

II semestre de 2022

COYUNTURA MACROECONÓMICA Y FINANCIERA EN CENTROAMÉRICA

Michelle Baiter Barreto
Carolina Durana Ángel
GianMarco Jiménez
Annamaría Saavedra Ávila
Santiago Villamil López

Banco de la República
Bogotá, D. C., Colombia



Informe Especial de Coyuntura Macroeconómica y Financiera en Centroamérica

Michelle Baiter Barreto*
Carolina Durana Ángel§
GianMarco Jiménez*
Annamaría Saavedra Ávila§
Santiago Villamil López§

Durante las últimas décadas, la banca colombiana ha conseguido una expansión importante hacia distintos países de Centroamérica, adquiriendo una exposición cada vez mayor en la región y motivando la necesidad de hacer seguimiento a la capacidad de las entidades financieras de resistir distintos choques en estas economías. A partir de esto, el seguimiento al contexto macroeconómico de los países con una presencia significativa de conglomerados financieros colombianos adquiere importancia para identificar las principales vulnerabilidades a las que se enfrentan estos establecimientos, y diseñar escenarios de estrés que contribuyan al análisis de estabilidad financiera para Colombia.

El presente documento busca realizar un análisis de coyuntura macroeconómica para Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá y Nicaragua, países en los que la presencia de conglomerados financieros colombianos es cada vez mayor y que se recuperan de forma asimétrica tras la crisis desatada por la pandemia del COVID-19. Con este fin, el presente documento se desarrolla en tres secciones: en la primera, se presenta un indicador que permite identificar los principales componentes de vulnerabilidad macroeconómica para cada país y su evolución en los últimos años, así como una aplicación del mismo indicador para resaltar algunos de los principales desafíos de cada país en el mediano plazo; en la segunda sección se detalla la situación macroeconómica, fiscal y externa para cada economía; finalmente, en la tercera sección se analiza el desempeño de los principales indicadores del sistema financiero de los países de la región y se comparan con Colombia.

1. Indicador de vulnerabilidad

Utilizando la metodología de Alonso y Molina (2021), aplicada por el Banco de España en sus informes periódicos sobre la economía latinoamericana, se revisan las dimensiones real, fiscal, externa, monetaria y financiera para las seis economías centroamericanas de interés. Esta comparación incluye un componente temporal que analiza la evolución en el tiempo de cada dimensión para cada país durante el periodo comprendido entre 2013 y 2021, y un componente transversal que compara entre países para los años 2019, 2020 y 2021.

La metodología desarrolla el indicador de vulnerabilidad en función de variables macroeconómicas comparables entre los países relevantes para cada dimensión. En función de esto, la dimensión real compara el crecimiento del PIB real y el desempleo; la dimensión fiscal el balance fiscal y la deuda bruta del gobierno general como porcentaje del PIB; la dimensión externa el saldo de la balanza de cuenta corriente, la inversión extranjera directa en el país, el EMBI y la deuda externa como porcentaje del PIB; la dimensión monetaria, la inflación; y la dimensión financiera, el ratio entre activos líquidos y activos totales y el crédito

* Los autores son miembros del Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República. § Los autores son miembros de la Unidad de Asuntos Internacionales del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva. Los errores u omisiones que persistan son responsabilidad exclusiva de los autores.

al sector privado como porcentaje del PIB. Para facilitar la comparación se presenta el indicador con una escala de color, en la que el color rojo indica una mayor vulnerabilidad relativa, el verde claro una menor y el blanco la ausencia de cifras (Gráfico 1).

Gráfico 1: Indicador de vulnerabilidad por dimensión



Fuente: WEO, SECMCA, IIF. Elaboración: UAI-BR con la metodología de Alonso y Molina (2021)

Comparando la actividad económica de la región, con el componente transversal, se observa que en los años previos a la pandemia Costa Rica exhibía la mayor vulnerabilidad en la dimensión real, seguido de Nicaragua y Panamá. Si bien hasta 2017, de acuerdo con el componente temporal, el indicador mejoró en Costa Rica como resultado del crecimiento sostenido y de la reducción de la tasa de desempleo (desde 10,5% en 2011 hasta 9,3% en 2017), se deterioró durante 2018 y 2019, y aun en 2021 fue el país con la mayor vulnerabilidad en esta dimensión, mientras que, salvo Guatemala, los demás países habían alcanzado nuevamente baja o moderada vulnerabilidad.

Por su parte, Nicaragua presentó retrocesos en el indicador desde 2018 y Panamá desde 2016, los cuales se revirtieron ligeramente con la reactivación económica de 2021. En particular, el aumento de la tasa de desempleo desde 5,1% en 2015 hasta 7,1% en 2019 en Panamá y la contracción de la economía hasta -3,7% en 2019 en Nicaragua, ocasionaron el deterioro del indicador para estos países.

En contraste, Guatemala y Honduras exhibieron la menor vulnerabilidad en la dimensión real hasta antes de la pandemia, y junto a Nicaragua consiguieron incluso mantener niveles positivos en el indicador de vulnerabilidad de la dimensión real. La desaceleración de la economía guatemalteca se revirtió en 2017, para registrar un crecimiento cercano a 4% en 2019 que motivó una ligera mejora del indicador. Por su parte, a pesar de que la economía hondureña redujo su ritmo de crecimiento hasta 2,7% en 2019, la reducción de la tasa de desempleo en 0,7 p.p. entre 2016 y 2019 motivó el resultado favorable del indicador.

Con la llegada de la pandemia de COVID-19, los países de la región registraron grandes retrocesos en el sector real. En 2020, las medidas adoptadas para enfrentar la emergencia sanitaria de la pandemia de COVID-19 ocasionaron una contracción económica y un aumento generalizado de la vulnerabilidad, destacándose las contracciones de las economías de Panamá (-18%) y de Honduras (-9%), que sumada a unas tasas de desempleo de dos dígitos (19% y 11%, respectivamente), exacerbaron las vulnerabilidades de estos países. En contraste, el choque en Guatemala y Nicaragua fue más moderado al registrar una contracción económica de -1,8%.

A pesar de que la reapertura de la economía de 2021 motivó la recuperación de la actividad económica en la región, que registró un crecimiento del PIB real promedio de 10,7% jalonado por Panamá y Honduras, persisten los desafíos en el mercado laboral y la actividad económica en Costa Rica y Guatemala. Por su parte, a 2021 en Honduras y Panamá se reportó la menor vulnerabilidad de la región en la dimensión real, como resultado del elevado crecimiento (13% y 10%, respectivamente) y de las bajas tasa de desempleo (10% y 9%, respectivamente). Esto a pesar de haber sido las economías con mayor contracción económica y mayor desempleo durante la pandemia.

Las finanzas públicas de las economías centroamericanas se deterioraron durante el período de estudio, lo cual se reflejó en una creciente vulnerabilidad en la dimensión fiscal. Si bien hasta 2017 todas las economías mejoraban de forma moderada en la vulnerabilidad fiscal, esta ha sido persistentemente elevada en todos los casos, resaltándose para Costa Rica, El Salvador y Panamá. En este sentido, aunque la pandemia representó un retroceso importante de la actividad económica, esta no significó un aumento particular en la vulnerabilidad fiscal, la cual ya era alta en la región.

En este sentido, a pesar de que los ingresos aumentaron, su dinamismo ha sido contrarrestado por el aumento de los gastos, lo cual ha ocasionado déficits fiscales en la región y un aumento de los coeficientes de endeudamiento desde 2011. En particular, en Costa Rica se destaca el deterioro permanente del indicador como resultado del creciente déficit fiscal, desde 4% del PIB en 2011 hasta 7% del PIB en 2019, y de la dinámica de la deuda del GG, la cual aumentó 26 p.p. del PIB entre 2011 y 2019 (56% del PIB). Por su parte, en El Salvador, Honduras y Nicaragua, la mejora de los balances fiscales entre 2011 y 2019 vino acompañada de un pronunciado incremento de la deuda ante las elevadas necesidades de financiamiento, el cual acentuó las vulnerabilidades.

Como ya se mencionó, la vulnerabilidad en la región vista desde el componente transversal del indicador no tuvo cambios importantes entre 2019 y 2021, en tanto la vulnerabilidad fiscal en la región ya era alta desde antes de la pandemia y no ha comenzado a revertirse. En 2020, Costa Rica, El Salvador y Panamá fueron los países más vulnerables en materia fiscal al registrar déficits fiscales equivalentes a 8-10% del PIB y saldos de deuda del GG superiores al 65% del PIB, mientras que Guatemala continuó siendo el país

menos vulnerable en esta dimensión al reportar un déficit fiscal cercano al 5% del PIB y un saldo de deuda del GG equivalente al 32% del PIB.

De otro lado, entre 2011 y 2019, el desempeño en la dimensión externa de las economías centroamericanas mejoró, apoyándose en la reducción de los déficits de la cuenta corriente. En línea con esto, a pesar del leve retroceso en vulnerabilidad externa que se tuvo entre 2017 y 2019 en todas las economías a excepción de El Salvador, ninguna tenía a 2019 alta vulnerabilidad en esta dimensión. En 2020, al igual que ocurrió para las dimensiones real y fiscal, la pandemia implicó retrocesos en el frente externo de todas las economías, aunque de forma más moderada respecto a esas dimensiones. Como consecuencia, la vulnerabilidad externa en la región permanece alta, particularmente para El Salvador, Panamá y Costa Rica.

De forma similar a la dimensión externa, desde 2015 el ritmo de inflación y el manejo de política monetaria de estas economías permitió mejoras en la vulnerabilidad de la dimensión monetaria, salvo retrocesos en 2017 y 2021. Las economías centroamericanas se han caracterizado por mantener controlado el incremento de los precios, con resultados destacables en 2015, 2018 y 2020.

Aunque en 2021 la región fue golpeada por la tendencia global del alza de precios, y el aumento de la vulnerabilidad monetaria fue generalizado a excepción de Guatemala, esta ha mantenido una dinámica similar a la de antes de la pandemia. En particular, tanto en 2019 y 2021 Panamá y Costa Rica resaltaron como dos de los países con menor vulnerabilidad monetaria, a la vez que se mantienen los desafíos para Nicaragua y Honduras, a pesar de que este último ha conseguido reducir moderadamente su vulnerabilidad en esta dimensión.

De otro lado, se resaltan las dinámicas del El Salvador y de Nicaragua, pues fueron los países que registraron el mayor ritmo de inflación entre 2020 y 2021. En contraste, el menor ritmo de inflación en Guatemala en 2021 lo condujo a ser el único país en donde la vulnerabilidad en la dimensión monetaria no aumentó, para pasar de ser el país con la inflación más elevada en 2020 (4,8%), a registrar la menos elevada en 2021 (3,1%), junto con Panamá (2,6%).

Finalmente, en lo relacionado a la dimensión financiera, el deterioro del indicador en Honduras y Panamá durante los años anteriores a la pandemia supuso la mayor vulnerabilidad de la región. En particular, desde 2014 el indicador empeoró gradualmente en ambos países como resultado de la caída de la razón de activos líquidos a activos totales (hasta del 23% en Honduras y 10% en Panamá en 2019) y del crecimiento sostenido del crédito al sector privado, superior al 58% del PIB en 2019. En contraste, el moderado incremento de la razón de activos líquidos a activos totales y del crédito al sector privado como porcentaje del PIB en El Salvador y Guatemala redujeron la vulnerabilidad en la dimensión financiera para estos países.

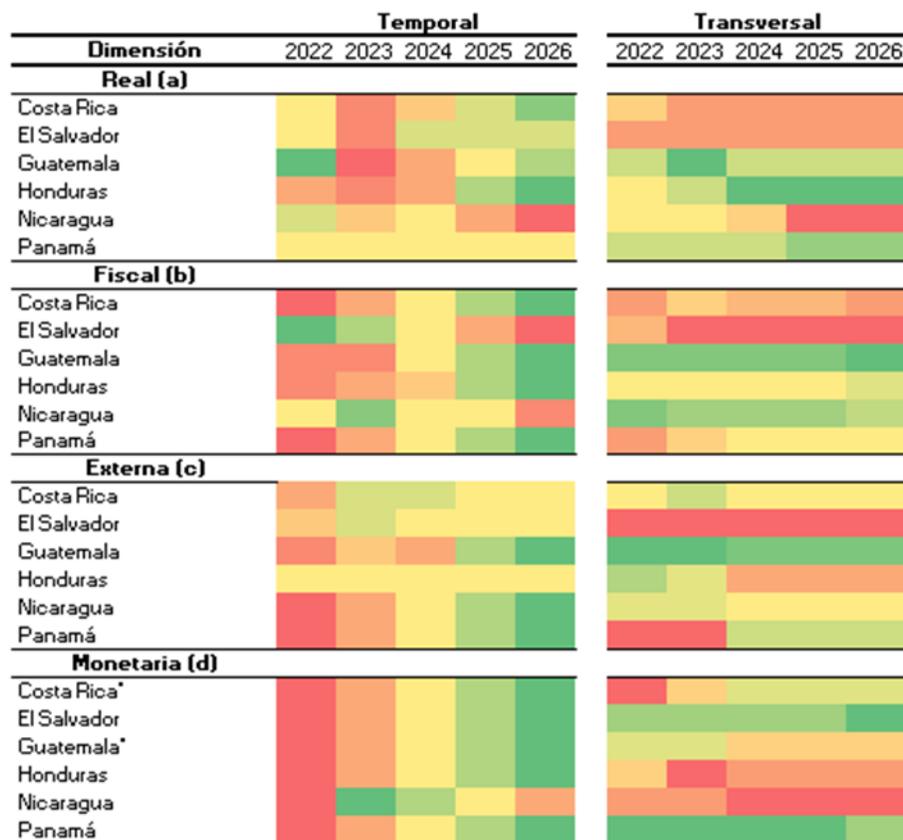
Para 2021, la vulnerabilidad financiera en la región se comportó de forma generalizada para todos los países, mostrando un nivel alto, en particular, en Panamá, que registró un bajo ratio de activos líquidos a activos totales y un elevado crédito al sector privado como proporción del PIB.

A partir del indicador de vulnerabilidad trabajado para cada una de las dimensiones, es posible identificar algunos de los principales desafíos macroeconómicos de la región. En este sentido, se destaca por ejemplo la elevada vulnerabilidad en la dimensión real para Costa Rica y Guatemala, tras el choque generalizado causado por la pandemia de COVID-19, la elevada vulnerabilidad externa para el Salvador y su tendencia creciente entre 2020 y 2021, y las vulnerabilidades fiscal y financiera como elementos generalizados en la región.

En línea con la metodología utilizada anteriormente, y utilizando los pronósticos publicados por Focus Economics y el World Economic Outlook del FMI para 2022-2026, se analizan las mismas dimensiones para

una ventana de tiempo que permita identificar algunos de los desafíos macroeconómicos de corto y mediano plazo para la región. Estos resultados se muestran siguiendo la misma escala de color presentada anteriormente (Gráfico 2).

Gráfico 2: Análisis de Vulnerabilidad en Centroamérica en el corto y mediano plazo



Fuente: Focus Economics y WEO. Elaboración: UAI-BR

En primer lugar, ante la persistencia de los problemas de oferta ocasionados por la pandemia y la invasión de Rusia a Ucrania, las economías centroamericanas registrarían una alta vulnerabilidad en el sector real durante 2023, como resultado de la desaceleración del crecimiento, que contrarrestaría la ligera reducción en la tasa de desempleo. A partir de 2024, el sector real de las economías iniciaría un proceso de recuperación, salvo en Nicaragua, jalonado por un ritmo moderado de crecimiento económico y de desempleo.

De forma similar, las vulnerabilidades fiscales se reducirían salvo en El Salvador y Nicaragua, como resultado de la reducción del déficit fiscal y de la deuda pública como proporción del PIB. El crecimiento moderado del gasto y el dinamismo de los ingresos motivarían la reducción de los desbalances fiscales en Costa Rica, Guatemala, Honduras y Panamá, que, sumando a la senda de deuda decreciente, mitigaría las vulnerabilidades fiscales. En contraste, en El Salvador las vulnerabilidades serían exacerbadas por el elevado nivel de deuda y de déficit fiscal que, en 2026, se situarían, respectivamente en 99% del PIB y -5% del PIB.

A nivel externo, el persistente déficit de la cuenta corriente y la dependencia del flujo de remesas familiares procedentes representan riesgos importantes para la región. Para 2026, los países de la región, con excepción de Guatemala (que reportaría un superávit en la cuenta corriente de 1,4%), registrarían un déficit en la cuenta corriente de entre 3,6% y 0,5% del PIB. En general, el riesgo de una recesión en Estados Unidos oscurecería las perspectivas en Centroamérica, dada la relación comercial entre ellos y la dependencia del ingreso por remesas familiares.

En la dimensión monetaria, las presiones han sido generalizadas para todos los países de la región con lo que la vulnerabilidad ha aumentado para cada uno de ellos en 2022 y persistiría con un leve deterioro hasta 2024. A pesar de esto, Panamá, El Salvador y Guatemala se destacan por sus niveles de vulnerabilidad baja dentro de la región, aunque para este último se anticipa que pueda aumentar a partir de 2024. El pronóstico de Focus Economics indica que, la inflación promedio se desaceleraría desde 8% a cierre de 2022 hasta 3,5% a cierre de 2026. En el caso de Costa Rica y Guatemala, la inflación estaría fuera de las respectivas bandas de tolerancia en 2022; sin embargo, estaría dentro de su rango a partir de 2023 en Guatemala y de 2024 en Costa Rica.

2. Contexto macroeconómico de los países de la región

En la primera sección se buscó desarrollar una comparativa en la vulnerabilidad relativa para los distintos países de Centroamérica de interés para el documento. Para esto, se buscó el desarrollo de un indicador que permitiera comparar tanto la evolución en el tiempo de la vulnerabilidad para cada país en dimensiones real, fiscal, monetaria, externa y financiera, así como comparaciones entre los países. Los resultados mostrados a partir del indicador de vulnerabilidad, sin embargo, no exponen el comportamiento de cada una de las variables que conforman el indicador, por lo que esta segunda sección busca detallar la situación macroeconómica, con énfasis en las mismas dimensiones presentadas anteriormente para cada una de las economías de interés.

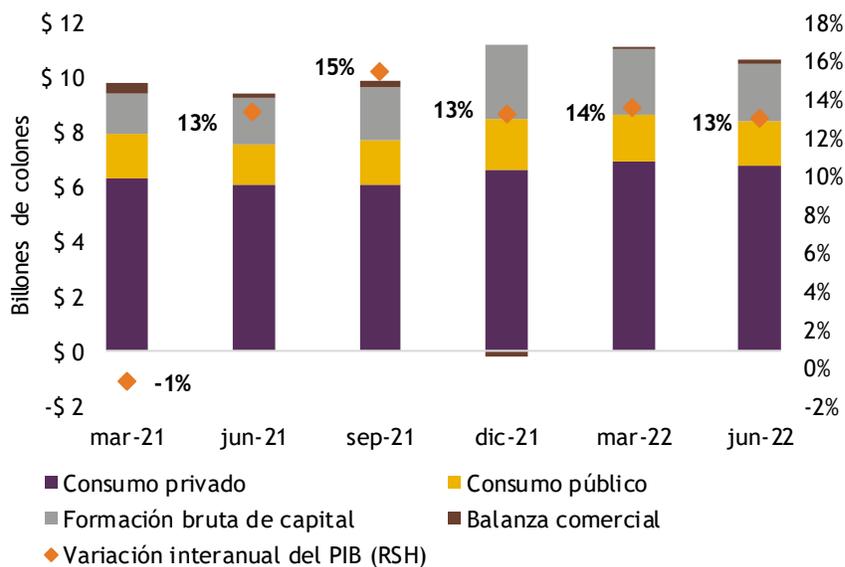
2.1 Costa Rica

Manteniendo la dinámica de 2021, el crecimiento económico para Costa Rica en 2022 ha estado liderado por el crecimiento de la demanda interna, impulsado por la recuperación en el consumo de los hogares, la inversión, y el comercio. El crecimiento anual del PIB nominal para Costa Rica en el segundo trimestre de 2022 fue de 13,0%, apenas por debajo del 13,3% alcanzado en el mismo trimestre de 2021 y reflejando una economía que ha conseguido un ritmo sostenido de crecimiento en medio de las tendencias de desaceleración que enfrentan otros países de la región (Gráfico 3). En línea con este comportamiento de la actividad económica, se resalta la positiva recuperación del mercado laboral, consiguiendo una tasa de desempleo del 12% y acumulando una reducción de 12 puntos porcentuales (p.p.) desde junio de 2020.

El comportamiento de la economía costarricense que ha conseguido un crecimiento sostenido del PIB se ha traducido también en importantes avances en materia fiscal para el país. En este sentido, a marzo de 2022 se reportó un superávit primario para el Gobierno central de 3% del PIB, luego de reportar balances deficitarios desde el segundo trimestre de 2021 (Gráfico 4). Este balance fue resultado de un importante aumento en el recaudo tributario, en línea con la recuperación de la actividad económica y la implementación de la reforma tributaria de 2018, de la que no se habían visto los efectos debido a las restricciones sanitarias. Para conseguir esto, a marzo de 2022 se reportó un crecimiento de los ingresos

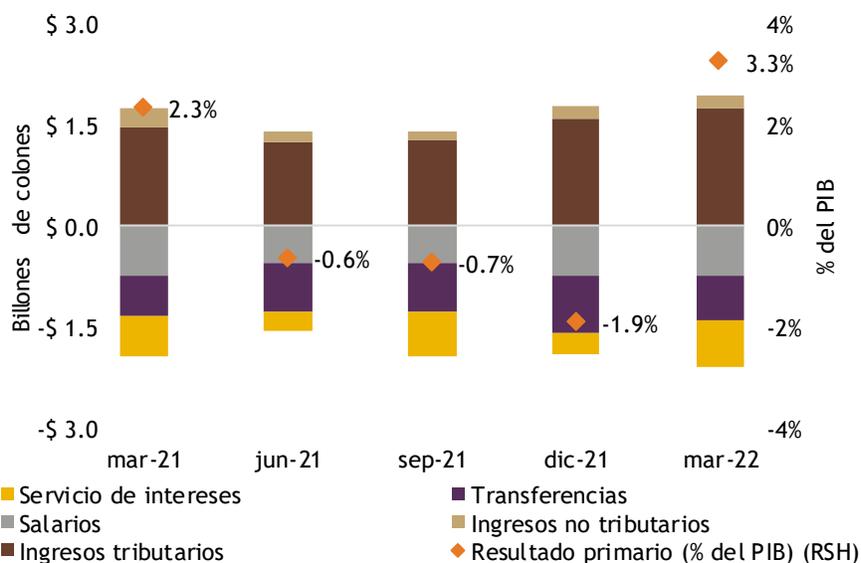
corrientes de 12% con respecto al mismo período del año anterior, con un aumento del 19% en los ingresos tributarios.

Gráfico 3: Evolución del PIB por componentes del gasto en Costa Rica¹



Fuente: Banco Central de Costa Rica (BCCR). Elaboración: UAI-BR

Gráfico 4: Evolución de los ingresos y gastos del Gobierno central de Costa Rica



Fuente: BCCR. Elaboración: UAI-BR

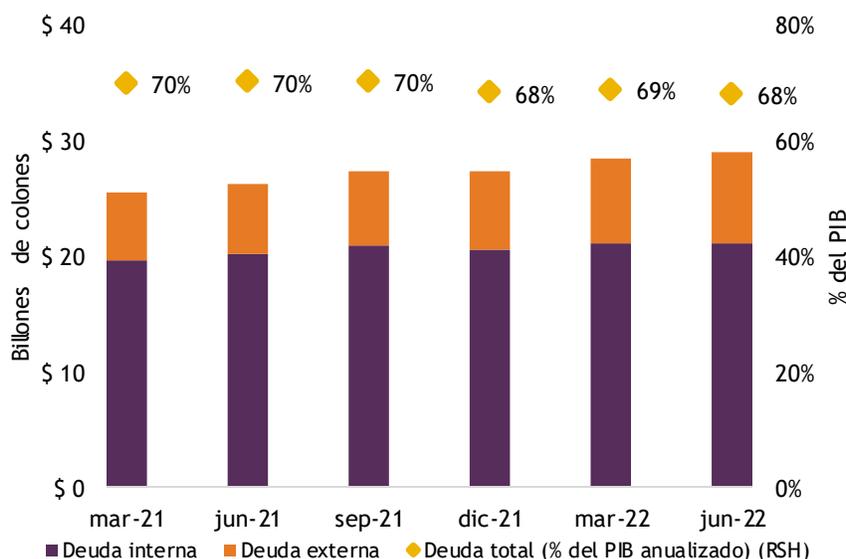
¹ Las siglas RSH en los gráficos a lo largo del reporte indican que la variable de interés se encuentra graficada en el eje derecho.

El incremento de los ingresos corrientes del gobierno central conseguido con el mayor recaudo de los impuestos a los ingresos, a las utilidades y a las ventas internas y externas, compensó la caída de los ingresos no tributarios, que para el primer trimestre de 2022 se redujeron 26% respecto al mismo trimestre de 2021.

En el mismo sentido, el superávit primario a marzo de 2022 se consiguió en el contexto de un crecimiento anual del 6% de los gastos del Gobierno central. En particular, el crecimiento de los gastos corrientes fue jalonado por el aumento de las transferencias hacia los sectores público y privado y por el servicio de intereses de la deuda, resultado de la dinámica de endeudamiento de los últimos años y del endurecimiento global de las condiciones financieras.

A junio de 2022, la deuda del Gobierno central como porcentaje del PIB entre julio de 2021 y junio de 2022 se situó en 68%, 3 p.p. por debajo de la cifra reportada en el mismo período del año anterior (Gráfico 5). A pesar de que el saldo de la deuda del Gobierno central ha aumentado de forma sostenida, el crecimiento del PIB ha sido mayor, reduciéndose la deuda del Gobierno central como porcentaje del este. Del saldo total de la deuda, a junio de 2022 la deuda interna representó el 73% y la externa el 27% restante, sin embargo, el crecimiento de la deuda en el último año ha estado jalonado principalmente por el comportamiento de la deuda externa, con un aumento del 27% respecto al mismo periodo de 2021, mientras que la deuda interna ha aumentado solo 5%.

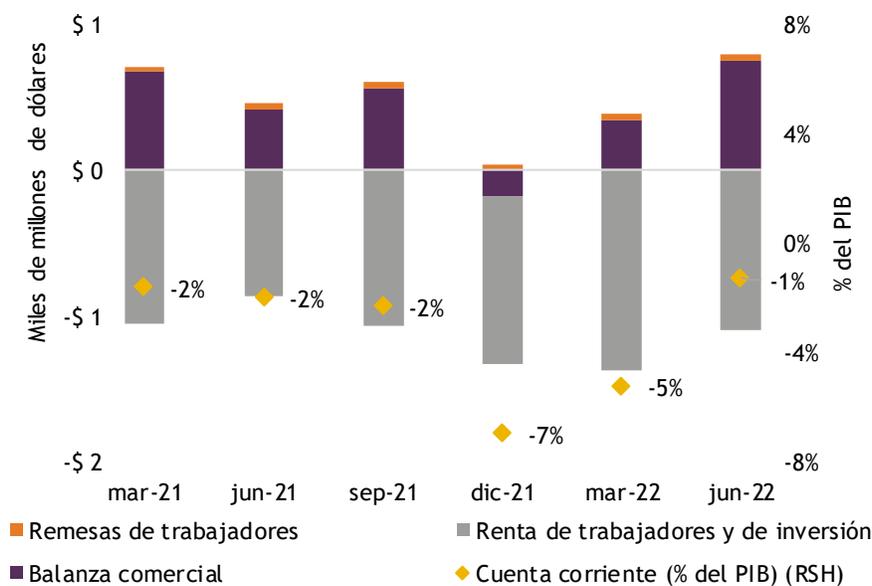
Gráfico 5: Evolución del saldo de la deuda del Gobierno central de Costa Rica



Fuente: Ministerio de Hacienda de Costa Rica. *Elaboración:* UAI-BR

Aunque el nivel de la deuda ha aumentado de forma sostenida, repercutiendo en la dinámica de los gastos corrientes, los determinantes del comportamiento de la economía costarricense que le permitieron conseguir superávit primario en el primer trimestre de 2022, y un ritmo de crecimiento que no ha desacelerado, también son positivos en la cuenta corriente. A nivel externo, en el segundo trimestre de 2022 el país consiguió una mayor demanda externa de bienes, y aunque este dinamismo en las exportaciones fue compensado por el incremento en los precios de las importaciones y el país reportó déficit en cuenta corriente en el segundo trimestre de 2022, este fue menor respecto al mismo trimestre del año anterior (Gráfico 6).

Gráfico 6: Evolución de la cuenta corriente en Costa Rica



Fuente: BCCR. Elaboración: UAI-BR

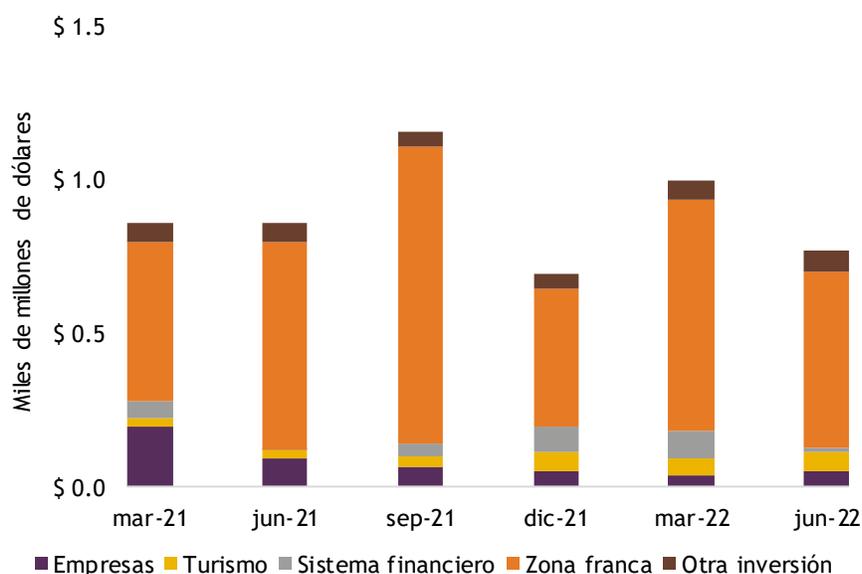
En el mismo contexto internacional, las disrupciones en las cadenas de suministros presionaron el déficit en la cuenta de bienes y servicios a través del encarecimiento de las importaciones, las cuales aumentaron 9% con respecto al segundo trimestre de 2021. Aun así, el incremento anual del 28% en el segundo trimestre de 2022 de las exportaciones de servicios jalonaron el buen comportamiento de la cuenta corriente, en particular en lo relacionado a turismo, telecomunicaciones y servicios empresariales. De otro lado, en el mismo periodo las exportaciones de bienes aumentaron 8%.

Por su parte, los flujos de inversión extranjera directa hacia Costa Rica cayeron 10% en el segundo trimestre de 2022 con respecto al mismo periodo de 2021 (Gráfico 7). En particular, el comportamiento de esta inversión obedeció a un menor flujo de inversión hacia las empresas, que decreció 42% en el mismo periodo, y fue moderado parcialmente por el incremento del 14% en el flujo hacia zonas francas.

Así como la coyuntura mundial determinó el comportamiento de las exportaciones, también ha sido determinante en la aceleración de la inflación desde el tercer trimestre de 2021. Entre los principales determinantes para este comportamiento, se destaca el aumento de los precios internacionales de las materias primas importadas, en particular de combustibles, metales y granos, y el efecto base derivado de los bajos niveles de precios registrados al inicio de la pandemia.

Desde febrero de 2022, la inflación ha mostrado una senda creciente, manteniéndose fuera de la banda de tolerancia de 1 p.p. alrededor de la meta de 3%. La tendencia sostenida en el aumento de la inflación llegó a ubicarla en septiembre de 2022 en 10,4% con respecto al mismo período del año anterior, reflejando además de los efectos base, mayores costos de transporte, el aumento del tipo de cambio y la creciente inflación internacional.

Gráfico 7: Evolución de los flujos de IED



Fuente: BCCR. Elaboración: UAI-BR

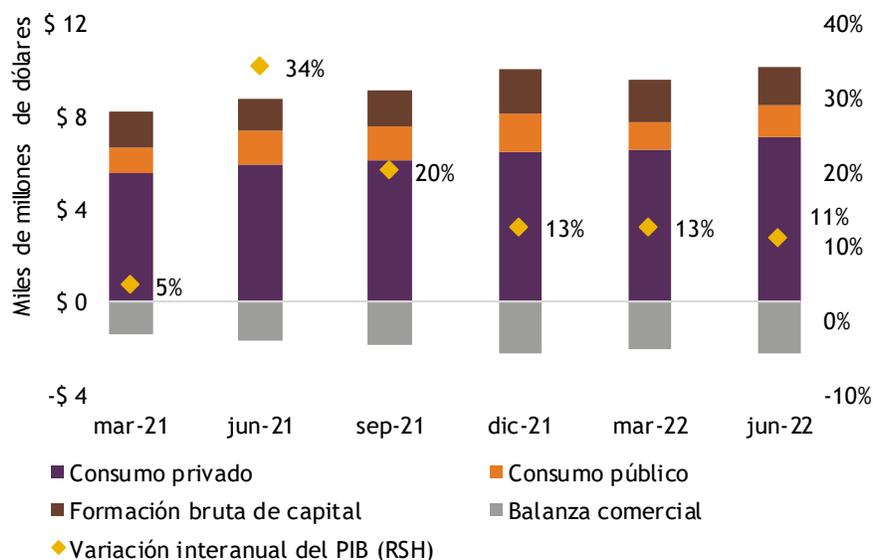
Con el objetivo de controlar el comportamiento de la inflación, en diciembre de 2021 el Banco Central de Costa Rica inició una senda de aumentos graduales de la Tasa de Política Monetaria. Ante los riesgos al alza en las proyecciones de inflación, la autoridad monetaria del país ha continuado con el proceso de normalización, acercando la tasa gradualmente a una posición neutral y aumentando 725 puntos básicos (p.b.) entre diciembre de 2021 y septiembre de 2022, pasando de 1,75% a 8,5%.

En general, los principales desafíos para Costa Rica se tienen en lo fiscal y en lo externo. En materia fiscal, a diciembre de 2021 la deuda del Gobierno central continúa siendo superior al 65% del PIB anual. En medio de la elevada inflación y del endurecimiento de las condiciones financieras internas y externas, el aumento del servicio de intereses de la deuda continuará presionando el resultado fiscal. Por otro lado, A nivel externo pueden reaparecer presiones originadas por el aumento de los precios de los alimentos y de la energía y la desaceleración económica alrededor del mundo, lo que podría llevar a un aumento del déficit en la cuenta de bienes y servicios.

2.2 El Salvador

Tras la fuerte recuperación reportada en 2021, la economía salvadoreña exhibió un crecimiento más moderado durante 2022, jalonado principalmente por la demanda interna. En el segundo trimestre de 2022, se registró un crecimiento anual del PIB nominal de 11% frente a lo observado en el segundo trimestre del año anterior, desacelerándose respecto al 13% registrado para el primer trimestre del año y respecto al 34% que consiguió en el mismo periodo de 2021 (Gráfico 8). El crecimiento económico en este periodo se apoyó en la diversificación de la producción nacional, el aumento del salario mínimo, los programas de financiamiento para las MIPYMES, la ejecución de obras públicas, el aumento de la demanda de productos salvadoreños por parte de los socios comerciales y el aumento de las remesas.

Gráfico 8: Evolución del PIB por componentes del gasto en El Salvador



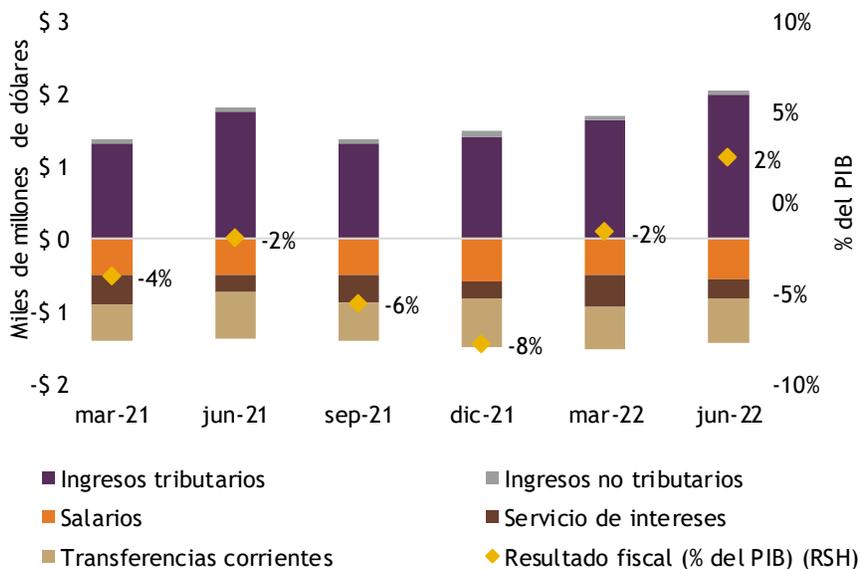
Fuente: Banco Central de Reserva de El Salvador (BCRES). *Elaboración:* UAI-BR

Aunque la demanda interna superó el nivel registrado en el segundo trimestre de 2021, su crecimiento se desaceleró como consecuencia de una expansión más modesta del consumo privado y del gasto público. En particular, el consumo privado registró un crecimiento anual de 19% en el segundo trimestre de 2022, mientras que en el mismo trimestre de 2021 había conseguido un crecimiento del 46%. Junto a esto, el desempeño de la demanda interna fue parcialmente contrarrestado por el déficit comercial y el comportamiento elevado de las importaciones, que crecieron 26% en el segundo trimestre de 2022 respecto al mismo periodo de 2021 y superaron significativamente el crecimiento de las exportaciones para el mismo periodo.

El crecimiento económico y la progresividad del Plan Antievasión incrementaron los ingresos del gobierno central, mejorando el resultado fiscal para el país. El Plan Antievasión, implementado en octubre de 2019, consistió en una estrategia para combatir la evasión y la elusión de impuestos a través de la fiscalización y la amnistía fiscal. En particular, el Plan impulsó al alza el recaudo del impuesto sobre la renta, que, sumado a la recuperación de la actividad económica, contrarrestó el aumento del gasto en bienes y servicios y del pago de intereses de la deuda, permitiendo un superávit fiscal de 2% del PIB en el segundo trimestre de 2022 (Gráfico 9).

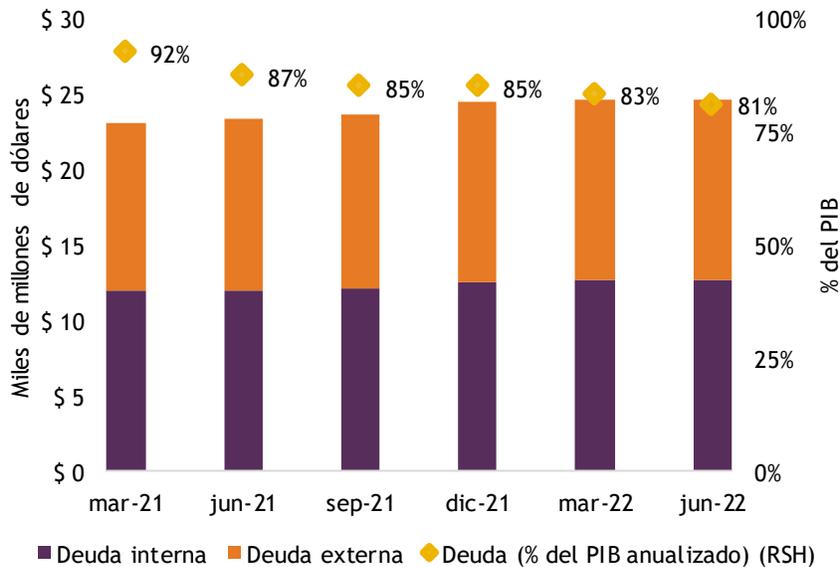
Este superávit alcanzado entre abril y junio de 2022 fue conseguido por el destacado desempeño de los ingresos del Gobierno central, los cuales superaron en 12% lo reportado en el mismo período del año anterior. Así mismo, aunque los ingresos no tributarios cayeron 9% ante un menor ingreso por concepto de multas, los ingresos tributarios crecieron 13% como resultado del mayor recaudo del impuesto sobre la renta y sobre el IVA. En el mismo sentido, el superávit fue conseguido aun con el crecimiento anual del 5% de los gastos corrientes, jalonados por un mayor gasto por concepto de pago de salarios (9%), compra de bienes y servicios (12%) y servicio de la deuda (15%).

Gráfico 9: Evolución de los ingresos y gastos del Gobierno central de El Salvador



Fuente: BCRES. Elaboración: UAI-BR

Gráfico 10: Evolución del saldo de la deuda pública de El Salvador



Fuente: BCRES. Elaboración: UAI-BR

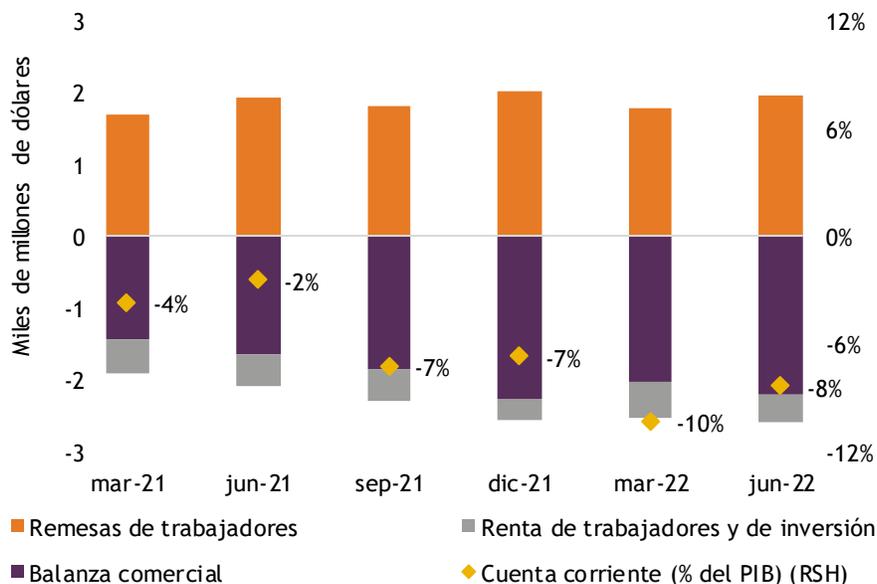
La expansión del gasto llevó la deuda pública a niveles elevados, y a un crecimiento sostenido del saldo total, que fue compensado parcialmente por el crecimiento de la economía. En este sentido, el saldo de la deuda pública a cierre de 2021 de El Salvador como porcentaje del PIB anual se situó en 85%. Por su parte, si bien la deuda pública a junio de 2022 superó en 6% el saldo reportado a junio de 2021, el crecimiento económico consiguió una reducción anual de 6 p.p. de la deuda como proporción del PIB entre julio de 2021 y junio de 2022, cerrando en 81% (Gráfico 10). El saldo de la deuda del Gobierno central a junio de 2022 representó

el 69% del saldo total, el saldo de la deuda del sector público financiero representó el 26% y las empresas públicas no financieras y el resto del Gobierno general representaron el saldo restante. Del mismo modo, a junio de 2022 el saldo de la deuda externa del Gobierno central representó el 65% del saldo total de la deuda y la interna representó el 35%.

Sin embargo, aun con la importante reducción conseguida en el saldo total de la deuda, el aumento de los costos de financiamiento y el elevado nivel de deuda pública en el país obligó al gobierno a realizar un ajuste que garantizara la estabilidad de las finanzas públicas. En este sentido, durante el segundo trimestre de 2022, el gobierno salvadoreño presentó ante la Asamblea Legislativa tres iniciativas que garantizan el cumplimiento de sus obligaciones financieras: (i) la compra o redención anticipada de títulos valores y la cancelación de deuda recomprada; (ii) la inclusión presupuestaria de US\$365 millones provenientes de un bono emitido por el BCRES con DEG; y (iii) un préstamo por US\$200 millones por parte del Banco Centroamericano de Integración Económica.

A nivel externo, el déficit de la cuenta corriente se situó en 8% del PIB, mayor en 6 p.p. al déficit reportado en el segundo trimestre de 2021 (Gráfico 11). El mayor desbalance externo es explicado por el aumento de las importaciones de bienes, asociado a los elevados precios de las materias primas, el mayor pago de servicios de transporte de mercancías dado el incremento de las tarifas mundiales y las utilidades de las empresas extranjeras que operan en el país. Por su parte, el aumento de las exportaciones no tradicionales, de los ingresos por turismo y de las remesas de trabajadores mitigaron parcialmente el déficit de la cuenta corriente.

Gráfico 11: Evolución de la cuenta corriente en El Salvador



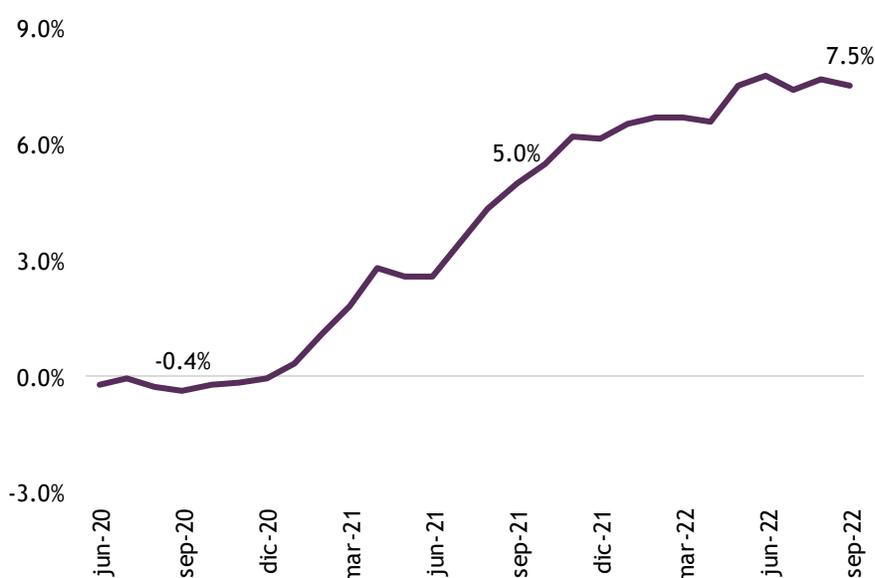
Fuente: BCRES. Elaboración: UAI-BR

Así mismo, los flujos de inversión hacia El Salvador se debilitaron para el segundo trimestre de 2022, con una caída del flujo de IED de 77% frente al mismo período del año anterior, como resultado de menores flujos hacia las industrias manufactureras y las actividades financieras y de seguros. Esta caída fue contrarrestada por una solidez importante en el comportamiento de las remesas familiares, que a junio de 2022 (US\$3,7 mm, equivalente al 25% del PIB) superaron el nivel alcanzado a junio de 2021 (US\$3,6 mm)

y en las que Estados Unidos continuó siendo el principal país de procedencia de las remesas, con una participación que supera el 93%.

De otro lado, aunque el componente internacional determinó de forma importante el comportamiento de la economía de El Salvador, en lo relacionado a inflación la senda creciente se detuvo en mayo de 2022 pese a la persistencia de los choques de oferta. Aunque a septiembre de 2022 fueron persistentes los efectos de la crisis energética, de los precios de las materias primas y los problemas logísticos internacionales, en septiembre de 2022 la inflación se desaceleró hasta alcanzar 7,5%, sugiriendo un punto de quiebre asociado a las iniciativas de ley, que habrían suavizado el impacto de la crisis inflacionaria (Gráfico 12).

Gráfico 12: Evolución de la inflación general en El Salvador (variación interanual del IPC)



Fuente: BCRES. Elaboración: UAI-BR

Para reducir los efectos de la crisis inflacionaria, el Gobierno adoptó cuatro iniciativas de ley entre enero y abril de 2022, aprobadas por la Asamblea Legislativa y que posiblemente conseguirían moderar el comportamiento de la inflación: (i) una reducción del IVA aplicado a los combustibles e hidrocarburos, siendo las nuevas tasas de la gasolina superior, regular y diésel de 4,75%, 5% y 1,75%, respectivamente²; (ii) la Ley Especial Transitoria para Fijar Precios Máximos de los Combustibles, con la cual el Gobierno absorbe el incremento del precio internacional de los combustibles y se fija el precio de la gasolina superior en \$4,31, el precio de la gasolina regular en \$4,15 y el precio del diésel bajo en azufre en \$4,14³; (iii) la suspensión del cobro del Fondo de Estabilización para el Fomento Económico (FEFE) y de la Compensación Económica y Estabilización de las Tarifas del Servicio Público de Transporte Colectivo de Pasajeros (COTRANS); y (iv) la Ley Especial Transitoria de Combate a la Inflación de Precios de Productos Básicos, con la cual se exonera a algunos productos de los aranceles de importación.

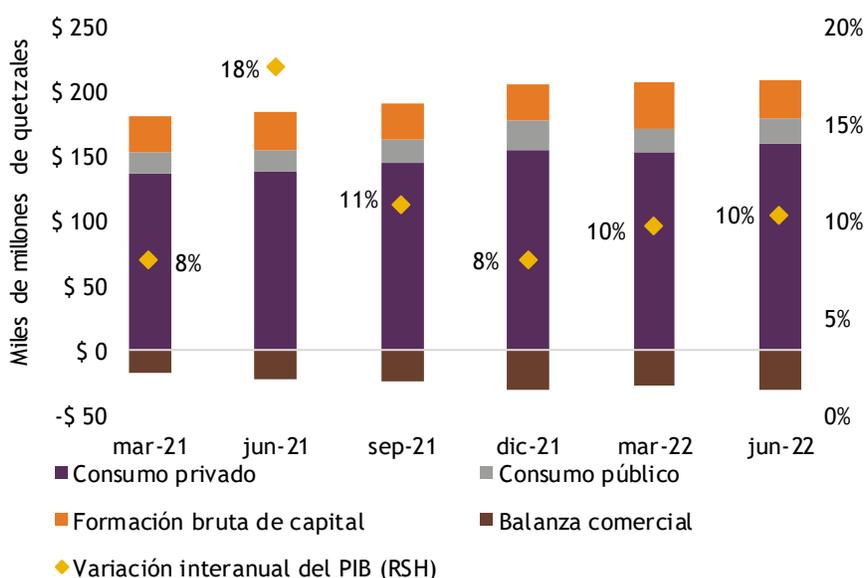
² Hasta marzo de 2022, las tasas de la gasolina superior, regular y diésel se situaron en 13%, lo cual representó una caída de 8,25 p.p., 8 p.p y 11,25 p.p., respectivamente, tras la aprobación de la iniciativa.

³ Esta medida reduce en 3,3% el precio de la gasolina superior, en 4,15% el precio de la gasolina regular y en 13,5% el precio del diésel con respecto al valor del mercado respectivo.

2.3 Guatemala

En 2022, la economía de Guatemala continuó creciendo a un ritmo importante, conservando un positivo proceso de recuperación de la actividad económica. Durante el segundo trimestre de 2022, el país registró un crecimiento nominal del 10% respecto al mismo período de 2021, como resultado de la recuperación del consumo privado, de la inversión y de la demanda externa (Gráfico 13). Si bien el crecimiento anual del 10% representó una desaceleración respecto al 18% conseguido un año atrás, se mantuvo en línea con el ritmo conseguido desde el tercer trimestre de 2021. En línea con esto, todos los componentes del gasto del PIB registraron tasas de variación positivas con respecto al segundo trimestre de 2021, destacándose el crecimiento de 16% del consumo de los hogares con la recuperación del empleo y el incremento de los salarios y las remesas.

Gráfico 13: Evolución del PIB por componentes del gasto en Guatemala

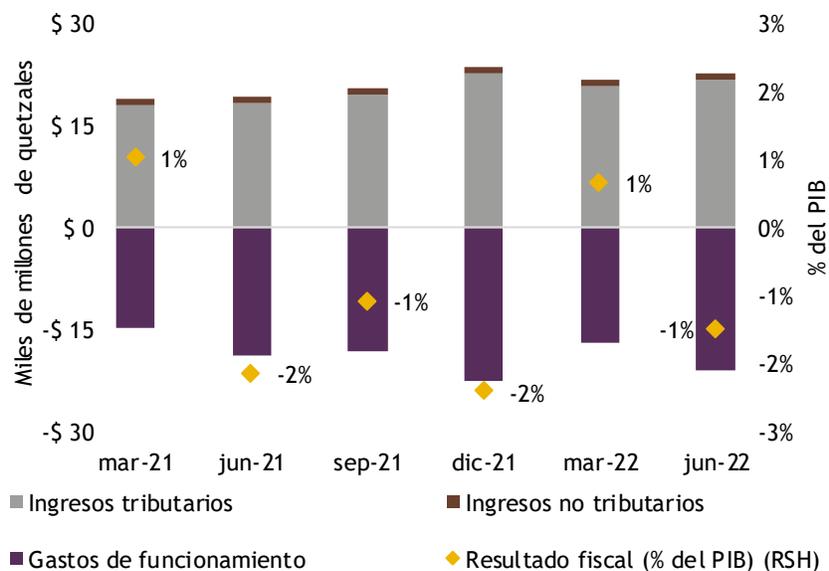


Fuente: Banco de Guatemala (BG). Elaboración: UAI-BR

A pesar de que la recuperación económica impulsó los ingresos tributarios y condujo a una mejora de las finanzas públicas, no fue suficiente para contrarrestar el aumento de los gastos de funcionamiento, lo que llevó a un déficit fiscal de 1% del PIB para el segundo trimestre de 2022 (Gráfico 14). En particular, aunque los ingresos del gobierno central crecieron 19% respecto al segundo trimestre de 2021, como resultado del aumento de los ingresos tributarios que tuvieron una variación del 19%, no consiguieron compensar el incremento anual del 12% de los gastos del gobierno central, jalonados por los mayores gastos de funcionamiento y de capital.

Aunque el incremento del gasto corriente del Gobierno central implicó también un aumento del saldo de la deuda en el último año, el sostenido crecimiento del PIB de Guatemala consiguió una mejora en la posición fiscal del país. A junio de 2022, el saldo de la deuda interna del SPNF como porcentaje del PIB semestral se situó en 35%, 2 p.p. menor al reportado a junio de 2021, a pesar del aumento del 4% en el saldo. De forma similar, el saldo de la deuda externa del SPNF no aumentó entre el segundo trimestre de 2021 y el de 2022.

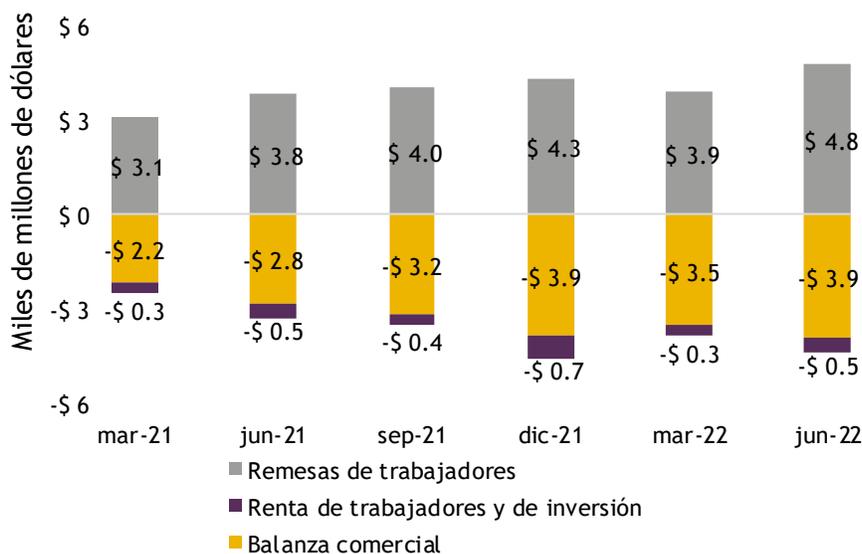
Gráfico 14: Evolución de los ingresos y gastos del Gobierno central de Guatemala



Fuente: BG. Elaboración: UAI-BR

A nivel externo, entre abril y junio de 2022, la cuenta corriente registró un superávit de US\$366 millones, explicado principalmente por el incremento en el flujo de remesas conseguido con la recuperación del mercado laboral y al aumento de los salarios nominales en Estados Unidos. Si bien el balance en cuenta corriente también fue superavitario en el segundo trimestre de 2021 (US\$507 millones), se registró desde ese periodo un incremento del 26% en las remesas de trabajadores, compensado por el incremento del 39% en el déficit de balanza comercial y del 2% en la renta de trabajadores, conservando el carácter superavitario, pero reduciéndose respecto a lo conseguido un año atrás (Gráfico 15).

Gráfico 15: Evolución de la cuenta corriente en Guatemala



Fuente: BG. Elaboración: UAI-BR

Por su parte, a junio de 2022 Guatemala consiguió que los flujos de IED ascendieran a US\$480 millones. De esto, los flujos de inversión procedentes desde Colombia, Estados Unidos y México representaron cerca del 60%, concentrados en las categorías de actividades financieras y de seguros (US\$117 millones por parte de Colombia), de industrias manufactureras (US\$40 millones por parte de Estados Unidos) y de comercio (US\$51 millones y US\$38 millones por parte de Estados Unidos y México, respectivamente).

En línea con la coyuntura internacional, la economía enfrentó las mismas presiones inflacionarias que determinaron el comportamiento de los precios en la región. Ante la persistencia de disrupciones en las cadenas de suministro, producto a su vez de la invasión de Rusia a Ucrania y efectos persistentes de la pandemia, la inflación aumentó de forma considerable desde febrero, llegando hasta 9% en septiembre de 2022 (Gráfico 16). Desde 3% en febrero de 2022, el incremento tenido desde entonces ha sido explicado con el incremento de los precios en los rubros de alimentos y bebidas no alcohólicas y de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles.

Gráfico 16: Evolución de la inflación y de la tasa de política monetaria en Guatemala



Fuente: BG. Elaboración: UAI-BR

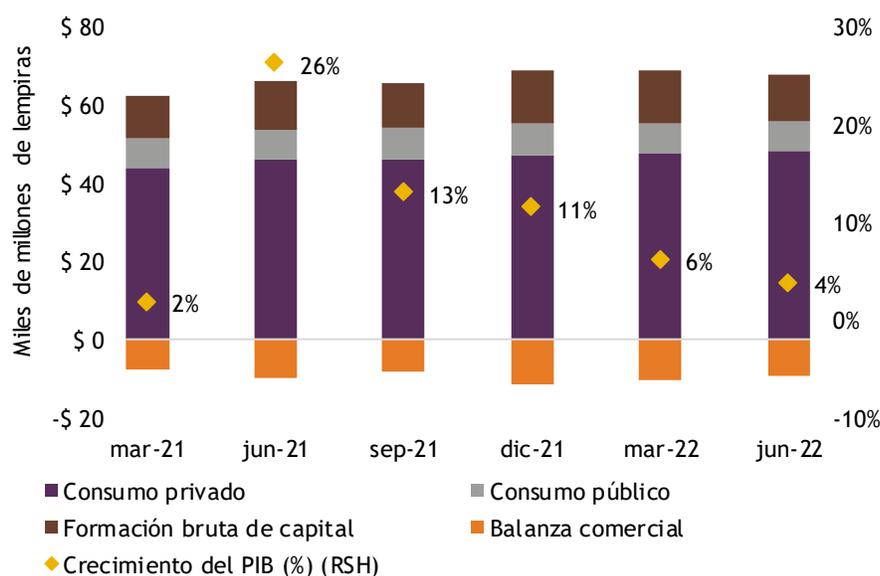
Para contener las presiones inflacionarias y mantener ancladas las expectativas de inflación, el Banco de Guatemala inició un proceso de ajuste de la política monetaria tras un período prolongado de bajas tasas de interés. Para esto, entre abril y septiembre de 2022, el país aumentó la Tasa de Interés Líder de Política Monetaria en 125 p.b., situándola en 3%, con el objetivo de volver a la banda de tolerancia alrededor de su meta (4% ± 1 p.p.).

Para Guatemala, los principales desafíos se tienen en lo monetario. En línea con la coyuntura internacional, se observa una tendencia creciente de la inflación que no ha conseguido mitigarse desde febrero de 2022, obligando al Banco de Guatemala a adoptar una política monetaria contractiva que llevará a una desaceleración en el ritmo sostenido de crecimiento de la actividad económica. Por otro lado, a nivel externo, a pesar de que se reporta un superávit en la cuenta corriente, se destaca la dependencia de las remesas en la financiación de esta, con un riesgo similar al del Salvador.

2.4 Honduras

Aunque la economía de Honduras ha continuado recuperándose a pesar del escenario internacional adverso, ha presentado una desaceleración importante de la actividad económica. En el segundo trimestre de 2022, aunque se registró un crecimiento del PIB nominal de 4% con respecto al mismo período del año anterior, en ese periodo el crecimiento anual llegó a ser del 26%, y desde entonces se ha reducido trimestre a trimestre (Gráfico 17).

Gráfico 17: Evolución del PIB por componentes del gasto en Honduras

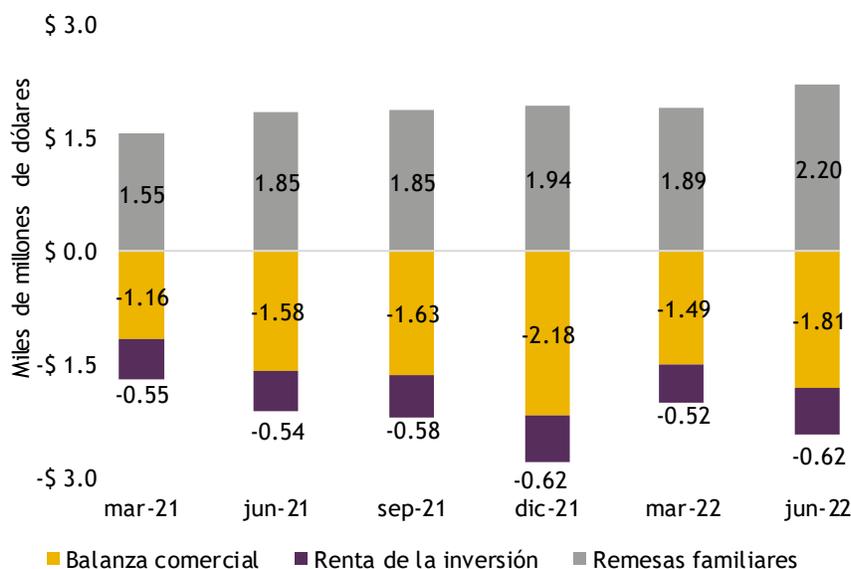


Fuente: Banco Central de Honduras (BCH). Elaboración: UAI-BR

Durante el primer y segundo trimestre de 2022, el dinamismo de la economía se apoyó en la demanda interna y externa. En particular, ante una mayor demanda de bienes y de servicios de comidas y transporte, el consumo de los hogares creció 4% con respecto al segundo trimestre de 2021. Del mismo modo, la industria manufacturera impulsó el crecimiento económico a lo largo del último año, con un crecimiento del 2,8% en la producción de la industria manufacturera con respecto al mismo período del año anterior, resultado de una mayor fabricación de productos textiles y de maquinaria y equipo. En la misma línea, se registró un crecimiento del saldo de IED de 3% con respecto al mismo período del año anterior, y de la que el 24% se dio en el sector financiero.

En materia comercial, en el segundo trimestre de 2022, se registró un déficit de cuenta corriente de US\$127 millones, resultado del balance negativo en la cuenta de bienes y servicios y del aumento de utilidades y dividendos asociados a la inversión extranjera, parcialmente contrarrestados por el ingreso de remesas. Con esto, el déficit comercial aumentó 7% con respecto al segundo trimestre de 2021, con un crecimiento del 27% en las exportaciones y del 21% en las importaciones (Gráfico 18).

Gráfico 18: Evolución de la cuenta corriente en Honduras



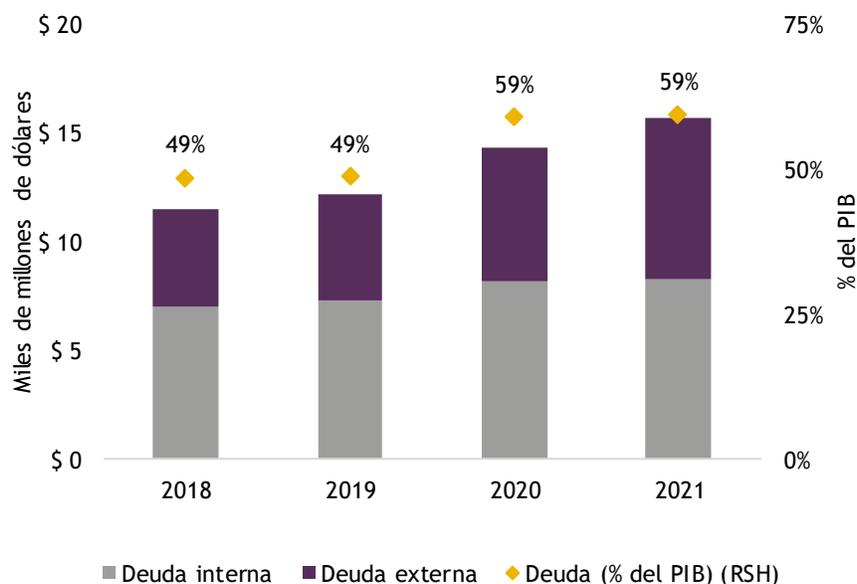
Fuente: BCH. Elaboración: UAI-BR

En materia fiscal, la desaceleración de la economía y el estado de las finanzas públicas justificaron en febrero de 2022 la declaración del Estado de Emergencia Fiscal y Financiera del Sector Público por parte del Gobierno de Honduras. Esta medida autorizó a la Secretaría de Estado en el Despacho de Finanzas (SEFIN) para que realice la contratación directa de préstamos, reasigne recursos externos disponibles y coloque títulos de deuda en el mercado doméstico o internacional hasta por un monto de US\$2 mm durante el ejercicio fiscal de 2022-2023, destinados a financiar el presupuesto y el pago del servicio de la deuda.

A junio de 2022, el SPNF reportó un superávit de 2,7% del PIB, mayor en 2,1 p.p. al superávit reportado en junio de 2021, explicado por un mayor recaudo y una menor ejecución de gastos de capital. En línea con esto, los ingresos corrientes crecieron 17% con respecto a junio de 2021, como resultado del incremento en la recaudación de los impuestos sobre la renta y las ventas. Por su parte, a pesar del aumento de los gastos corrientes, consecuencia del incremento del gasto en salarios y en el servicio de la deuda, los gastos totales cayeron 1% dados los menores gastos de capital.

A diciembre de 2021, la deuda del Gobierno central como porcentaje del PIB anual se situó en 59%, de la que el saldo de la deuda interna representó el 47% (Gráfico 19). A junio de 2022, el saldo de la deuda interna del Gobierno central aumentó 11% con respecto al saldo reportado en el mismo período del año anterior, resultado de los préstamos de variaciones estacionales y de los préstamos hechos con los DEG para atender los compromisos del servicio de deuda con vencimientos en los primeros meses del año, mientras que el endeudamiento externo del gobierno central a junio de 2022 se redujo en 0,3% con respecto al saldo reportado en junio de 2021.

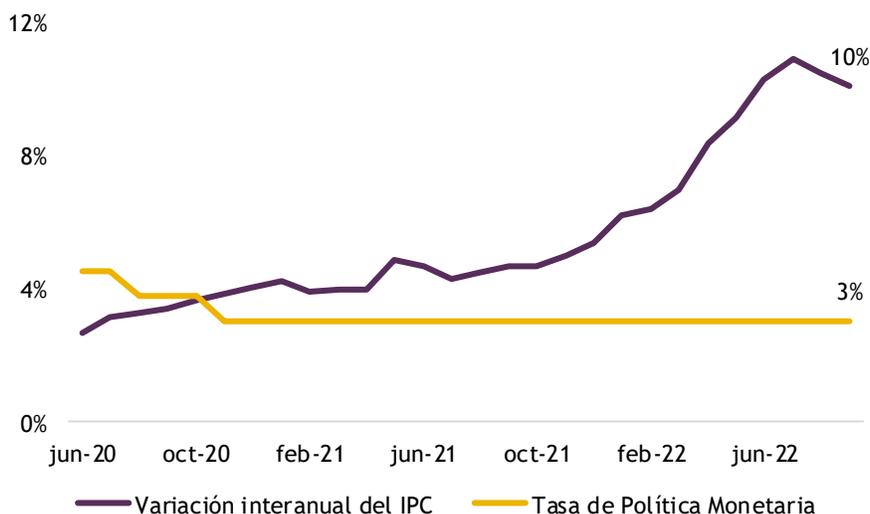
Gráfico 19: Evolución del saldo de la deuda del Gobierno central de Honduras



Fuente: SEFIN. Elaboración: UAI-BR

Por el lado de los precios, la inflación en Honduras ha aumentado de forma persistente en los últimos dos años, pasando de 3,4% en septiembre de 2020 a 10% en el mismo mes de 2022, sin aumentos en la tasa de política monetaria (Gráfico 20). A pesar de que la inflación se desaceleró por segundo mes, tras el 10,9% alcanzado en julio de 2022, persisten los desafíos generados por 12 meses de alzas consecutivas. Este resultado indica un posible punto de quiebre asociado al retiro de los excedentes de liquidez y a las medidas de mitigación del crecimiento acelerado de los precios de los combustibles y de las tarifas de energía eléctrica.

Gráfico 20: Evolución de la inflación y de la tasa de política monetaria en Honduras



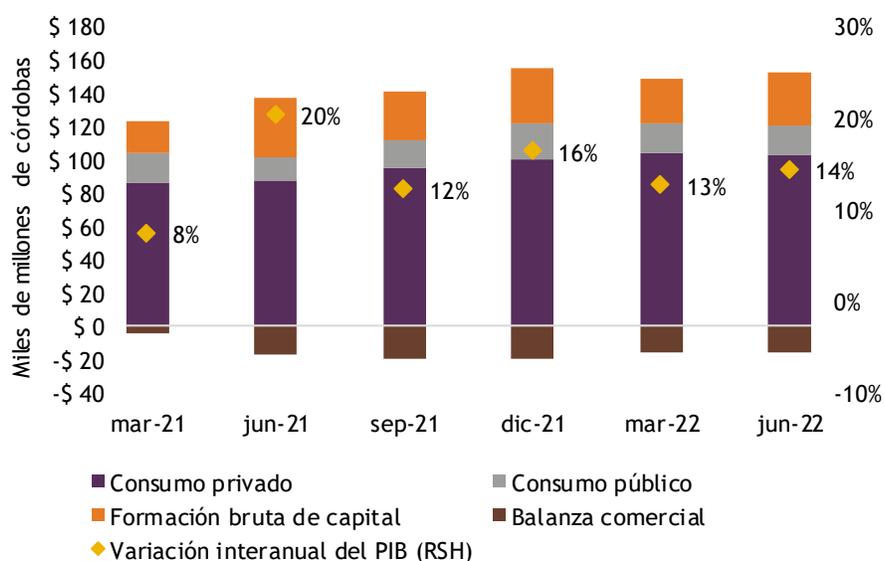
Fuente: BCH. Elaboración: UAI-BR

Además de la inflación, que ha comenzado a reducirse entre julio y septiembre de 2022, los principales desafíos para Honduras se tienen en la dimensión fiscal. En particular, el aumento del nivel de deuda del Gobierno central, que a diciembre de 2021 se situó en 59% del PIB y los elevados costos de financiamiento externo aumentarían el pago de intereses, presionando el presupuesto público. Así mismo, los elevados precios han disminuido el poder adquisitivo de los hogares, obligando al gobierno central a adoptar medidas fiscales que incluyen subsidios al precio de los combustibles y de la energía eléctrica. Sin embargo, el control de precios y los subsidios no sólo suponen un elevado costo presupuestal, sino que son ineficientes en el largo plazo.

2.5 Nicaragua

Durante el segundo trimestre de 2022, la economía nicaragüense continuó la recuperación que inició en 2021, al registrar un crecimiento del PIB nominal de 14% con respecto al segundo trimestre del año anterior, y conservando el ritmo de crecimiento que ha tenido en el último año (Gráfico 21). El dinamismo de la economía continuó apoyándose en una demanda interna robusta y, en particular, en el consumo de los hogares. La recuperación sostenida del PIB ha estimulado la generación de empleo, de forma tal que para junio de 2022 la tasa de desempleo se situó en 3,1%, acumulando una reducción de 2 p.p. desde el mismo período del año anterior.

Gráfico 21: Evolución del PIB por componentes del gasto en Nicaragua

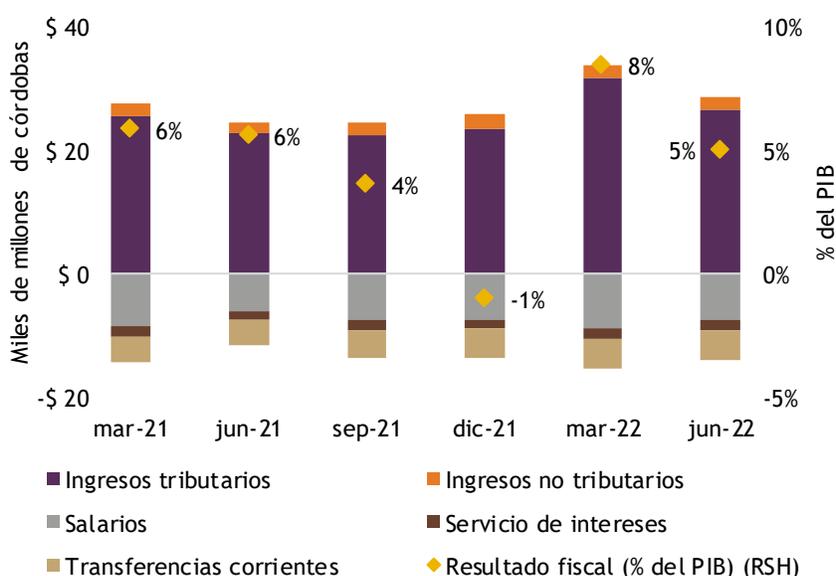


Fuente: Banco Central de Nicaragua (BCN). *Elaboración:* UAI-BR

Durante el segundo trimestre de 2022, el dinamismo de la demanda interna fue atenuado por el déficit comercial. El mayor gasto de los hogares y el incremento de la inversión en maquinaria y equipo vino acompañado por un aumento de las importaciones de bienes de consumo no duraderos, de combustibles, lubricantes, energía eléctrica y de bienes intermedios para la industria, que aunados a un crecimiento moderado de las exportaciones ocasionaron un desbalance externo.

A pesar de la expansión del gasto estatal, la recuperación económica y la progresividad de la reforma tributaria de 2019 incrementaron el recaudo tributario, para registrar un superávit fiscal de 5% del PIB durante el segundo trimestre de 2022 (Gráfico 22). Del mismo modo, en febrero de 2019 se aprobó la Ley de Reforma a la Ley de Concertación Tributaria, la cual, entre otros, aumenta desde 1% hasta 2% el impuesto sobre la renta para los contribuyentes con ingresos anuales entre \$60 -160 millones de córdobas y desde 1% hasta 3% para los contribuyentes con ingresos anuales superiores. La reforma ha fortalecido el recaudo del impuesto sobre la renta, impulsando al alza los ingresos tributarios, cuyo crecimiento anual ascendió a 18% en el segundo trimestre de 2022. Por su parte, ante el aumento del pago de salarios y de transferencias corrientes, los gastos del gobierno central aumentaron 22% frente a lo reportado en el segundo trimestre de 2021.

Gráfico 22: Evolución de los ingresos y gastos del Gobierno central de Nicaragua

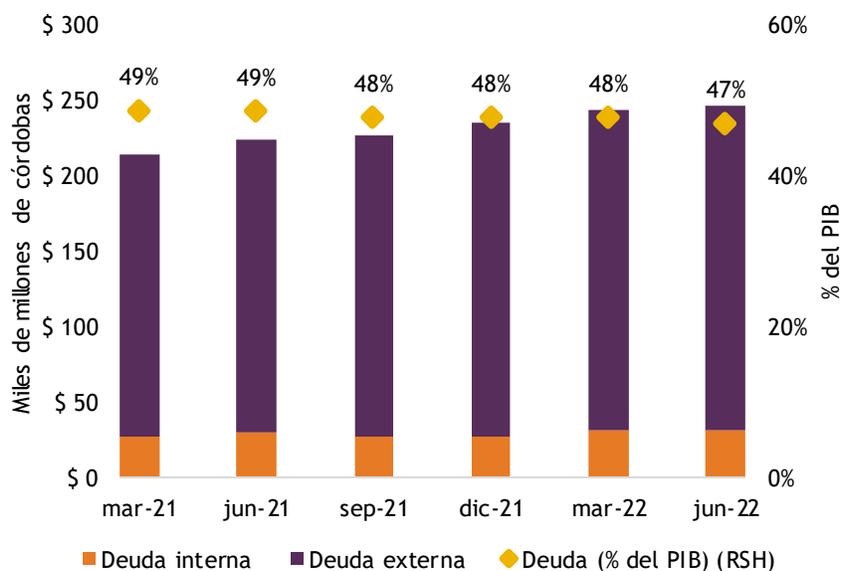


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Nicaragua. Elaboración: UAI-BR

El crecimiento económico de 2022 corrigió a la baja la deuda como porcentaje del PIB. El aumento del endeudamiento fue atenuado por la recuperación de la economía, permitiendo un descenso de la deuda del gobierno central como porcentaje del PIB, que a junio de 2022 se situó en 47% del PIB entre julio de 2021 y junio de 2022 (Gráfico 23). El saldo de la deuda interna, equivalente al 13% del saldo total, el cual aumentó 4% con respecto a junio de 2021, mientras que el saldo de la deuda externa aumentó 11%. Por otra parte, el saldo de la deuda del Gobierno central a diciembre de 2021 fue equivalente al 48% del PIB anual.

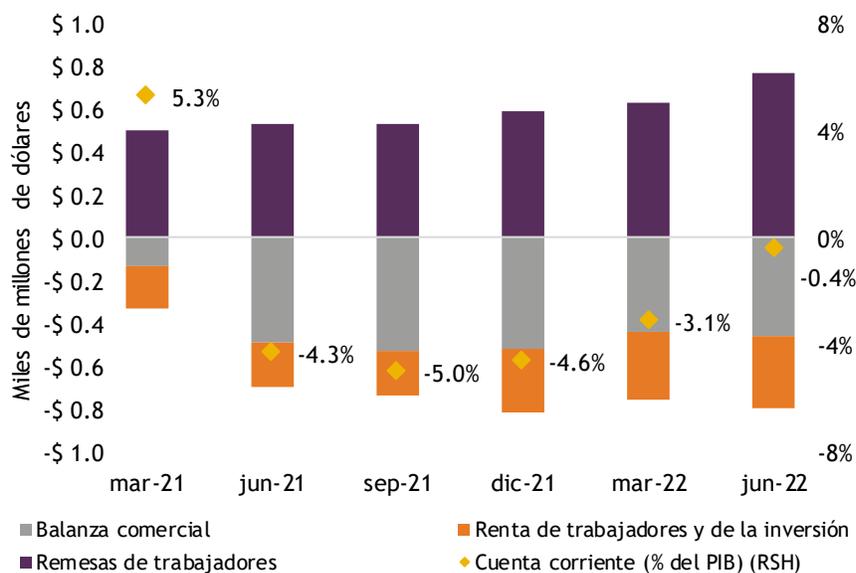
En el mismo entorno de dinamismo de la actividad económica de Nicaragua y de la demanda externa e interna, el desbalance externo se redujo durante 2022. En particular, en el segundo trimestre de 2022 se reportó un déficit de cuenta corriente de 0,4% del PIB, lo que representa una disminución de 3,9 p.p. con respecto al déficit registrado un año atrás (Gráfico 24).

Gráfico 23: Evolución del saldo de la deuda del Gobierno central de Nicaragua



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Nicaragua. Elaboración: UAI-BR

Gráfico 24: Evolución de la cuenta corriente en Nicaragua



Fuente: BCN. Elaboración: UAI-BR

La recuperación económica de los socios comerciales favoreció la demanda externa, lo que se reflejó en un repunte de las exportaciones y en el superávit de la cuenta de servicios. En el segundo trimestre de 2022, las exportaciones de mercancías aumentaron 18% con respecto al segundo trimestre de 2021 como resultado de un mayor volumen exportado de animales y de productos del sector minero y de la industria

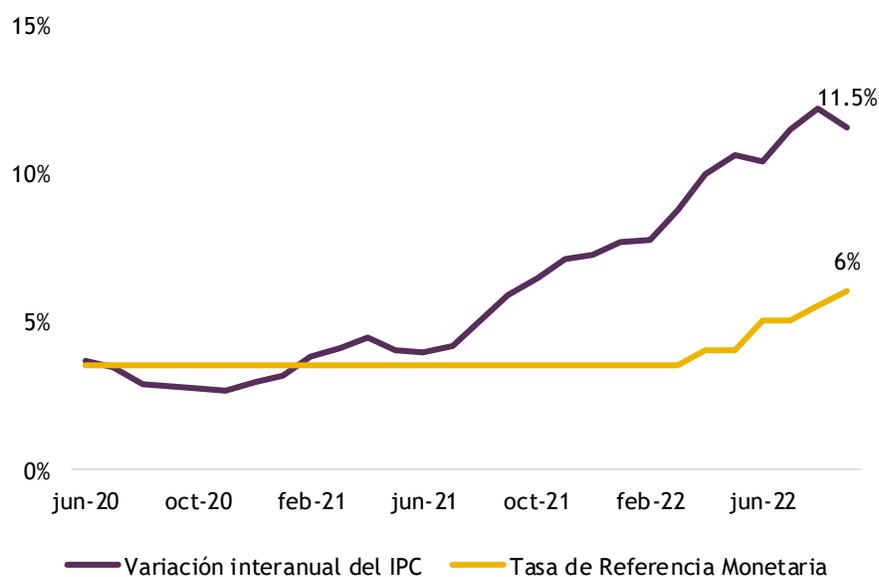
manufacturera. Por otra parte, ante el dinamismo de la economía nicaragüense y el aumento de los precios internacionales, particularmente del petróleo y sus derivados, la importación de mercancías aumentó 24% frente a la cifra reportada en el segundo trimestre de 2021.

Durante el primer semestre de 2022, el flujo de remesas continuó con el dinamismo observado en 2021. A junio de 2022, el flujo de remesas ascendió a US\$1,6 mm, cifra 36% superior a la registrada a junio del año anterior. Los principales países de origen de las remesas continúan siendo Estados Unidos, España y Costa Rica, con una participación de 76%, 9% y 8%, respectivamente.

Durante 2022, el gobierno ha buscado mitigar la inflación en Nicaragua, que enfrentó las presiones causadas por la persistencia de las tensiones geopolíticas y los confinamientos en China. En particular para los alimentos y la energía, en abril de 2022 el gobierno congeló los precios de la gasolina, el diésel y el gas butano de uso domiciliario. Con este subsidio, se atenuó la inflación hasta 11,5% en septiembre de 2022, que ha aumentado de forma persistente desde noviembre de 2020.

En el mismo sentido, ante la senda creciente de la inflación, el Banco Central de Nicaragua ha realizado ajustes graduales a la Tasa de Referencia Monetaria desde marzo de 2022. Si bien desde la adopción de la postura contractiva de política monetaria la tasa de referencia ha aumentado desde 3,5% hasta 6%, la inflación también continuó aumentando desde 8,7% hasta alcanzar 12,2% en agosto de 2022 (Gráfico 25).

Gráfico 25: Evolución de la inflación y de la tasa de política monetaria en Nicaragua



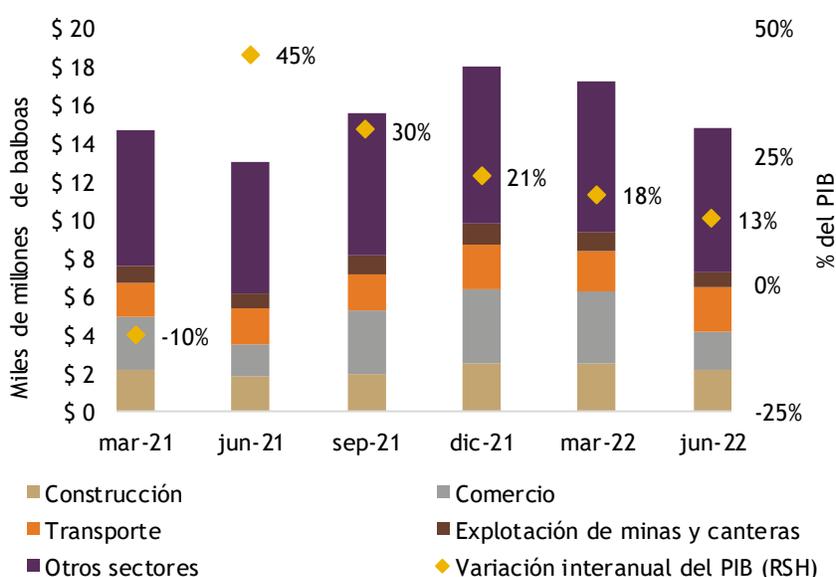
Fuente: BCN y e INIDE. Elaboración: UAI-BR

Respecto los principales riesgos para Nicaragua, a pesar del superávit fiscal reportado en el segundo trimestre de 2022, el Gobierno central puede alcanzar un déficit en el cuarto trimestre como consecuencia del aumento del impacto de la política de subsidios a los combustibles. Adicionalmente, el alza de los precios ha mermado el poder adquisitivo de los consumidores y ha aumentado de forma persistente desde marzo de 2022. En caso de que las tensiones geopolíticas empeoren, el nivel de precios aumentaría aún más, desanclando las expectativas de inflación.

2.6 Panamá

En 2022 la actividad económica moderó en Panamá su ritmo de crecimiento, registrando en el segundo trimestre de 2022 una variación anual del PIB nominal de 13%, desacelerándose frente al crecimiento anual de 18% obtenido en el primer trimestre de 2022 y de 45% en el segundo trimestre de 2021 (Gráfico 26). A pesar de esto, el crecimiento de 13% conseguido se destacó como uno de los más altos en la región, y el país consiguió que la producción en todas las ramas de la economía superara el nivel reportado un año atrás. En línea con esto, el crecimiento económico impulsó una importante recuperación del empleo, y permitió un incremento de 13% de la población empleada y una reducción de 8,6 p.p. de la tasa de desempleo entre septiembre de 2020 y abril de 2022, llegando hasta 9,9%.

Gráfico 26: Evolución del PIB según el origen de la producción en Panamá

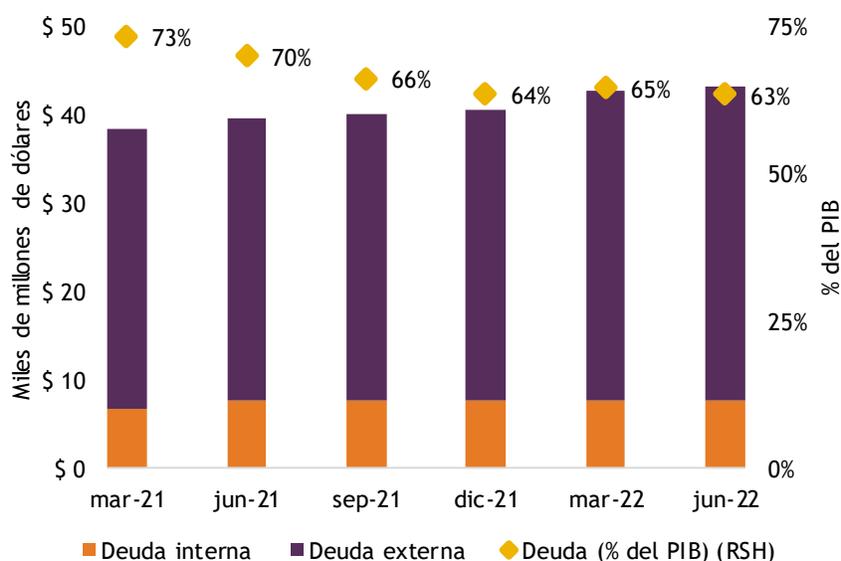


Fuente: INEC. Elaboración: UAI-BR

En línea con el positivo comportamiento de la actividad económica, durante el primer semestre de 2022 se consiguieron mejoras importantes en las cuentas fiscales del país. Aunque los gastos corrientes aumentaron 5,5% respecto a la cifra reportada a junio de 2021, su dinámica ha sido parcialmente contrarrestada por un incremento de 26% de los ingresos tributarios, lo cual permitió un descenso del déficit fiscal del gobierno central desde 4,1% del PIB a junio de 2021 hasta 3,8% del PIB a junio de 2022.

En la misma línea, el crecimiento económico de 2022 permitió un descenso de la deuda del gobierno central como porcentaje del PIB, aun cuando el saldo de la deuda ha continuado aumentando. En este sentido, aunque tanto la deuda interna como la externa aumentaron entre el segundo trimestre de 2021 y el de 2022, el saldo total de la deuda del gobierno central cayó desde 70% del PIB hasta 63% del PIB entre julio de 2021 y junio de 2022 (Gráfico 27). En particular, el saldo de la deuda externa, que representa el 82% del saldo total, aumentó 10,6% con respecto al saldo reportado a junio de 2021, mientras que el saldo de la deuda interna aumentó en 1,3%. A diciembre de 2021, el saldo de la deuda como proporción del PIB anual se situó en 64%.

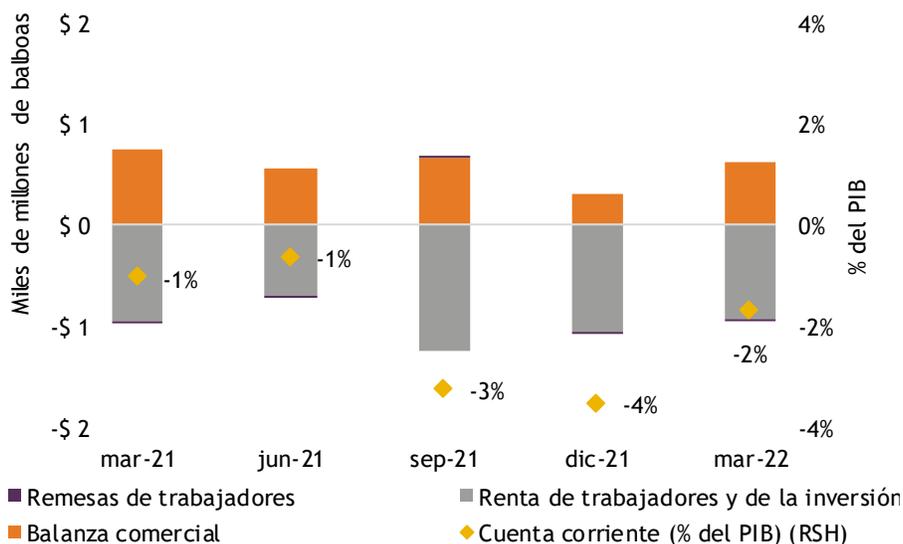
Gráfico 27: Evolución del saldo de la deuda del Gobierno central de Panamá



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas de la República de Panamá. Elaboración: UAI-BR

De forma opuesta, a pesar del crecimiento conseguido por el país en el último año, los ingresos de la cuenta corriente entre enero y marzo de 2022 no contrarrestaron el aumento de los egresos, registrándose para el primer trimestre de 2022 un déficit de cuenta corriente de 2% del PIB, que equivale a un aumento de 1 p.p. frente al déficit reportado un año atrás (Gráfico 28). El mayor desbalance externo fue resultado de un menor superávit de la cuenta de bienes y servicios y de determinantes propios de la economía de Panamá, como fueron menores ingresos procedentes de la asistencia técnica de organismos internacionales y de los recaudos consulares y del aumento de transferencias corrientes por concepto de pago de pensiones por parte del Gobierno central, y de primas y siniestros por parte de la Autoridad del Canal de Panamá.

Gráfico 28: Evolución de la cuenta corriente de Panamá

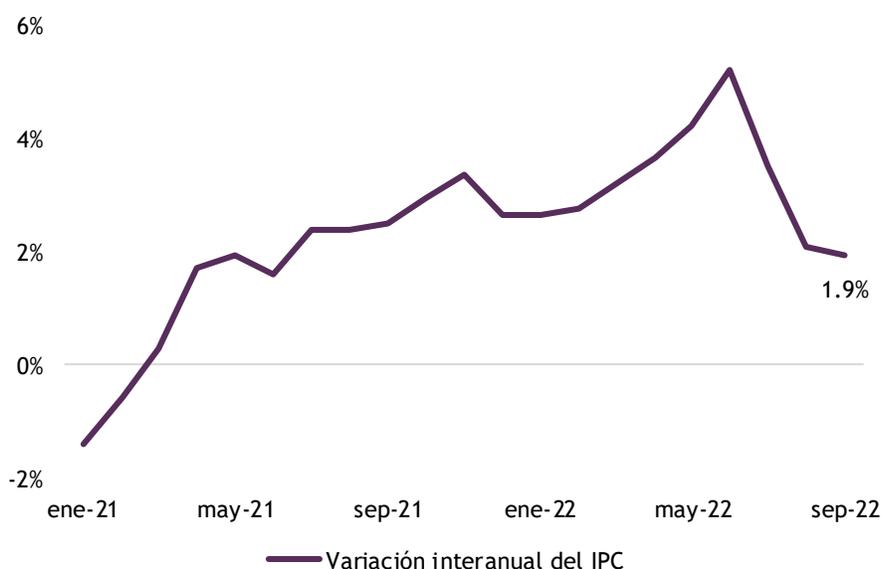


Fuente: INEC. Elaboración: UAI-BR

Las presiones sobre el déficit corriente fueron parcialmente compensadas por la reactivación del comercio y del turismo. Ejemplo de esto fue el aumento de las reexportaciones en la Zona Libre de Colón, que permitieron que el ingreso de la cuenta de bienes durante el primer trimestre de 2022 aumentara 28% con respecto al primer trimestre del año anterior. En contraste, ante el incremento de las importaciones de mercancías, petróleo, combustibles y lubricantes, los egresos aumentaron 48%.

Desde julio de 2022, la inflación en el país se ha desacelerado, resultado parcial de la caída en los precios de los combustibles para automóviles y del gas. A pesar de la persistencia de los problemas de oferta derivados de la pandemia y de los efectos de la invasión de Rusia a Ucrania, la inflación llegó a ser de 1,9% en septiembre de 2022, menor a las cifras presentadas desde junio de 2021 y tras alcanzar 5,2% en junio de 2022 (Gráfico 29). En este mes, se registraron variaciones positivas en nueve de las trece divisiones que componen el IPC, destacándose el alza en los alimentos y bebidas no alcohólicas (4%) y en restaurantes y hoteles (5%).

Gráfico 29: Evolución de la inflación en Panamá



Fuente: INEC Elaboración UAI-BR

Si bien la economía panameña ha mostrado buena solidez en el último año, los desafíos están dados por el ritmo de desaceleración de la economía y en la dimensión fiscal. En particular, aunque la actividad económica en el país continúa a un ritmo destacado en la región, el crecimiento económico de 13% en el segundo trimestre de 2022 se dio con una desaceleración persistente de la economía en el último año, principalmente en lo relacionado al comercio. Más aún, en medio del endurecimiento de las condiciones financieras en el exterior, el elevado nivel de deuda, superior al 60% del PIB a cierre de 2021, representa el incremento del servicio de la deuda y el continuo deterioro de las finanzas públicas.

3. Indicadores de desempeño de los establecimientos de crédito

En esta sección del informe se realiza un análisis de los principales indicadores financieros de Centroamérica y Colombia con el fin de evaluar la situación de los establecimientos de crédito (EC)⁴ de la región. En particular, se analiza el comportamiento de la cartera bruta real⁵, la gestión de riesgo, la eficiencia, el margen de intermediación *ex-post* y el ROA entre junio del 2021 y junio de 2022⁶.

Durante el segundo semestre del 2021, el crecimiento real anual de la cartera bruta presentó signos de aceleración que se vieron frenados durante lo corrido del 2022 para el promedio de Centroamérica (PCA) y Colombia (Gráfico 30). En efecto se observó una clara dinámica de recuperación en las tasas de crecimiento del PCA, las cuales se alejaron del terreno negativo alcanzado en 2020 y 2021 por cuenta de la pandemia por COVID-19. A la fecha de corte, Colombia presentó una tasa de crecimiento superior que el PCA, siendo superado solo por Guatemala. En contraste con las dos economías mencionadas anteriormente, Panamá mantuvo niveles de crecimiento negativos, mientras que Nicaragua se recuperó a niveles positivos en el último trimestre, pero relativamente bajos en comparación a sus pares.

Durante el año analizado, Panamá y Colombia se destacan al exponer un indicador de calidad por mora ICM⁷ alto en comparación con el resto de las economías evaluadas. Si bien el ICM de Colombia se ubica como el más alto de la muestra, ha presentado una tendencia decreciente, explicada principalmente por el comportamiento a la baja de la cartera vencida y el aumento en la cartera bruta durante finales del 2021 y el primer semestre del 2022. Por su parte, el ICM del PCA registró una leve caída, impulsada por la disminución del ICM en Nicaragua, Guatemala y El Salvador (Gráfico 31).

Con respecto al indicador de eficiencia⁸, el conjunto de países centroamericanos presentó en promedio una disminución anual de 40 p.b. a corte de junio del 2022, ubicándose en 2,6% (Gráfico 32). Esto se justifica principalmente por la caída en los gastos administrativos y laborales en Nicaragua y Guatemala. Por otra parte, Colombia exhibió una caída de menor magnitud en el indicador (3 p.b.) que lo ubicó por encima del PCA. Paralelamente, Panamá y El Salvador mantuvieron un comportamiento relativamente estable.

En relación con el indicador de cobertura⁹, el PCA exhibió mínimas variaciones anuales, pues pese al pico observado en el primer trimestre del 2022 motivado por la disminución de la cartera vencida en Honduras, Nicaragua y Guatemala y el aumento de las provisiones, el indicador promedio retornó a los niveles observados en junio de 2021 (Gráfico 33). Esta última variación responde a los resultados de Panamá, en donde se registró un aumento sostenido en la cartera vencida en lo corrido de 2022. Adicionalmente, se destaca que países como Nicaragua, Guatemala y Honduras presentaron en la última información disponible

⁴ Dentro del presente informe lo catalogado como establecimientos de crédito (EC) se comprende como los datos correspondientes al sistema bancario para el grupo de Centroamérica. Por su parte en el caso colombiano se analizan los EC en su conjunto, es decir, bancos comerciales, corporaciones financieras (CF), compañías de financiamiento (CFC) y cooperativas financieras.

⁵ En este informe las tasas de crecimiento reales se calculan empleando la inflación total de cada país.

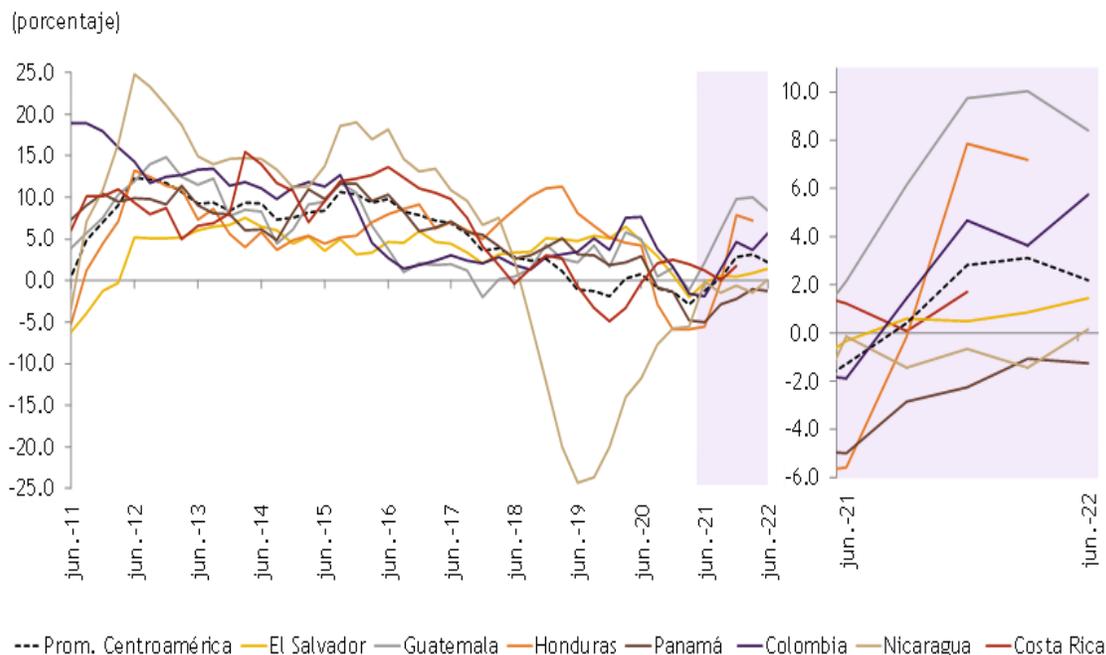
⁶ Los países que conforman la muestra son: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Nicaragua, Honduras y Panamá. Para este informe Costa Rica cuenta con información a diciembre de 2021. Sin embargo, se continuó empleando su información histórica para el cálculo de los promedios de Centroamérica (PCA) hasta el segundo trimestre de 2021. Para el caso de Honduras la información disponible se encuentra a corte de marzo del 2022.

⁷ Este indicador no permite realizar comparaciones entre todos los países debido a que las cifras reportadas por cada país difieren en la definición de cartera vencida. Para Colombia corresponde a créditos con morosidad mayor a 30 días.

⁸ El indicador de eficiencia de un EC es definido como la proporción de los gastos administrativos y laborales (GAL), sobre los activos.

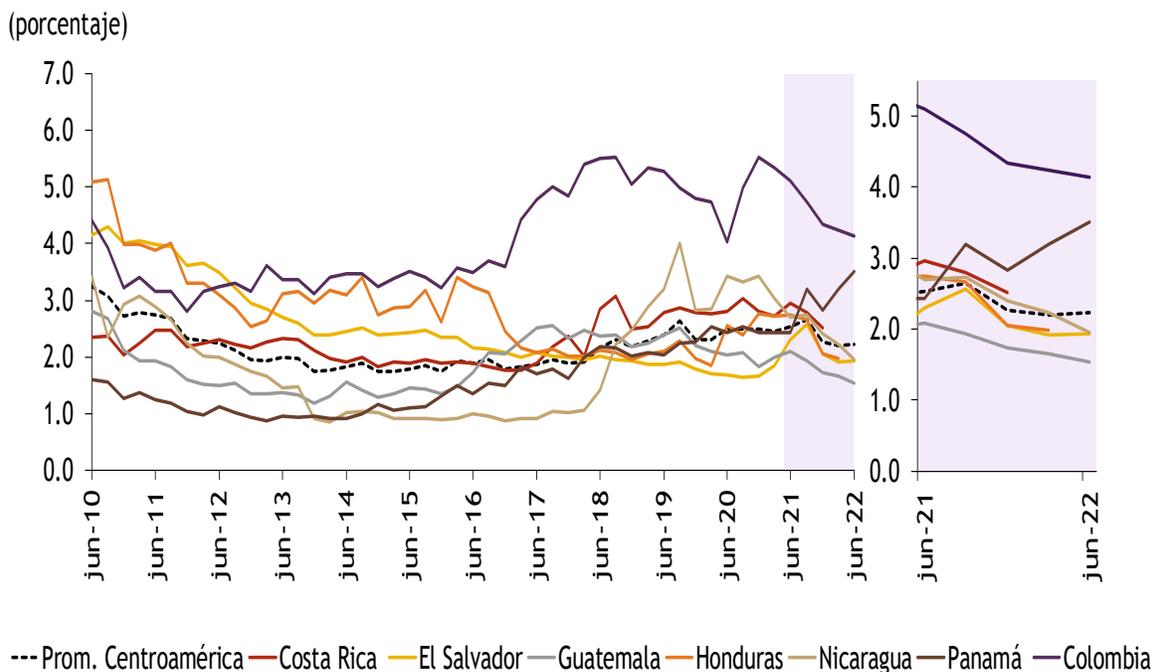
⁹ El indicador de cobertura se define como la razón entre provisiones y cartera vencida. Este indicador no permite realizar comparaciones entre todos los países por la misma razón expuesta en el pie de página 6 asociado al ICM.

Gráfico 30: Crecimiento real anual de la cartera bruta



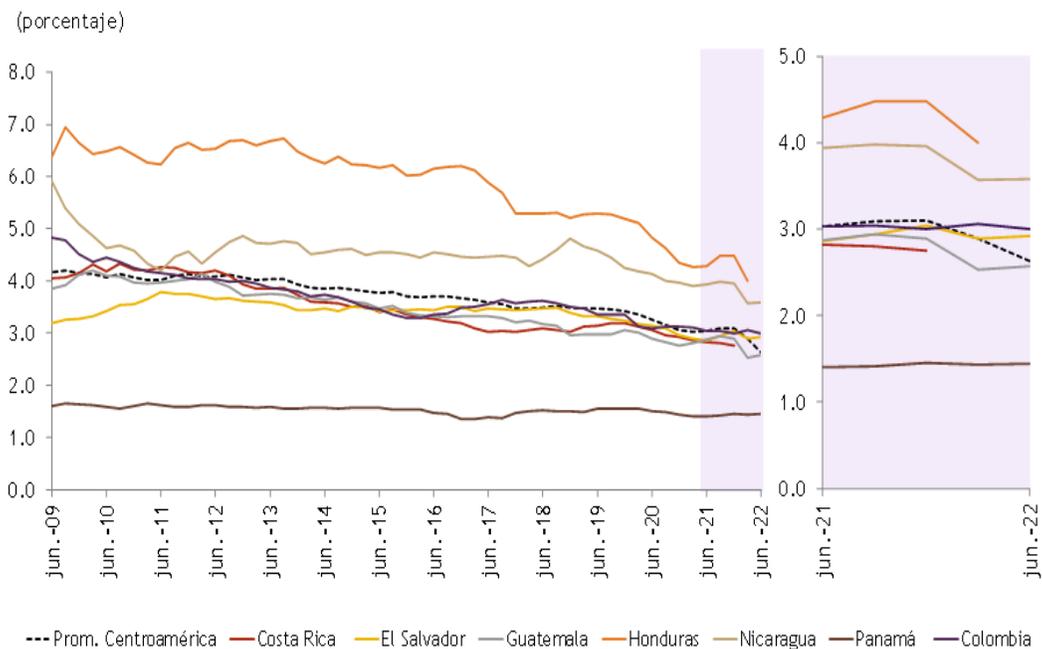
Fuente: Bancos centrales y superintendencias bancarias de cada país. Elaboración: DEFI-BR

Gráfico 31: Indicador de mora (ICM)



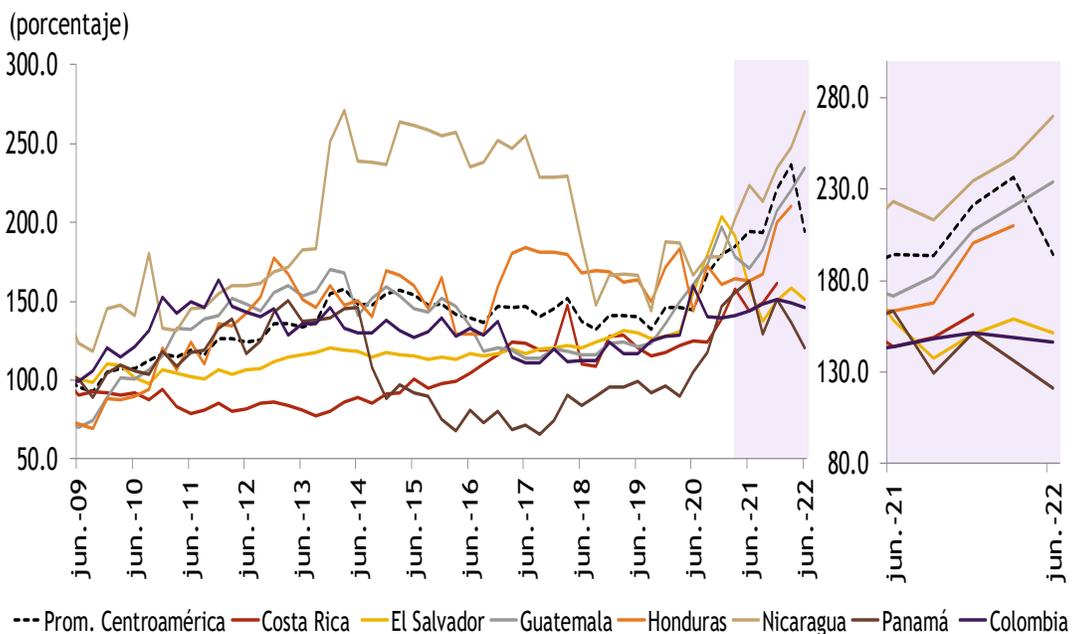
Fuente: Bancos centrales y superintendencias bancarias de cada país. Elaboración: DEFI-BR

Gráfico 32: Indicador de Eficiencia



Fuente: Bancos centrales y superintendencias bancarias de cada país. *Elaboración:* DEFI-BR

Gráfico 33: Indicador de cobertura



Fuente: Bancos centrales y superintendencias bancarias de cada país. *Elaboración:* DEFI-BR

un indicador superior al registrado previo a la pandemia, lo cual sugiere una mayor cobertura del riesgo de crédito por parte de las entidades. En cuanto a Colombia, el país registró un incremento anual de 2,8 p.p. en su indicador de cobertura, ubicándose por debajo del PCA.

El margen de intermediación *ex-post*¹⁰ exhibió una disminución en todos los países evaluados durante junio del 2021 y junio del 2022, a excepción de Panamá, cuyo indicador se ha destacado por su estabilidad en términos históricos. Por otra parte, la caída del indicador en Colombia durante 2022 se justificó tanto por el aumento de la razón entre los egresos por intereses anualizados sobre los depósitos como por la disminución de la razón entre los ingresos por intereses anualizados sobre la cartera productiva. Dada esta coyuntura, el margen de intermediación PCA continuó registrando cifras superiores a las observadas para el caso colombiano (Gráfico 34).

Finalmente, Colombia se destacó por el desempeño del ROA¹¹ frente al resto de países, cerrando con un 2.2% en junio de 2022 (lo que representa un aumento de 1,2 p.p. en el periodo de análisis), ubicándose como el país líder de la muestra en tal indicador (Gráfico 35). Este resultado se explica por el aumento acelerado de utilidades¹² presentado en el año de análisis. Respecto al conjunto de países centroamericanos, el ROA de El Salvador y Panamá se mantuvo estable, mientras en Guatemala aumentó en 0.7 p.p., resultado que jalonó el indicador PCA ligeramente al alza.

En resumen, durante el periodo analizado los indicadores para los EC de la muestra mostraron resultados heterogéneos entre países como consecuencia de los diferentes ritmos de recuperación económica desde finales de 2021 y el primer semestre del 2022. No obstante, se presentaron tendencias similares entre Colombia y el PCA en el dinamismo de la cartera, en la mejora de la calidad de la cartera y en la rentabilidad. Por su parte el indicador de eficiencia se mantuvo estable para ambos. Por último, se evidencian mayores diferencias en el índice de cubrimiento, para el cual el PCA registró mayor volatilidad, y en cuanto al margen de intermediación donde Colombia exhibió una mayor reducción.

Tabla 1: Indicadores financieros por país

Países	Cartera bruta		ICM		Eficiencia		Cubrimiento		Margen		ROA	
	jun-21	jun-22	jun-21	jun-22	jun-21	jun-22	jun-21	jun-22	jun-21	jun-22	jun-21	jun-22
Colombia	-1.9	5.7	5.1	4.1	3.0	3.0	143.6	146.4	6.8	5.5	1.1	2.2
Costa Rica*	1.2	1.7	3.0	2.5	2.8	2.8	143.7	161.4	6.5	6.2	0.8	1.2
El Salvador	-0.3	1.4	2.3	1.9	2.9	2.9	158.6	151.6	7.1	6.6	1.3	1.3
Guatemala	2.2	8.4	2.1	1.5	2.9	2.6	171.3	234.2	6.9	5.9	0.8	1.5
Honduras*	-5.6	7.2	2.8	2.0	4.3	4.0	163.2	210.3	8.1	7.2	1.0	1.1
Nicaragua	-0.2	0.2	2.7	2.0	3.9	3.6	223.3	270.2	10.1	9.8	-	-
Panamá	-5.0	-1.2	2.4	3.5	1.4	1.4	163.2	120.8	4.9	5.0	1.1	1.2
PCA	-1.3	2.2	2.5	2.2	3.0	2.6	194.2	194.2	7.3	6.8	1.0	1.3

Fuente: Bancos centrales y superintendencias bancarias de cada país. *Elaboración:* DEFI-BR

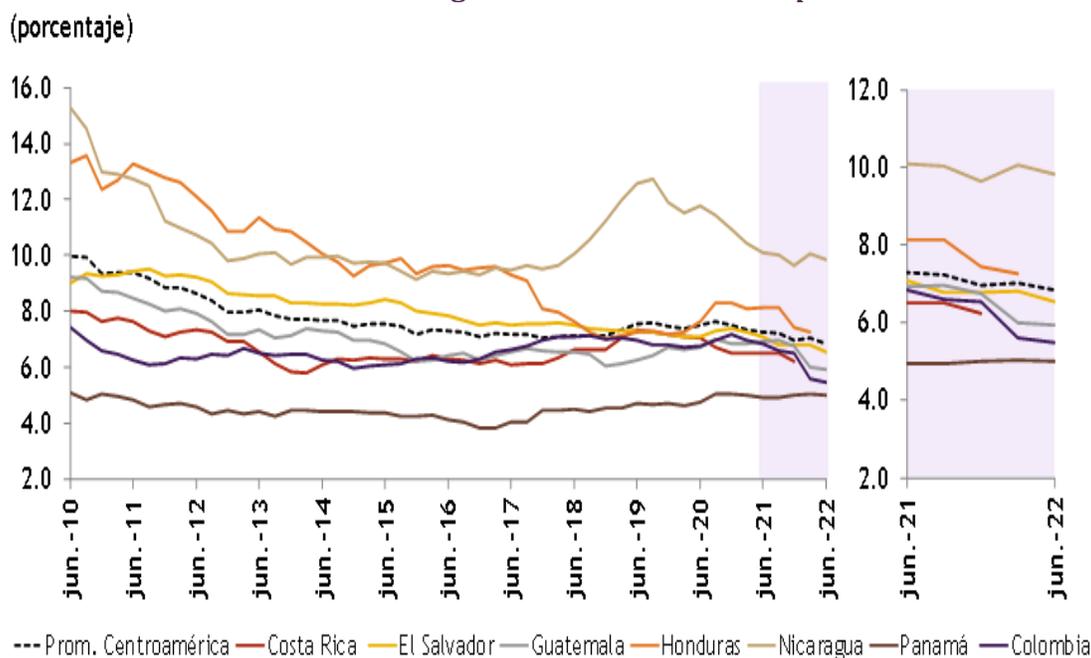
Nota: Para el caso de Costa Rica los datos del segundo periodo son para diciembre del 2021, y para el caso de Honduras es para marzo de 2022.

¹⁰ El margen de intermediación *ex-post* se define como la diferencia entre los ingresos por intereses anualizados sobre la cartera productiva (no vencida), y los egresos por intereses anualizados sobre los depósitos. Este indicador no permite realizar comparaciones entre países porque los componentes del indicador tienen distintos métodos de medición.

¹¹ El ROA se calcula como la razón entre las utilidades anualizadas y el total de los activos.

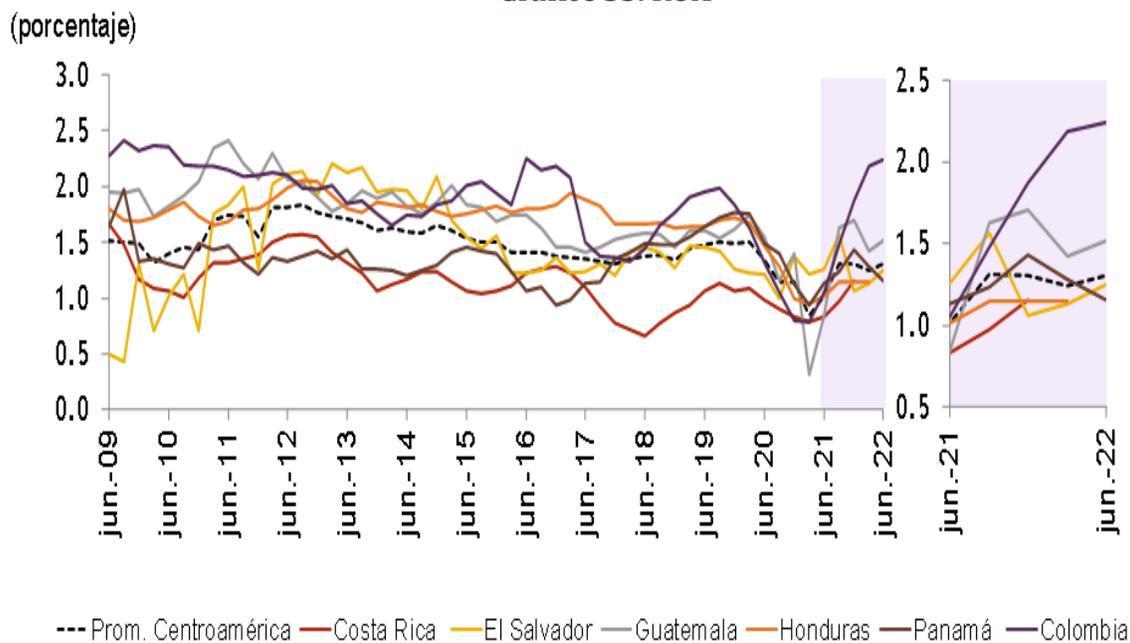
¹² El crecimiento anual de la utilidad en Colombia entre junio de 2021 y junio de 2022 fue de 145,3%.

Gráfico 34: Margen de intermediación *ex-post*



Fuente: Bancos centrales y superintendencias bancarias de cada país. Elaboración: DEFI-BR

Gráfico 35: ROA¹³



Fuente: Bancos centrales y superintendencias bancarias de cada país. Elaboración: DEFI-BR

¹³ La gráfica del ROA y los cálculos del PCA de la misma omiten a Nicaragua por falta de información para el periodo evaluado.