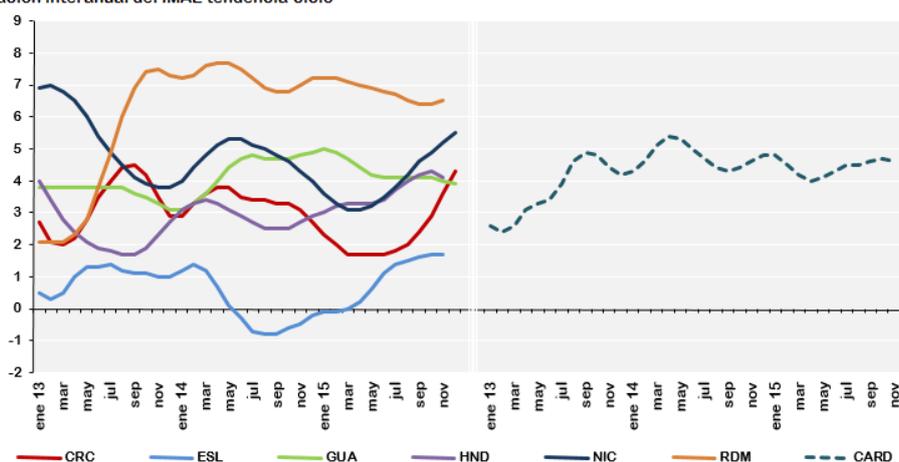
Como es usual, se mantiene una amplia dispersión en el comportamiento de la tasa de crecimiento de las economías de la región. Al tercer trimestre de 2015, las variaciones interanuales se ubicaron en un rango que va desde 2.6 % (El Salvador) hasta 7.4 % (República Dominicana).

Al igual que lo reflejado por el indicador trimestral, el ritmo de actividad económica aproximado por el IMAE mostró señales de desaceleración durante la primera mitad del año 2015. La mayoría de las economías en la región mostraron esta característica, especialmente a partir del segundo trimestre del año. No obstante, en noviembre 2015, todos los países de la región experimentaron una aceleración en la tasa de crecimiento del IMAE en relación con el mismo mes del año anterior. (Ver Gráfico 5)

Gráfico 5

Centroamérica: Actividad Económica

variación interanual del IMAE tendencia-ciclo



Fuente: Elaboración Propia con base en datos de SIMAFIR

A nivel de países, Costa Rica, presentó una aceleración en su tasa de crecimiento durante la mayor parte de 2015, a pesar de la presencia de algunos choques negativos en la oferta (efectos climatológicos adversos y secuelas de la salida de INTEL), que fueron compensados por el incremento en la producción del mercado interno y externo. La variación del IMAE en tendencia-ciclo a noviembre (3.6%), estuvo explicada en gran medida por la expansión de los Servicios de Intermediación Financiera (12.3 %) y Seguros (10 %). Por otro lado, la actividad agropecuaria registró una reducción (– 3.1 %) pues algunos productos, la piña y el banano se han visto afectas por condiciones climatológicas adversas derivadas del fenómeno ENOS (El Niño). De esta manera, las estimaciones de crecimiento para el año 2015 rondan el 3%.

En El Salvador al tercer trimestre de 2015, la actividad económica del país alcanzó un crecimiento de 2.6% mostrando una tendencia positiva a lo largo del año. Dicha cifra, notablemente superior a la registrada en 2014 (1.6%), fue la mayor de los últimos cuatro años. El crecimiento económico estuvo impulsado por factores externos, asociados principalmente al dinamismo económico de Estados Unidos y al impulso en la capacidad de gasto de las familias asociado a la disminución en el precio internacional de las materias primas. De acuerdo con el IVAE a noviembre de 2015, el aumento en la producción se dio principalmente en Electricidad, Gas y Agua (9.0 %) y los Servicios Comunales, Sociales y Personales (4.7 %). El año 2015 podría concluir con una tasa de crecimiento del orden de 2.5%.

Para Guatemala, el crecimiento al tercer trimestre fue de 3.85% y se estima un 4.1 % al finalizar el año. Este resultado proviene de un mayor dinamismo en la demanda interna, explicado principalmente, por el incremento de 5.1% en el Consumo Privado debido también a un mayor ingreso disponible de los hogares. Paralelamente, se destaca el dinamismo de la Industrias manufactureras, Comercio al por mayor y al por menor; Industrias manufactureras; Servicios privados; Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares; y Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, que en conjunto explican alrededor de 74.0% de la tasa de crecimiento del PIB estimada para 2015.

En Honduras, el crecimiento económico se estima que alcanzará una cifra cercana a 3.6%, lo cual mostraría una aceleración importante en relación con el registrado un año atrás (2.56%). Por el lado de la oferta, a lo largo del año destaca el crecimiento de la mayor parte de las actividades económicas: Intermediación Financiera, Seguros y Fondos de Pensiones; Agricultura, Ganadería, Silvicultura y Pesca; Industrias Manufactureras; Electricidad y Distribución de Agua. Por el lado del gasto, se observa mayor dinamismo tanto en la demanda externa como interna, lo cual se refleja en el aumento en las exportaciones y el consumo final respectivamente.

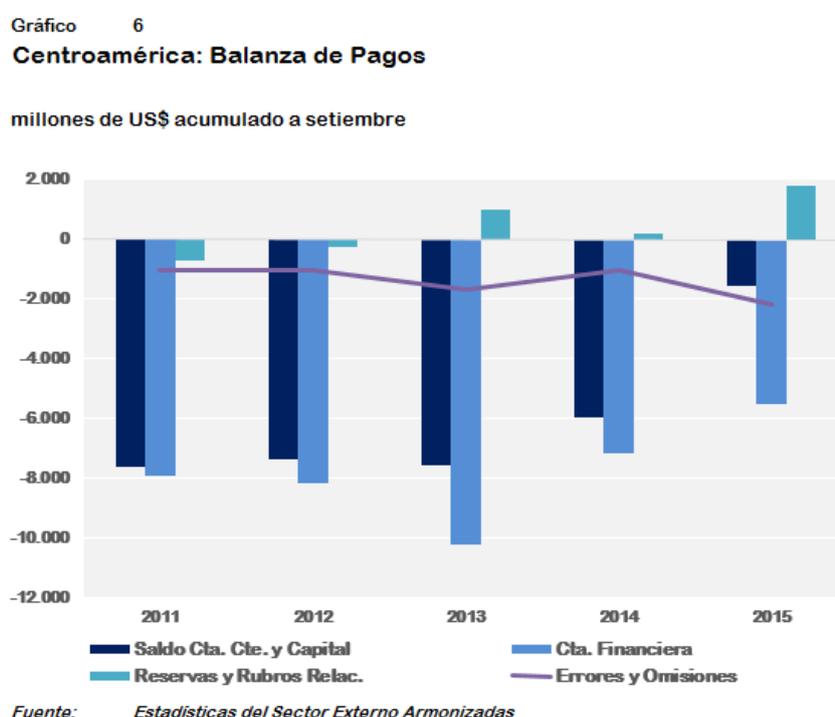
En el caso de la economía nicaragüense, en el tercer trimestre del año registró un crecimiento interanual de 4.1%. La actividad económica mostro una aceleración en el tercer trimestre de 2015, promovido por el sector construcción y las actividades de los servicios. Al mes de noviembre 2015, el IMAE muestra un crecimiento en el orden del 5.0%, mostrando 7 meses continuos de aceleración, lo cual resultaría consistente con la estimación de crecimiento económico que se mantiene en el rango de 4.3% y 4.8% de acuerdo con el Banco de Central de Nicaragua.

La economía de República Dominicana creció 7.4% al tercer trimestre de 2015. Entre los sectores que experimentaron una mayor expansión se encuentran la construcción y manufactura en las Zonas Francas, que compensaron las bajas tasas presentas en la explotación de minas, donde en años anteriores este sector había mostrado un crecimiento alto y sostenido. Por el lado del gasto, al igual que el año anterior se observa una expansión tanto de la demanda interna como de la demanda externa, con lo cual se revirtió la tendencia de varios períodos de poca expansión en la demanda doméstica. No obstante, de acuerdo con el IMAE es evidente algún grado de desaceleración a lo largo del año de tal forma que para el cierre del año se estima que el PIB haya crecido a una tasa de 7.0%.

III. La región reduce el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos por segundo año consecutivo.

A septiembre de 2015, el déficit de la cuenta corriente de la región CARD ascendió a US\$4,089 millones (2.3% del PIB), US\$2,159 millones menor que el registrado en mismo período de 2014 y el más bajo desde 2011. El comportamiento antes descrito fue influenciado en gran medida por la reducción del valor de las importaciones de bienes en 3.0%, debido principalmente a la caída del precio internacional del petróleo, así como por el incremento en el flujo de transferencias corrientes (remesas familiares en su mayoría) de 5.3%.

Por su parte, la cuenta capital de la región registró un superávit de US\$2,539 millones, resultado atribuido en su mayoría por las transferencias de capital recibidas por la República Dominicana (US\$2,118 millones), asociados a la operación de recompra de deuda externa (Ver gráfico 6).



El menor déficit de la cuenta corriente y el superávit de la cuenta de capital, junto a las entradas de flujos financieros durante los primeros nueve meses del 2015 permitieron a la región incrementar sus reservas oficiales (ARO) en US\$1,551 millones, traduciéndose en un saldo de ARO de US\$29,883 millones; con ello se cubren 3.5 veces del servicio de la deuda externa pública de corto plazo, definida como aquella cuyo plazo de vencimiento residual es menor a un año (US\$8,579 millones), reflejando así un sólido respaldo para el cumplimiento de sus obligaciones externas.

En Costa Rica el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos representó 4,0% del PIB en 2015 (4.7% en 2014). De acuerdo con datos estimados para 2015, se observó una disminución de 14.6% en las ventas al exterior como resultado de la caída de las

exportaciones de las empresas de zona franca, en particular, las productoras de componentes electrónicos y microprocesadores y de las empresas dedicadas al cultivo de banano y piña. Sin embargo, esta disminución en las exportaciones fue compensada en gran parte por la disminución en el valor de importaciones (-8,5%) producto de la menor factura petrolera (-41,5%) y del resto de artículos importados (-3,9%). Adicionalmente, la cuenta de servicios presentó un mayor superávit (5,8%). El resultado de la cuenta de capital y financiera fue de \$2.773 millones, superior en \$546 millones a la del 2014. Los flujos de ahorro externo permitieron financiar el déficit en cuenta corriente e incrementar el saldo de reservas internacionales netas (RIN) en \$645 millones hasta \$7.834 millones, equivalente a 14,9% del PIB (14,6% en 2014).

En El Salvador se estima que el déficit de cuenta corriente sea de 2.9% del PIB en 2015. La balanza comercial reportó un déficit de US\$4,930.5 millones (\$309.7 millones menor al registrado en 2014) lo que implicó una mejora de 5.9%. El déficit en la cuenta de bienes como porcentaje del PIB fue 19.0% (20.8% en 2014). Las importaciones totales acumularon un monto de US\$10,415.4 millones, con una reducción de 0.9% (\$97.4 millones) en el año. Por su parte, las remesas familiares alcanzaron los \$4,279.7 millones, con un incremento de \$125.6 millones en relación con el año anterior y que representa un crecimiento de 3.0% anual.

Para Guatemala se estima que la cuenta corriente de la balanza de pagos registrará un déficit de 0.8% del PIB en 2015 (2.1% del PIB en 2014), el cual estaría influido por los resultados deficitarios de la balanza comercial (US\$5,561.9 millones), de la renta (US\$1,802.9 millones) y del rubro servicios (US\$154.2 millones), los cuales fueron compensados parcialmente por el flujo neto de transferencias corrientes (US\$7,010.0 millones). Dentro de este rubro destaca el crecimiento previsto de 12.0% en las remesas familiares. El déficit en cuenta corriente sería financiado principalmente por el incremento en la inversión extranjera directa (1.5%), y el flujo de recursos provenientes del financiamiento externo (tanto público como privado) que incluso permitirían aumento de \$250 millones en las reservas monetarias internacionales netas.

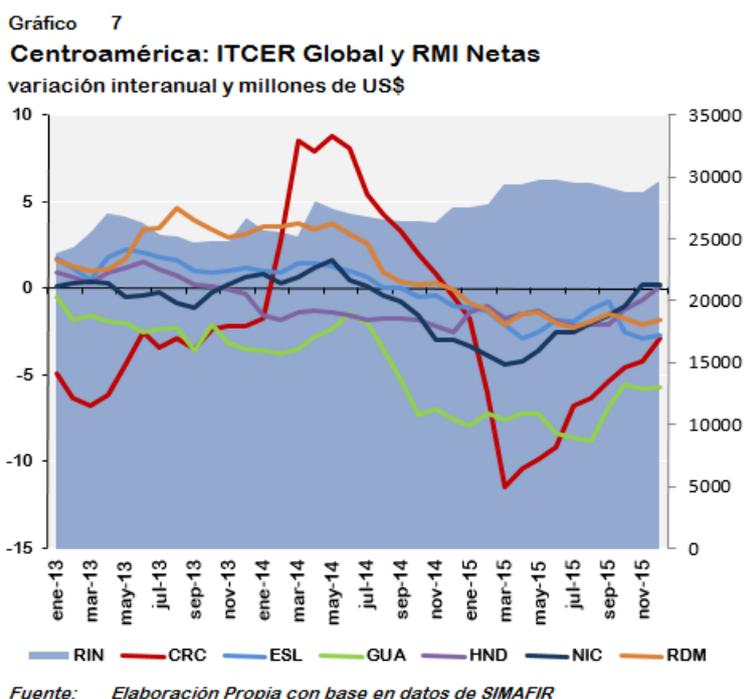
En el caso de Honduras, de acuerdo con cifras preliminares al cierre de 2015 de la balanza de pagos, las exportaciones de bienes alcanzaron un monto de US\$8,040.7 millones (0.4% menos que en 2014), mientras que las importaciones de bienes totalizaron US\$11,097.0 millones (incremento de 0.2% en relación con el año anterior). Por otra parte, mientras que la balanza de servicios con el exterior presentó un saldo deficitario de US\$689.7 millones, las transferencias internacionales netas (entre las que destacan también las remesas familiares) presentaron un superávit de US\$3,834.8 millones. Como resultado, el déficit en cuenta corriente sería equivalente a 6.4% del PIB (7.4% en 2014), con lo cual se alcanzarían dos años consecutivos de reducción en el indicador. La combinación de estos resultados permitiría una acumulación de RIN de US\$305.8 millones para alcanzar un nivel de US\$3,822.3 millones.

Para Nicaragua, se esperaría a finales de 2015 un déficit de la cuenta corriente equivalente a un 7.8% del PIB, superior al observado en 2014 (7.1%). La balanza comercial acumulada al mes de octubre 2015 finalizó con un déficit de \$2,352.7

millones, lo cual representa un incremento de 5.0% respecto al mismo período de 2014 (\$2,240 millones). Lo anterior se debe fundamentalmente a una reducción en valor de las exportaciones (-5.6%) dominado por los efectos de menores precios internacionales de las materias primas y menores volúmenes exportados de algunos productos importantes, dado que las importaciones FOB han registrado un crecimiento moderado (0.8%) por las menores importaciones de petróleo y combustibles. El flujo de remesas alcanzó \$977 millones, lo cual significó un crecimiento de 5.3% en relación con el mismo período del año anterior. Al final, el balance de movimientos de divisas resultó en una acumulación de RIN de \$247.5 millones en 2015.

En lo referente a República Dominicana, se estima que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos durante 2015 se reduciría por cuarto año consecutivo ubicándose alrededor de un 2.0% del PIB (3,2% en 2014). Cifras preliminares señalan un aumento en los ingresos de divisas por concepto de turismo (crecimiento de 9.2%), remesas familiares (6.8%), exportaciones de bienes (especialmente de zonas francas con un incremento de 6.8%) e inversión extranjera directa (3.8%), que generaron en conjunto \$23,001.6 millones (incremento de 3.0% en relación con el año 2014). Al igual que en el resto de los países de la región, la factura petrolera se redujo (\$1,319.4 millones).

En relación con el comportamiento del tipo de cambio real, al cierre de 2015 la mayoría de economías de la región mantuvieron algún grado de apreciación. Sin embargo, es claro que el fenómeno ha tendido a desacelerarse notablemente e incluso se nota un cambio en la tendencia observada con mayor intensidad durante el año anterior. Lo anterior se explica principalmente por la acelerada convergencia que han mostrado la tasa de inflación en cada uno de los países hacia la de los principales socios comerciales, toda vez que los tipos de cambio nominales se han mantenido con poca volatilidad en los últimos dos años (Ver gráfico 7).



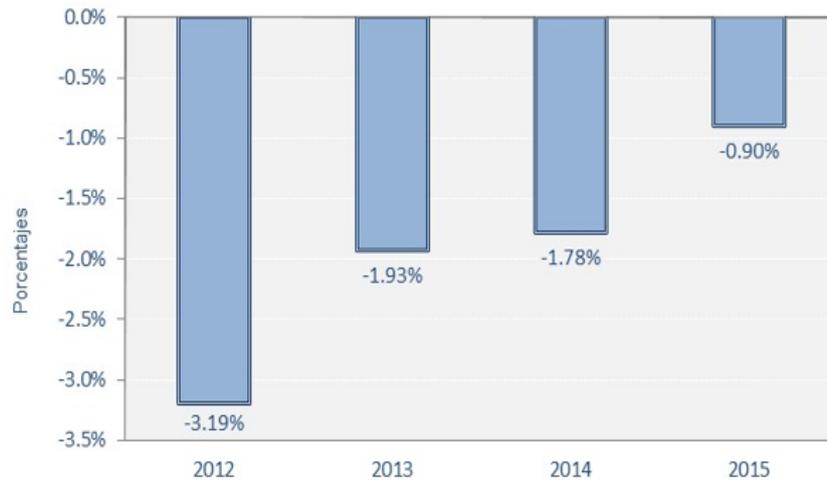
La región en su conjunto continuó incrementando los niveles de reservas monetarias internacionales, aunque con un ritmo más acelerado que el observado un año antes. A diciembre de 2015 se había acumulado un saldo regional de \$29,674 millones, lo que significó un incremento de \$2,147 millones en el año.

Es claro que los resultados en la balanza de pagos de la región y el comportamiento de los tipos de cambio (tanto nominales como reales) continuaron estando fuertemente influenciados por la dinámica del precio internacional de las materias primas, especialmente en el caso del petróleo y sus derivados. Aun cuando es altamente probable que el precio de estos insumos continúe bajo por un período relativamente largo, no parece factible generar ahorros de divisas adicionales comparables con los alcanzados por la región en los últimos dos años.

IV. Finanzas Públicas: Poco espacio de maniobra para algunos países.

La región como un todo ha realizado un esfuerzo importante de ajuste fiscal a lo largo de los años. De acuerdo con cifras a octubre, el resultado financiero del gobierno central para el grupo de países de la región en 2015 fue inferior al 1% del PIB; es decir, apenas por encima de la cuarta parte del déficit observado en 2012 (Ver gráfico 8).

Gráfico 8
CARD: Resultado Financiero del Gobierno Central 1/
Porcentaje del PIB



1/ Cifras a Octubre de cada año

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

Si bien a nivel regional la mejora ha sido notable, cuando se analizan los casos particulares para los países que la componen, el contexto no resulta tan favorable para algunos de ellos (Ver gráfico 9).

Por ejemplo, Costa Rica continúa caracterizándose por generar un creciente desequilibrio fiscal. Para el año 2015 se espera que la brecha alcance un volumen cercano al 6% del PIB, levemente por arriba del nivel observado el año anterior (-5.8%). De acuerdo con cifras comparativas a octubre de cada año, los gastos continúan expandiéndose a una tasa mayor considerablemente mayor que la de los ingresos. En el último quinquenio los gastos han crecido a una tasa promedio de 17,1% mientras que los ingresos lo hicieron a 12.5%.

Al cierre de este informe, la agencia calificadora internacional Moody's ya había comunicado la corrección de la perspectiva de la deuda costarricense de estable a negativa, lo cual complica más el panorama pues encarecería el costo del financiamiento hacia el futuro, deteriorando aún más las condiciones financieras del gobierno central. Sin embargo, hay una clara dificultad para alcanzar el consenso político necesario para lograr los acuerdos que permitan darle una solución permanente al problema de insostenibilidad fiscal que subyace en la tendencia actual.

En El Salvador, el déficit fiscal se proyecta en 4.0% del PIB para el cierre de 2015 de acuerdo con cifras del Ministerio de Finanzas y se mantendrá en un nivel similar al del año anterior. A pesar del bajo crecimiento, El Salvador ha logrado ir disminuyendo la brecha entre ingresos y gastos corrientes en los últimos años. No obstante, para potenciar el crecimiento económico se requieren niveles de inversión pública superiores a los actuales y, adicionalmente, el gasto de pensiones ejerce presiones importantes sobre las finanzas del gobierno central, lo cual necesariamente impondrá retos adicionales para la política fiscal en el futuro cercano.

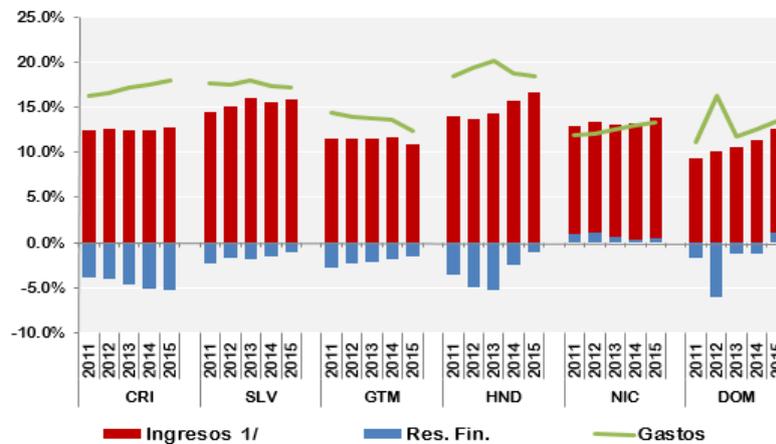
En el último quinquenio Guatemala ha mostrado una mejora consistente en sus resultados fiscales. Durante 2015 el déficit alcanzará 1.5% del PIB, lo cual representa una mejora de casi medio punto del producto en relación con el año 2014. El ajuste se ha realizado principalmente por el lado del gasto, especialmente el de capital en el último año, puesto que al igual que en la mayoría de los países, el gasto corriente es altamente inflexible. Este ajuste permitió que el déficit se redujera a pesar de una caída en los ingresos tributarios observada a lo largo de 2015. Debe destacarse que Guatemala presenta una de las condiciones fiscales más equilibradas de la región aún y cuando su carga tributaria es de las más bajas.

Por su parte, Honduras ha realizado un importante esfuerzo de ajuste fiscal en el bienio 2014-2015. Luego de registrar un déficit de la Administración Central de casi 8 puntos del PIB en 2013, el mismo se redujo a 4.4% en 2014, y se logró ajustar poco más de un 1% del PIB adicional durante 2015, cuando se proyecta un resultado deficitario de 3.5% del producto. Este resultado se da en gran medida como consecuencia de la aprobación y aplicación de la “Ley de Ordenamiento de las Finanzas Públicas, Control de las Exoneraciones y Medidas Antievasión” la cual ha tenido resultados tanto en la recaudación tributaria como la racionalización del gasto.

En el caso de Nicaragua el resultado acumulado del Gobierno Central en 2015 registró un déficit de 0.6% del PIB (incluidas las donaciones). El resultado, aun cuando se duplicó en relación con el de 2014 como consecuencia de un mayor gasto de capital, continúa reflejando un manejo prudente de las finanzas públicas, tal y como lo han reconocido algunos organismos internacionales. De acuerdo con cifras comparativas al mes de octubre, Nicaragua es el único país de la región que ha logrado alcanzar consistentemente un balance positivo en el resultado del gobierno central en los últimos cinco años.

La República Dominicana es el único país que registraría un balance positivo para el Gobierno Central durante 2015, el cual se estima será equivalente a 0.2% del PIB. Si bien el desempeño fiscal dominicano se ha caracterizado por una mejora permanente en la carga tributaria en el último quinquenio, los resultados de 2015 están influenciados por la operación de compra a descuento de la deuda de Petrocaribe, la cual fue equivalente a 3 puntos del producto.

Gráfico 9
Centroamérica: Resultado Financiero del Gobierno Central 1/
 Porcentaje del PIB

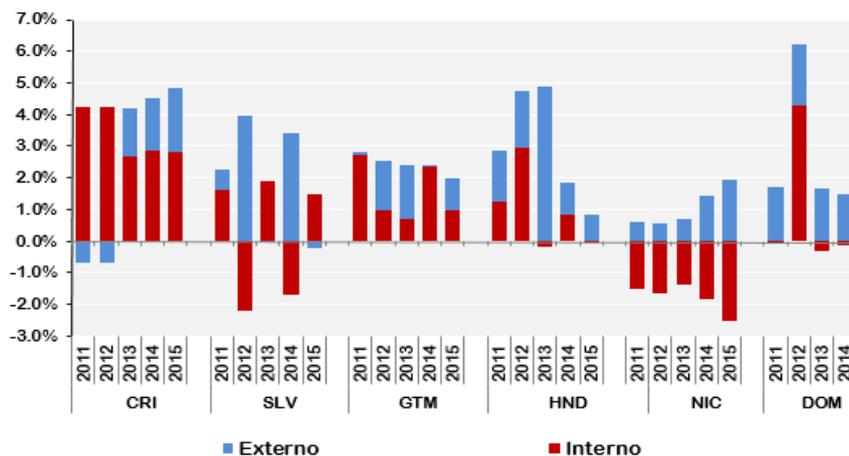


1/ Cifras: SLV y GTM a diciembre; CRI y HND a octubre; NIC y DOM a setiembre, de cada año.
 Fuente: Elaboración Propia con base en datos de SIMAFIR

En el caso del financiamiento se mantienen las tendencias que se han comentado en informes anteriores. Por una parte, Costa Rica y Guatemala parecen seguir una estrategia más balanceada de financiamiento, en cuanto a la composición entre endeudamiento interno y externo se refiere, aunque ambos han tendido a privilegiar el endeudamiento doméstico en los últimos cinco años.

Por otra parte, República Dominicana ha preferido financiar el faltante de ingresos fiscales con recursos contratados externamente, salvo el episodio que se observó en el año 2012. Nicaragua, más que el financiamiento de la brecha fiscal, lo que evidencia es un proceso de sustitución de deuda interna por deuda externa, con el fin de aprovechar los beneficios de contratar endeudamiento a tasas y plazos preferenciales. En los casos de El Salvador y Honduras los resultados sugieren que la mezcla de endeudamiento responde a las circunstancias prevalecientes en cada momento del tiempo (Ver gráfico 10), particularmente en el primero de los países.

Gráfico 10
Centroamérica: Financiamiento del Resultado Fiscal 1/
 Porcentaje del PIB



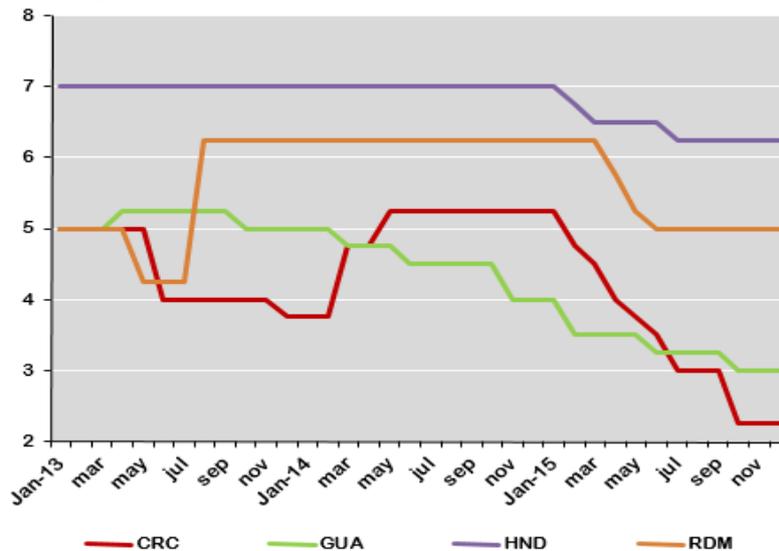
1/ Cifras: SLV y GTM a diciembre; CRI y HND a octubre; NIC y DOM a setiembre, de cada año.
 Fuente: Elaboración Propia con base en datos de SIMAFIR

V. Condiciones monetarias: menor convergencia entre países.

El año 2015 se caracterizó por una serie de ajustes importantes hacia la baja en las tasas de interés de política monetaria por parte de todos los bancos centrales de la región. La mayoría de los bancos, han justificado estas variaciones en las condiciones que ha impuesto el contexto internacional y que han contribuido a la tendencia de reducción en la inflación y a la ausencia de presiones significativas al alza en los precios en el futuro cercano.

No obstante, las diferencias estructurales en los mecanismos de ejecución y transmisión de la política monetaria y cambiaria, así como las percepciones particulares de los países frente a la permanencia del fenómeno de baja inflación, ha conducido a que se amplíe la dispersión entre las TPM en relación con la situación observada a finales del año anterior (ver gráfico 11).

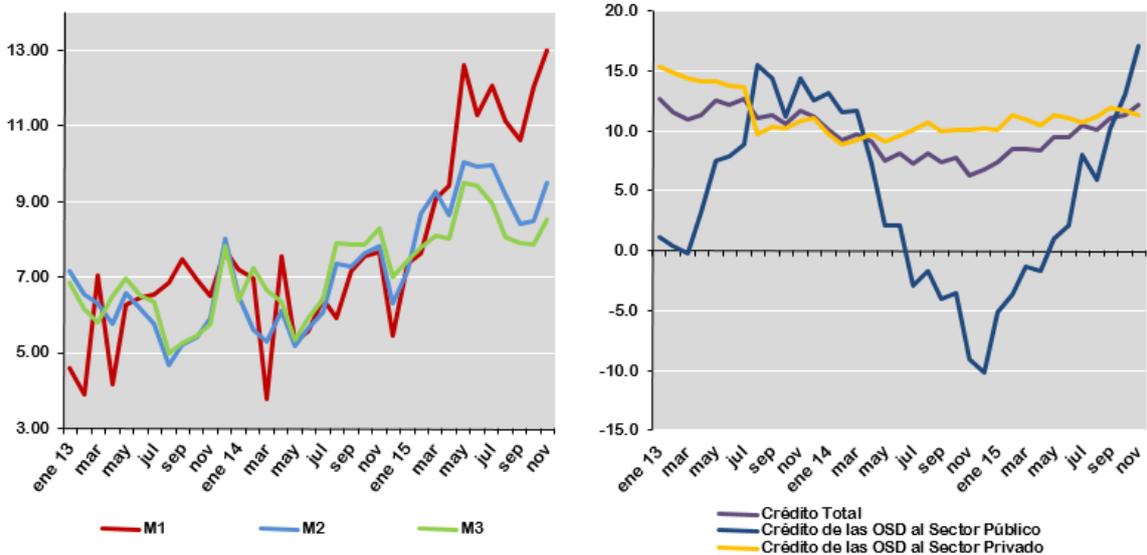
Gráfico 11
Centroamérica: Tasa de Política Monetaria
porcentaje



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

En materia de agregados monetarios, éstos mostraron una tendencia al crecimiento más marcada en el primer semestre de 2015, con tasas que convergen al 10% (en particular los más amplios). Sin embargo, el M1 tuvo un mayor crecimiento en comparación a los demás, presentando así una mayor que la volatilidad con respecto en años previos. Este comportamiento puede ser el resultado de un incremento en la demanda saldos más líquidos que sería de esperar en circunstancias donde prevalecen inflaciones y tasas de interés pasivas relativamente bajas (sobre todo en términos reales) en la región (Ver gráfico 12).

Gráfico 12
Centroamérica: Agregados Monetarios y Crediticios
 variación interanual



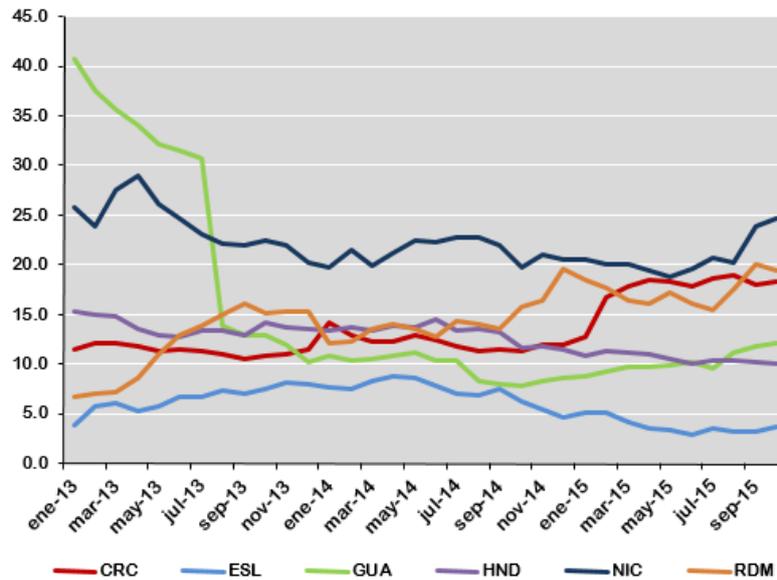
Fuente: *Elaboración Propia con base en datos de SIMAFIR*

El Crédito Total de las Otras Sociedades de Depósito (OSD), se mantuvo creciendo estable y con tendencia positiva. En este resultado es interesante destacar el comportamiento del financiamiento bancario al sector público, el cual mostró una evolución en su tasa de crecimiento con una tendencia totalmente contraria a la observada durante el año 2014. Luego de mostrar contracciones en el volumen cercanas al 10% a inicios de 2015, terminó el año con un crecimiento interanual de 17%. No obstante, a pesar de esa recuperación acelerada, el saldo promedio es similar al observado en los primeros meses del año anterior. Por su parte, el crédito de las OSD a sector Privado se mantuvo creciendo en tasas cercanas al 11% en promedio.

A nivel de países, también se ha ampliado la dispersión en la tasa de crecimiento del crédito al sector privado por parte de las OSD. Mientras que en 2014 la diferencia máxima en el crecimiento era de 13 p.p. (con cifras a octubre), para el mismo período en 2015 esa diferencia se había ampliado a 21p.p. Nicaragua y República Dominicana muestran las tasas de crecimiento más altas (24.6% y 19.4%) respectivamente, mientras que en El Salvador continúa desacelerándose el crecimiento del crédito y su tasa se ubica en 3.7%. En el resto de países, el crecimiento de dicha variable se distribuye entre 10% y 20% (Ver gráfico 13).

Gráfico 13

Centroamérica: Crédito de las OSD al Sector Privado
variación interanual

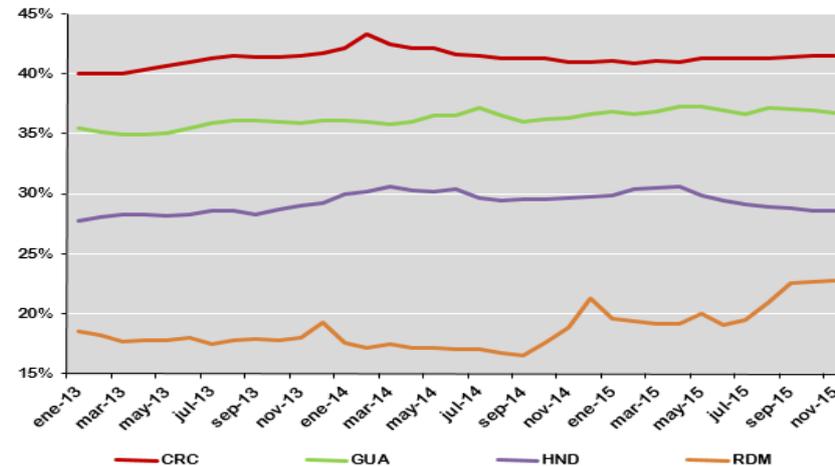


Fuente: Elaboración Propia con base en datos de SIMAFIR

La participación del financiamiento en moneda extranjera dentro del total de crédito al sector privado tuvo un comportamiento dispar en los países de la región durante el año 2015. Se mantuvo estable en Costa Rica, se incrementó levemente en el caso de Guatemala y con mayor intensidad en República Dominicana, donde la participación dentro del total revirtió la tendencia que se venía observando hasta el tercer trimestre de 2014 y se incrementó en 6 p.p. hacia noviembre de 2015. Solamente en Honduras se evidenció un proceso de desdolarización del crédito, cercana a 3 p.p. a lo largo del año (Ver gráfico 14). Esta situación podría ser el resultado de diferentes percepciones entre los países en relación con la coyuntura prevaleciente en cada uno de ellos en relación con la inflación, los tipos de cambio y las tasas de interés, así como las medidas prudenciales que se han adoptado ante una eventual reversión en los flujos de capital que podría resultar de la normalización de la política monetaria en los EE.UU.

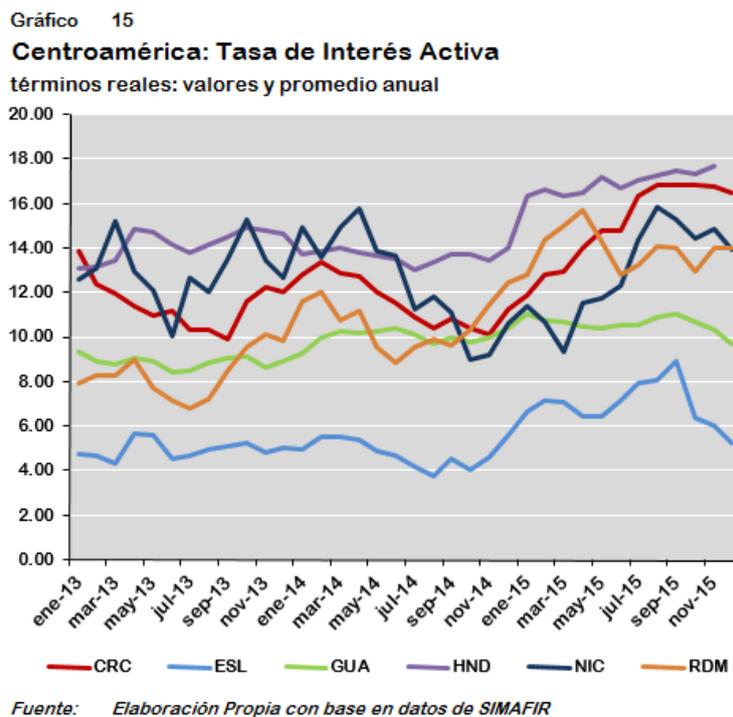
Gráfico 14

Centroamérica: Crédito de las OSD en Moneda Extranjera
porcentaje del total



Fuente: Elaboración Propia con base en datos de SIMAFIR

Estos elementos se ven reflejados también en el comportamiento de las tasas de interés activas reales en moneda nacional y podrían agregar alguna información para explicar el comportamiento descrito en el crédito en moneda extranjera (Ver gráfico 15). En particular, en el caso de la República Dominicana es posible observar cómo el crecimiento en la participación del crédito en moneda extranjera coincide con un repunte de la tasa de interés real en moneda nacional con mayor intensidad a partir de setiembre de 2014. En el caso de Costa Rica, si bien ocurrió un fenómeno similar (y aún más intenso), se implementaron políticas prudenciales que contribuyeron también a incrementar el costo del crédito en moneda extranjera (encaje al endeudamiento externo de los bancos, por ejemplo) y, en consecuencia, a evitar un proceso de mayor dolarización.



En general, se puede concluir que durante el 2015 las condiciones monetarias y financieras en la región tendieron a ser menos convergentes entre países, que la que se observaron durante el año anterior. Se incrementó la dispersión entre las tasas de política monetaria, los agregados monetarios y crediticios marcharon a ritmos diferentes y las tasas de interés reales se mantuvieron al alza también con diferente intensidad. Si bien el choque externo ha sido homogéneo para las economías de la región, ha sido evidente que las respuestas de política monetaria y financiera tuvieron diferentes matices.

VI. Conclusiones

Cuando se analizan los resultados, es posible afirmar que el 2015 fue un año relativamente bueno para la región, desde el punto de vista macroeconómico. En términos generales, la región como un todo mantuvo tasas de crecimiento en consonancia con las de las economías emergentes y muy por encima del promedio para América Latina. La inflación se mantuvo por debajo del límite inferior de los rangos meta establecidos por los bancos centrales, los déficits fiscales y de cuenta corriente de la balanza de pagos se redujeron en relación con años anteriores y las condiciones monetarias se mantuvieron, en general, estables. Adicionalmente, se mantuvo el acceso a los mercados financieros internacionales en condiciones favorables para algunos países.

Sin embargo, prevalecen algunos elementos sobre los cuales se debe llamar la atención, especialmente en términos del diseño de políticas públicas, para enfrentar los retos que se imponen para la región en el actual contexto internacional y las perspectivas en el futuro cercano.

Es claro que los buenos resultados macroeconómicos que presenta la región se deben en buena medida al impacto favorable en los términos de intercambio como resultado del comportamiento del precio internacional de las materias primas, en particular del petróleo y sus derivados. Junto con reducir significativamente las presiones inflacionarias a lo interno de la región dicha mejora permitió reorientar parte del ingreso disponible hacia un mayor gasto en consumo, lo cual permitió apoyar las tasas de crecimiento observadas en la región. No obstante, los vientos de cola que favorecieron a la región durante el último año probablemente no soplen con la misma intensidad en los próximos trimestres. Si bien no se esperan correcciones importantes al alza en el precio del petróleo y sus derivados en el corto plazo, tampoco es probable que se registren bajan tan significativas como las observadas hasta el momento.

Lo anterior se da en una coyuntura regional donde destacan dos elementos importantes. Por un lado, se ha hecho evidente una falta de convergencia entre las respuestas de política monetaria por parte de los bancos centrales de CARD. A pesar de que la región pasa por uno de sus momentos más estables (en términos macroeconómicos), parece los países no comparten la misma visión sobre la naturaleza, intensidad y persistencia de los choques a los que ha estado expuesta, y de ahí las diferencias entre el ritmo y la magnitud en los ajustes de las tasas de política monetaria.

Por otra parte, es notorio el impacto de una demanda externa debilitada por el entorno internacional prevaleciente. La mayoría de los países reportó una merma en sus exportaciones durante 2015. Aun cuando ese resultado se compensó con un menor gasto en importaciones (especialmente de hidrocarburos) y de ahí la mejora en la cuenta corriente de la balanza de pagos, preocupa la pérdida de capacidad exportadora de la región ante el reducido margen para implementar políticas que estimulen la demanda interna como apoyo al crecimiento económico.

Hacia el futuro, los principales riesgos que enfrenta la región, nuevamente, son de carácter externo; y están asociados, entre otras cosas, con las consecuencias de la normalización de la política monetaria en los EE.UU., las cuales podrían implicar una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales alterando significativa e inesperadamente los costos de financiamiento externo y los flujos de capital. Adicionalmente, el bajo crecimiento de la economía mundial continuará afectando el desempeño de las exportaciones de la región y se espera que continúen los choques de oferta asociados a los efectos del cambio climático (especialmente el fenómeno ENOS) los cuales necesariamente tendrán algún impacto en los precios de las actividades agropecuarias y pesqueras.

La región se ha visto beneficiada por una serie de factores que le han permitido ganar espacios para consolidar la estabilidad y el crecimiento. El reto consiste en consolidar esas ganancias marginales de tal forma que no se reviertan cuando la dirección del viento cambie.