



# EL SALVADOR

julio 2016

## CONSULTA DEL ARTÍCULO IV DE 2016— COMUNICADO DE PRENSA; INFORME DEL PERSONAL TÉCNICO; Y PRONUNCIAMIENTO DEL DIRECTOR EJECUTIVO

Conforme al Artículo IV de su Convenio Constitutivo, el FMI mantiene conversaciones bilaterales con sus miembros, habitualmente todos los años. En el contexto de la Consulta del Artículo IV correspondiente a 2016 con El Salvador se han publicado los siguientes documentos adjuntos:

- Un **comunicado de prensa**, que resume las opiniones del Directorio Ejecutivo, expresadas el 29 de abril de 2016 al término de la Consulta del Artículo IV con El Salvador.
- El **informe del personal técnico** preparado por un equipo de funcionarios del FMI para consideración del Directorio Ejecutivo el 20 de junio de 2016, tras las conversaciones con autoridades de El Salvador sobre la evolución de la economía y de las políticas económicas que concluyeron el 6 de mayo de 2016. En base a la información disponible en el momento en que se mantuvieron dichas conversaciones, la elaboración del informe del personal técnico concluyó el 1 de junio de 2016.
- Un **pronunciamento del Director Ejecutivo** para El Salvador.

El documento que se indica a continuación se ha publicado o se publicará por separado.

Documento de temas seleccionados (serie "Selected Issues Paper")

La política de publicación de los informes del personal técnico y otros documentos permite la supresión de información que sea considerada confidencial frente al mercado.

Para solicitar ejemplares de este informe, diríjase a:

International Monetary Fund • Publication Services  
PO Box 92780 • Washington, D.C. 20090  
Teléfono: (202) 623-7430 • Fax: (202) 623-7201  
Correo electrónico: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org) Página web: <http://www.imf.org>  
Precio por ejemplar: US\$18,00

**Fondo Monetario Internacional**  
**Washington, D.C.**



Comunicado de prensa No. 16/302  
PARA SU PUBLICACIÓN INMEDIATA  
22 de junio de 2016

Fondo Monetario Internacional  
700 19<sup>th</sup> Street, NW  
Washington, D. C. 20431 EE.UU.

## **El Directorio Ejecutivo del FMI concluye la Consulta del Artículo IV con El Salvador correspondiente a 2016**

El 20 de junio de 2016, el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) concluyó la Consulta del Artículo IV<sup>1</sup> con El Salvador.

El Salvador sigue registrando un crecimiento significativamente menor que el de los países vecinos, en un contexto de escasa inversión, emigración elevada, baja competitividad y *impasse* político. El crecimiento del PIB promedió un 2% a lo largo del período 2000–14: muy inferior al promedio regional de América Central, del 4½%.

Los bajos precios del petróleo contribuyeron a que el crecimiento y la cuenta corriente mejoraran en 2015, con un nivel de inflación bajo. El PIB aumentó un 2½% en 2015: superior al aumento del 1½% registrado en 2014, respaldado por el crecimiento sostenido de Estados Unidos, el crecimiento sólido de las exportaciones al resto de América Central y el estímulo proveniente de los bajos precios del petróleo. La inversión también aumentó de manera significativa. La inflación fue levemente negativa (-0,7%). El déficit de cuenta corriente se redujo en 1½ puntos porcentuales y se ubicó en un 3½% del PIB.

El déficit fiscal registró una disminución de 0,1 puntos porcentuales y llegó al 3,4% del PIB en 2015. El gasto fiscal se mantuvo aproximadamente constante como porcentaje del PIB, con aumentos conservadores en los salarios y menores subsidios energéticos. El gasto de capital se mantuvo en niveles bajos. La recaudación se benefició por el impuesto a las operaciones financieras, pero fue menor que la esperada. Se aplicaron nuevos impuestos sobre los servicios de telecomunicaciones y a las utilidades de empresas grandes a fines de 2015, para financiar el aumento necesario del gasto en la materia de la legalidad y de la seguridad. Sin embargo, los riesgos fiscales están aumentando. A causa del *impasse* parlamentario respecto de la aprobación del acceso al financiamiento externo, el financiamiento interno aumentó pronunciadamente en

---

<sup>1</sup> Conforme al Artículo IV de su Convenio Constitutivo, el FMI mantiene conversaciones bilaterales con sus miembros, habitualmente todos los años. Un equipo de funcionarios del FMI visita el país, recaba información económica y financiera, y analiza con las autoridades la evolución del país y sus políticas en materia económica. Tras regresar a la sede del FMI los funcionarios elaboran un informe que sirve de base para el análisis del Directorio Ejecutivo.

2015 y a principios de 2016, lo que elevó los rendimientos de las Letras del Tesoro y aumentó riesgos de un ajuste desordenado si el impasse permanezca.

El sector financiero permanece estable, pero expuesto al riesgo soberano que está creciendo. . El coeficiente de capital del sector bancario se mantiene sustancialmente por encima del nivel reglamentario mínimo del 12%. El nivel de provisiones es adecuado, y la calidad de los activos sigue mejorando, mientras que la liquidez del sistema bancario parece abundante. Sin embargo, la rentabilidad bancaria es relativamente baja. Los depósitos y el crédito al sector privado registraron un crecimiento de aproximadamente un 6% y un 5% en 2015, respectivamente, a medida que repuntó el crédito corporativo y se desaceleró el crédito a los hogares. El crédito del sector financiero al sector público, en cambio, aumentó casi un 15%, y actualmente equivale a aproximadamente un 35% de los activos del sistema financiero privados.

Se espera que el crecimiento del PIB sea del 2,3% en 2016 y del 2,4% en 2017, y que disminuya a mediano plazo hacia una tasa de crecimiento potencial del 2%. Existe un cierto nivel de riesgo al alza a corto plazo, si se ejecutan varios proyectos de inversión (en especial un importante proyecto de gas). Sin embargo, se proyecta que el crecimiento de Estados Unidos se reduzca a mediano plazo. Además, se espera una tendencia ascendente en el precio del petróleo a mediano plazo, lo que atenuaría el impulso reciente de la demanda y se prevé que el déficit de cuenta corriente llegue al 5½% del PIB antes de 2021. Se espera que el déficit fiscal se amplíe a un 5½% del PIB por la ausencia de medidas a mediano plazo, lo que refleja presiones salariales, pagos de intereses, gastos relacionados con seguridad e inversión pública. Por otra parte, se prevé que la deuda pública supere el 70% del PIB antes de 2021.

## **Evaluación del Directorio Ejecutivo<sup>2</sup>**

Los directores ejecutivos estuvieron de acuerdo con la esencia de la evaluación del personal técnico. Señalaron que si bien la coyuntura externa favorable y el nivel bajo de los precios del petróleo han contribuido a una cierta mejora de la situación económica, El Salvador continúa adoleciendo de un débil crecimiento que obedece a una gama de complejos factores, como una inversión escasa, niveles elevados de delincuencia y emigración y baja competitividad. Los directores hicieron hincapié en que para garantizar la sostenibilidad fiscal y de la deuda y para elevar el crecimiento potencial se necesitarán políticas sólidas y reformas estructurales de gran alcance, apuntaladas por un amplio consenso político.

Los directores en general recalcaron que se necesita una consolidación fiscal concentrada en el período inicial para revertir la trayectoria ascendente de la deuda pública, afianzar la sostenibilidad fiscal y generar margen para financiar el servicio de prestamista de última instancia e implementar plenamente la estrategia de las autoridades para prevenir la

---

<sup>2</sup> Al concluir las deliberaciones, el Director Gerente, como Presidente del Directorio, resume las opiniones de los Directores Ejecutivos, y el resumen se comunica a las autoridades del país. En el siguiente enlace consta una explicación de las expresiones utilizadas en las exposiciones sumarias:

delincuencia. Insistieron en que será importante tomar medidas tanto en el lado del ingreso como en el lado del gasto para lograr el ajuste necesario y al mismo tiempo salvaguardar el gasto social. En este sentido, será útil introducir impuestos que generen menos distorsiones. Los directores tomaron nota de las iniciativas de las autoridades para reformar el sistema de pensiones y solicitaron medidas adicionales para modificar el sistema con cambios esenciales que garanticen su sostenibilidad fiscal y social a largo plazo. Un sólido marco fiscal a mediano plazo será fundamental de aquí en adelante.

Los directores indicaron que las autoridades han avanzado considerablemente en las reformas del sector financiero, y alentaron a las autoridades a implementar las reformas pendientes, incluidas las medidas destinadas a abordar los riesgos de liquidez. Destacaron asimismo la importancia de incrementar las asignaciones presupuestarias anuales para el mecanismo de prestamista de última instancia y de seguir avanzando en la adopción de un enfoque de supervisión basada en riesgos, junto con una reforma legislativa integral para reforzar el marco de resolución bancaria y gestión de crisis.

Los directores subrayaron que las reformas estructurales serán cruciales para incrementar la inversión y fomentar el crecimiento inclusivo. Recomendaron a las autoridades flexibilizar más los salarios y precios, entre otras formas frenando los aumentos del salario mínimo, reducir los obstáculos a la entrada y la competencia y eliminar las prácticas contrarias a la competencia en sectores clave, y mejorar la eficacia de la Superintendencia de Competencia. Asimismo, deben proseguir los esfuerzos para mejorar el entorno empresarial, desarrollar capital humano y físico y reducir la delincuencia y la corrupción.

Se prevé que la próxima Consulta del Artículo IV con El Salvador se celebrará en el ciclo ordinario de 12 meses.

## El Salvador: Indicadores Económicos Seleccionados

Clasificación en el índice de desarrollo del PNUD 2013 (de 187)	115	Población (millones)		6.3			
Ingreso per cápita (dólares de EE.UU.)	4,129	Expectativa de vida al nacer en años (2014)		72			
Porcentaje de población por debajo de la línea de la pobreza (2013)	30	Mortalidad infantil (por cada 1.000 nacimientos, 2014)		19			
Índice de Gini (2014)	38	Tasa de finalización de educación primaria (porcentaje, 2013)		100			
(en porcentaje del PIB, salvo que se indique lo contrario)							
	2011	2012	2013	2014	Estimación 2015	Proyección 2016	2017
<b>Ingreso y precios</b>							
Crecimiento del PIB real (porcentaje)	2.2	1.9	1.8	1.4	2.5	2.3	2.4
Inflación de precios al consumidor (promedio, porcentaje)	5.1	1.7	0.8	1.1	-0.7	2.1	1.9
Deflactor del PIB (porcentaje)	5.7	1.0	0.4	1.4	0.7	1.8	1.7
Términos de intercambio, variación porcentual	-2.5	0.5	-1.6	3.3	12.4	-1.6	-1.6
Tipo de cambio efectivo real (+ = apreciación)	2.6	-1.5	-0.8	0.5	0.0	...	...
Diferencial de los bonos soberanos externos (puntos básicos)	374	448	378	400	497	...	...
<b>Dinero y crédito</b>							
Crédito al sector privado	39.8	40.2	42.5	44.1	44.9	45.1	45.3
Dinero en sentido amplio	43.6	43.2	43.3	42.2	43.4	43.4	43.4
Tasa de interés (depósitos a plazo, porcentaje)	1.8	2.5	3.4	3.8	4.2	...	...
<b>Sector externo</b>							
Balance de la cuenta corriente	-4.8	-5.4	-6.5	-5.2	-3.6	-3.7	-4.9
Balanza comercial	-20.6	-20.7	-21.7	-20.8	-19.1	-19.2	-20.2
Exportaciones (f.o.b. sin incluir maquila)	18.3	17.8	17.8	17.0	16.9	16.5	16.7
Importaciones (f.o.b. sin incluir maquila)	-39.0	-38.5	-39.5	-37.8	-36.1	-35.7	-36.9
Servicios e ingresos (netos)	-0.7	-1.6	-1.6	-1.3	-1.4	-1.5	-1.7
Transferencias (netas)	16.6	16.9	16.8	16.9	16.9	17.0	16.9
Inversión extranjera directa	0.9	2.0	0.7	1.2	1.7	1.5	1.8
Reservas internacionales brutas (millones de dólares de EE.UU.)	2,503	3,175	2,745	2,693	2,787	2,908	2,929
<b>Sector público no financiero</b>							
Balance global	-3.9	-3.9	-4.1	-3.5	-3.4	-4.0	-4.0
Balance primario	-1.7	-1.6	-1.6	-1.1	-0.9	-1.2	-1.0
<i>Del cual: ingresos tributarios</i>	13.8	14.4	15.4	15.1	15.2	15.4	15.7
Deuda del sector público 1/	52.2	57.3	57.6	59.2	60.6	62.2	63.7
<b>Ahorro e inversión internos</b>							
Inversión interna bruta	14.4	14.1	15.0	13.6	14.0	14.2	14.7
Sector público	2.4	2.5	2.5	2.1	2.1	2.5	2.5
Sector privado	11.9	11.6	12.5	11.5	11.9	11.7	12.2
Ahorro nacional	9.6	8.7	8.5	8.4	10.4	10.4	9.8
Sector público	-2.0	-1.2	-1.2	-0.9	-0.9	-1.0	-1.1
Sector privado	11.5	9.9	9.7	9.3	11.3	11.5	10.9
<b>Activos externos netos del sistema financiero</b>							
Millones de dólares de EE.UU.	2,811	3,229	2,473	2,211	1,931	2,177	1,882
Porcentaje de depósitos	28.8	32.6	24.0	21.6	17.8	19.5	16.2
<b>Partidas informativas:</b>							
PIB nominal (miles de millones de dólares de EE.UU.)	23.1	23.8	24.4	25.1	25.9	26.9	28.0

Fuentes: Banco Central de Reserva de El Salvador, Ministerio de Hacienda y estimaciones del personal técnico del FMI.

1/ Incluye deuda bruta del sector público no financiero y deuda externa del banco central.



## EL SALVADOR

### INFORME DEL PERSONAL SOBRE LA CONSULTA DEL

### ARTÍCULO IV DE 2016

## TEMAS PRINCIPALES

**Contexto:** El Salvador sigue registrando un crecimiento significativamente menor que el de los países vecinos, en un contexto de escasa inversión, emigración elevada, baja competitividad y parálisis político. Las presiones fiscales siguen siendo significativas.

**Objetivo:** La consulta se concentró en políticas destinadas a aumentar el crecimiento; apuntalar la sostenibilidad fiscal, al mismo tiempo mejorar las redes de protección social, y fortalecer la estabilidad, la profundización y el carácter inclusivo del sector financiero.

#### Principales cuestiones de política económica

- Para elevar el crecimiento potencial se necesitarán reformas estructurales más amplias, a fin de mejorar la competitividad y la inversión, respaldadas por medidas para reducir la delincuencia y la incertidumbre regulatoria.
- Las autoridades deben apuntar de manera firme a una reducción del déficit fiscal del 3% del PIB durante los próximos tres años, concentrada en la primera parte de ese período, a fin de garantizar una posición presupuestaria sostenible. Una consolidación fiscal exitosa exige medidas dirigidas tanto del lado del ingreso como del gasto, inversiones en una red de protección social robusta y reducciones en los impuestos distorsionadores. Es esencial contar con un marco a mediano plazo sólido.
- Una propuesta de reforma significativa del sistema de pensiones exigirá cambios paramétricos —lo que incluye elevar la edad de jubilación, aumentar las contribuciones y vincular de manera más estrecha las prestaciones y las contribuciones— y la identificación de fuentes de ingresos no contributivas para abordar todo desequilibrio actuarial residual en el sistema de pensiones.
- Todo indica que el sistema bancario es sólido y está bien capitalizado. No obstante, es necesario mejorar el marco de resolución y gestión de crisis, crear un respaldo de liquidez, y mejorar la supervisión transfronteriza y basada en el riesgo.

La profundización y la inclusión financieras ayudarían a impulsar el crecimiento y mitigar la pobreza. La pérdida de relaciones con bancos corresponsales ha sido manejable hasta ahora, pero es necesario realizar planes de contingencia para delinear la respuesta de las autoridades en caso de que haya una mayor pérdida de relaciones con bancos corresponsales.

Aprobado por  
**Nigel Chalk (WHD) y  
 Steven Alan Barnett  
 (SPR)**

Las conversaciones tuvieron lugar en El Salvador, del 25 de abril al 6 de mayo. El equipo estuvo integrado por D. Kanda (jefe), B. Lissovolik, I. Teodoru (todos del Departamento del Hemisferio Occidental), y L. Kohler (Departamento Financiero), con el respaldo de M. Garza (Representante Residente Regional). El equipo se reunió con el Secretario Técnico, el Sr. Lorenzana; el Ministro de Hacienda, el Sr. Cáceres; el Ministro de Economía, el Sr. Solomon López; el Presidente del Banco Central, el Sr. Cabrera; el Ministro de Justicia y Seguridad, el Sr. Landaverde; la Ministra de Trabajo, la Sra. Guevara; miembros del parlamento; otros altos funcionarios, y representantes del sector privado, de los sindicatos y de la sociedad civil.

## CONTENIDO

<b>CRECIMIENTO INADECUADO Y DESAFÍOS IMPORTANTES</b>	<b>4</b>
<b>EVOLUCIÓN, PERSPECTIVA Y RIESGOS</b>	<b>7</b>
<b>PRESIONES FISCALES</b>	<b>10</b>
<b>ESTABILIDAD, PROFUNDIZACIÓN E INCLUSIÓN DEL SECTOR FINANCIERO</b>	<b>14</b>
<b>REFORMAS POR EL LADO DE LA OFERTA</b>	<b>16</b>
<b>ESTADÍSTICAS</b>	<b>18</b>
<b>EVALUACIÓN DEL PERSONAL</b>	<b>18</b>
<b>GRÁFICOS</b>	
1. Crecimiento a largo plazo y pobreza	21
2. Evolución fiscal	22
3. Evolución de la balanza de pagos	23
4. Evolución del sector financiero	24
5. Inclusión del sector financiero	25

## **CUADROS**

1. Indicadores económicos seleccionados _____	26
2. Escenario base a mediano plazo _____	27
3. Balanza de pagos _____	28
4. Operaciones del sector público no financiero _____	29
5. Resumen de las cuentas del sistema financiero _____	30
6. Indicadores de vulnerabilidad seleccionados _____	31
7. Recientes medidas clave adoptadas por las autoridades para promover el crecimiento _____	32

## **ANEXOS**

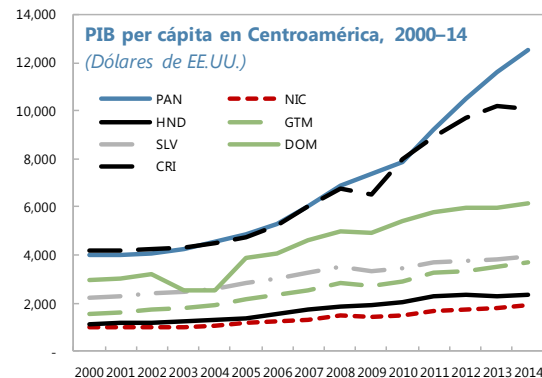
I. Implementación del asesoramiento del FMI _____	33
II. El Salvador: Análisis de sostenibilidad de la deuda (Examen más riguroso) _____	34
III. Evaluación externa _____	42



# CRECIMIENTO INADECUADO Y DESAFÍOS IMPORTANTES

1. El crecimiento del PIB promedió un 2% a lo largo del período 2000–14, muy inferior al promedio regional de Centroamérica, del 4½% (gráfico 1). Además, el PIB per cápita aumentó lentamente y se ubicó por detrás del de los países con mejor desempeño de la región.

2. Si bien las causas que subyacen al bajo crecimiento son complejas, todo indica que uno de los canales clave a través de los cuales se expresan es el bajo nivel de inversión.<sup>1</sup> La tasa de inversión de El Salvador promedió solo un 15½% del PIB desde 2000. Las brechas de datos no permiten extraer conclusiones definitivas, pero según la información disponible algunas de las causas probables son:



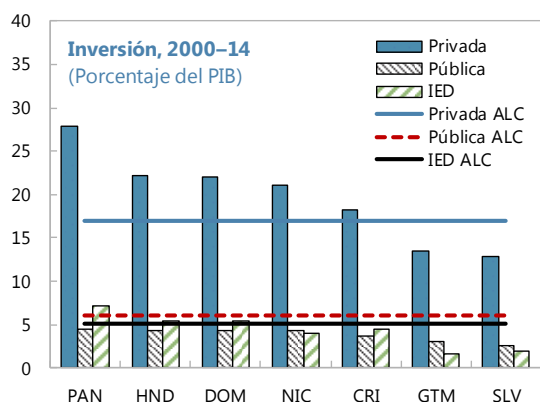
Fuente: *Perspectivas de la economía mundial* y estimaciones del personal técnico del FMI.

- La polarización política.
- El nivel elevado de delincuencia.
- El aumento del costo unitario de la mano de obra.
- El deterioro de los términos de intercambio (registrado hasta hace poco).
- Los costos elevados de energía y de logística.
- Las barreras al ingreso y a la expansión de empresas.
- La exposición elevada a desastres naturales.
- La incertidumbre fiscal y regulatoria.
- El nivel limitado de capital humano.

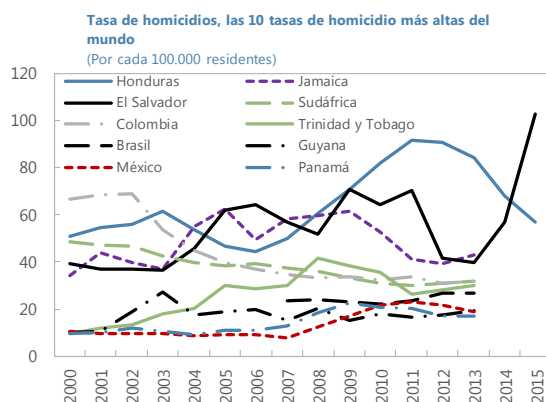
Sin embargo, en muchas de esas dimensiones, no parece que El Salvador esté en una situación sustancialmente peor que la de sus vecinos de crecimiento más rápido, aparte de las fuerzas interrelacionadas de los niveles elevados de emigración y delincuencia violenta. Lo más probable es que la clave del problema corresponda a la compleja interacción de estos factores, por lo que la resolución de la situación de bajo crecimiento exigirá medidas en varios frentes.

<sup>1</sup> En el capítulo I del documento adjunto de la serie *Selected Issues Papers* se analizan las causas del bajo crecimiento de El Salvador y los efectos macroeconómicos de las remesas.

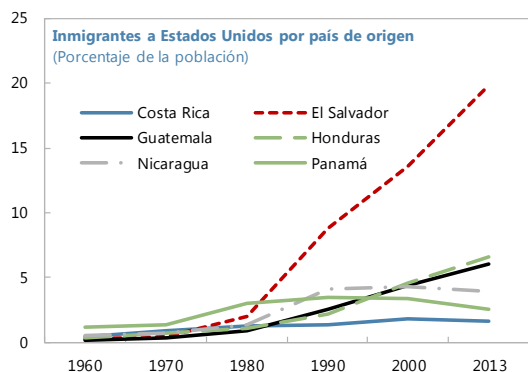
## Factores subyacentes del bajo crecimiento en El Salvador



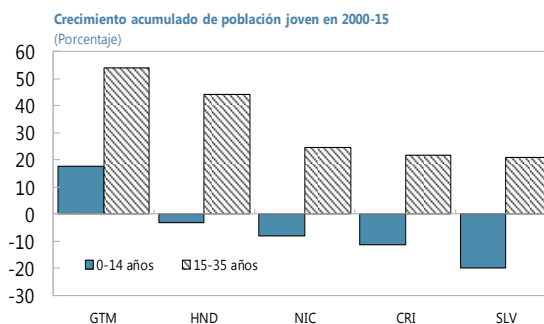
Fuente: *Perspectivas de la economía mundial* y estimaciones del personal técnico del FMI.



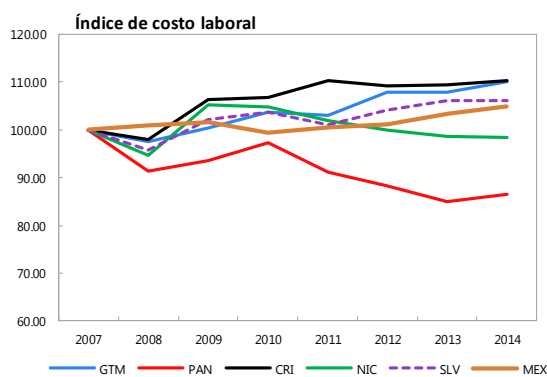
Fuente: Oficina de las Naciones Unidas contra la Droga y el Delito, 2013. Nota: Los datos de la Oficina de las Naciones Unidas contra la Droga y el Delito están disponibles hasta 2013. En el caso de El Salvador y Honduras, los datos de 2014–15 se obtuvieron de Insight Crime.



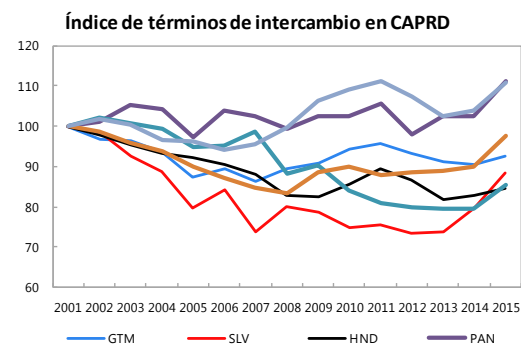
Fuentes: Tabulación del Instituto de Política Migratoria a partir de censos decenales de Estados Unidos y American Community Survey y el Banco Mundial.



Fuente: CEPAL.



Fuentes: CEPAL, autoridades nacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.



Fuente: Autoridades nacionales.

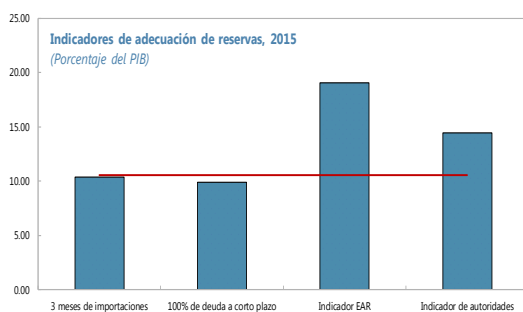
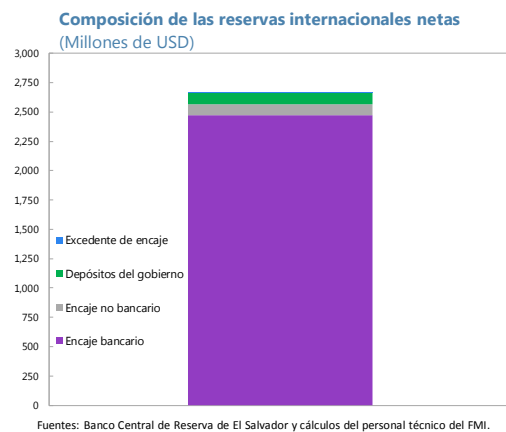
Nota: Un índice de términos de intercambio (TOT) más bajo implica un deterioro de los TOT.

3. **El efecto adverso de la elevada emigración sobre el crecimiento va más allá del impacto que tiene sobre la inversión.** La emigración registrada desde la guerra civil, generada en parte por la inseguridad, redujo la oferta de mano de obra, en especial entre los trabajadores jóvenes, más flexibles y potencialmente productivos, lo que restringió el crecimiento. Y si bien se produjo un aumento simultáneo en las remesas, que respaldó el consumo, es probable que esto también haya elevado el salario de reserva y limitado la competitividad. Además, en los últimos

años, el crecimiento de las remesas fue menor que en países vecinos, reflejando el hecho de una emigración iniciada más tempranamente y de un proceso de unificación familiar más avanzado.

4. **El bajo crecimiento genera varios círculos viciosos.** En primer lugar, obstaculiza las iniciativas para reducir el alto índice de delincuencia y mejorar el nivel educativo, lo que a su vez desalienta la inversión y el crecimiento. También promueve la emigración, lo que limita la oferta de mano de obra, afectando el crecimiento. El bajo crecimiento también genera presiones fiscales, ya que las demandas sociales siguen en aumento, mientras que la recaudación se mantiene limitada. Las tendencias adversas resultantes en la deuda pública aumentan la inestabilidad macroeconómica y socavan la confianza de los inversionistas. Para terminar con estos círculos viciosos se requerirán importantes esfuerzos concertados.

5. **El problema de competitividad de El Salvador se vio acentuado por el aumento del dólar de EE.UU. (anexo III).** Las estimaciones del personal técnico, obtenidas utilizando las tres metodologías de evaluación de la balanza externa (EBA-lite) sugieren que se registra una sobrevaloración de cerca del 10% del tipo de cambio efectivo real (TCER). El nivel de reservas internacionales es adecuado en términos generales de acuerdo con los indicadores tradicionales, pero es insuficiente según referencias ponderadas en función del riesgo más adecuadas, adaptadas a una economía totalmente dolarizada. Y, tras un incremento inicial finalizada la guerra civil, el desempeño de El Salvador en términos de exportaciones está estancado desde 1998, con una participación en las exportaciones mundiales de bienes y servicios que se mantiene sin cambios en un 0.03%.



Fuentes: Autoridades nacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.  
 Notas: El indicador de evaluación de adecuación de reservas de regímenes de tipo de cambio fijo se calcula de la siguiente manera:  $10\% \times \text{Exportaciones} + 10\% \times \text{Dinero en sentido amplio} + 30\% \times \text{Deuda a corto plazo} + 20\% \times \text{Otros pasivos}$ . El indicador de las autoridades incluye cobertura de: i) necesidades de liquidez y un fondo de liquidez, que equivale a un 22% de los depósitos; ii) un mecanismo de prestamista de última instancia de reciente creación, con recursos que equivalen al 8% de los depósitos en el mediano plazo, y iii) garantía de depósitos con un 5% de los depósitos.

El Salvador: Resultados de la evaluación del tipo de cambio				
Metodología EBA-lite de cuenta corriente	Norma de CC (% del PIB)	CC subyacente (% del PIB) <sup>1/</sup>	Brecha de CC	Brecha de REER <sup>2/</sup>
	-3.7	-5.8	-2.1	13.9
Metodología de REER EBA-lite	ln(REER) norma	ln(REER) efectivo	Brecha de REER <sup>2/</sup>	
	4.0	4.6	0.7	
Metodología de sostenibilidad externa EBA-lite <sup>3/</sup>	Norma de CC (% del PIB)	CC subyacente (% del PIB)	Brecha de CC	Brecha de REER <sup>2/</sup>
	-2.8	-5.0	-2.2	14.1

Fuente: Estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.  
 1/ Se supone que el precio del petróleo afecta la norma de CC y la CC subyacente de manera simétrica.  
 2/ (+): sobrevaloración. En las metodologías de cuenta corriente y sostenibilidad externa, elasticidad de exportaciones: -0,71, elasticidad de importaciones: 0,92.  
 3/ La norma de cuenta corriente estabiliza la PII neta en el nivel meta de -50% del PIB.

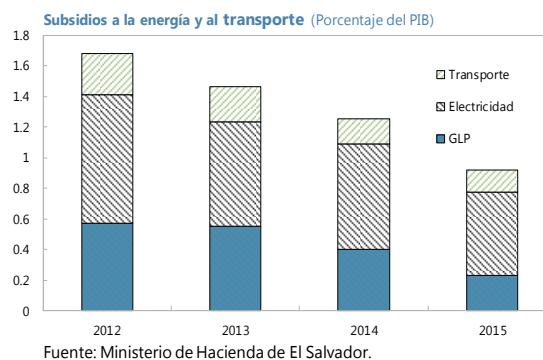
6. **La parálisis política es un obstáculo incluso para las reformas graduales.** El plan quinquenal de las autoridades confiere la máxima prioridad al crecimiento, y se han perseguido muchas medidas para promoverlo. No obstante, si bien existe un consenso amplio respecto de la necesidad de aumentar el crecimiento inclusivo y la eficiencia del sector público, además de reducir

la delincuencia y la corrupción, los principales partidos políticos están muy distanciados respecto de la forma en la que esos objetivos deben cumplirse, lo que genera una parálisis legislativa en muchas iniciativas importantes.

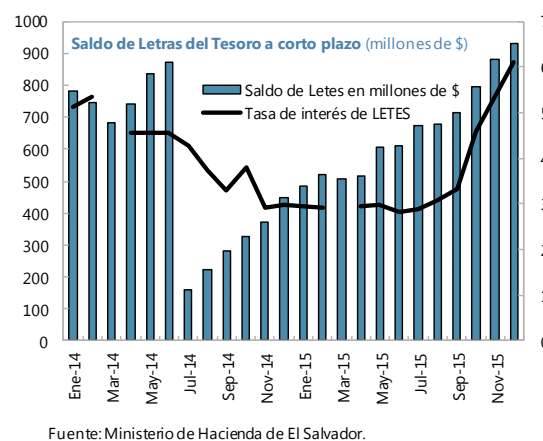
## EVOLUCIÓN, PERSPECTIVAS Y RIESGOS

7. **Los bajos precios del petróleo contribuyeron a que el crecimiento y la cuenta corriente mejoraran en 2015, con un nivel de inflación bajo (cuadro 1).** El PIB creció un 2½% en 2015, superior al crecimiento del 1½% registrado en 2014, respaldado por el crecimiento sostenido de Estados Unidos —que elevó las remesas—, el crecimiento sólido de las exportaciones al resto de Centroamérica y el estímulo proveniente de los bajos precios del petróleo. La inversión también aumentó de manera significativa, estimulada por la mejora de los balances corporativos (que también se debe en parte a la caída de los precios del petróleo). La inflación fue levemente negativa (-0,7%), por el anclaje al régimen totalmente dolarizado y la caída de los precios de la energía. El déficit de cuenta corriente se redujo en 1½ puntos porcentuales y se ubicó en un 3½% del PIB (gráfico 3).

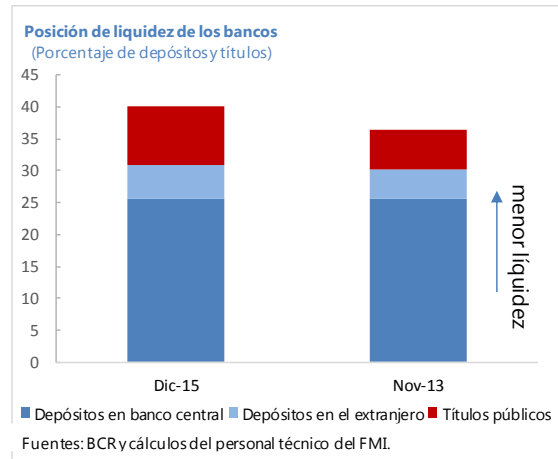
8. **El déficit fiscal registró una disminución de 0,1 puntos porcentuales y llegó al 3,4% del PIB en 2015 (gráfico 2).** El gasto fiscal se mantuvo aproximadamente constante como porcentaje del PIB. El gasto salarial aumentó ligeramente (un 0.1% del PIB), lo que refleja en gran medida la indexación incorporada de diversos sectores, y el gasto en intereses también registró un aumento marginal. No obstante, las autoridades aprovecharon la reducción del precio del petróleo para disminuir los subsidios a la energía. El gasto de capital se mantuvo en niveles bajos, 2¾% del PIB. La recaudación se benefició por el impuesto a las transacciones financieras, adoptado en la segunda mitad de 2014, pero fue menor que la esperada. Se aplicaron nuevos impuestos sobre los servicios de telecomunicaciones y las utilidades de empresas grandes a fines de 2015, para financiar el aumento necesario en el gasto en la aplicación de la ley y la seguridad.



9. **Sin embargo, los riesgos fiscales están aumentando.** A causa de la falta de un acuerdo parlamentario para avanzar con la aprobación del acceso al financiamiento externo, el financiamiento interno aumentó pronunciadamente en 2015 y a principios de 2016, lo que elevó los rendimientos de los títulos públicos a corto plazo (LETES). Sin dicho acuerdo, es probable que las autoridades lleguen al límite del sistema interno para financiar el presupuesto hacia fines de este año, lo que elevaría



las probabilidades de que se produzca un ajuste desordenado. Además, a pesar de las reducciones recientes, el diferencial del índice bonos de mercados emergentes de El Salvador respecto de los de otros mercados se mantiene en niveles elevados, aumentando el riesgo de que el financiamiento externo sea más costoso de lo que se anticipó originalmente. El endurecimiento de la posición de liquidez presupuestaria incrementó las dificultades para realizar pagos oportunos a proveedores y exportadores (de reembolsos del IVA).



10. **El sector financiero permanece estable, pero expuesto a riesgos soberanos cada vez mayores** (gráfico 4). El capital del sector bancario se mantiene en niveles altos (17,2% de los activos ponderados en función del riesgo), sustancialmente por encima del nivel reglamentario mínimo del 12%. El nivel de provisiones es adecuado (casi un 115% de la cartera vencida), y la calidad de los activos sigue mejorando. Todo indica que la liquidez del sistema bancario es suficiente. Sin embargo, la rentabilidad bancaria es relativamente baja, a causa de la reducción del diferencial de tasas de préstamos-depósitos y de la liquidez elevada. Los depósitos y el crédito al sector privado registraron un crecimiento de aproximadamente un 6% y un 5% en 2015, respectivamente, a medida que repuntó el crédito corporativo y se desaceleró el crédito a los hogares. El crédito al sector privado se acercó al 45% del PIB. El crédito del sector financiero al sector público, en cambio, aumentó casi un 15%, y actualmente equivale a aproximadamente un 35% de los activos del sistema financiero privado, lo que aumenta la exposición del sector financiero a shocks fiscales, como una redefinición del precio del riesgo soberano.

11. **Se espera que el crecimiento del PIB sea del 2,3% en 2016 y del 2,4% en 2017, y que se ubique en el mediano plazo en su tasa de crecimiento potencial del 2% (cuadros 2-5)**<sup>2</sup>. Existe cierto nivel de riesgo al alza a corto plazo, si se ejecutan varios proyectos de inversión (en especial un importante proyecto de gas). Sin embargo, se proyecta que el crecimiento de Estados Unidos (con el cual el crecimiento de El Salvador está altamente correlacionado) se reduzca a mediano plazo. Además, se espera una tendencia ascendente en el precio del petróleo a mediano plazo, lo que atenuaría el impulso reciente de la demanda. Se proyecta que la inflación permanezca anclada por el régimen completamente dolarizado. Teniendo en cuenta el aumento del precio de las importaciones de petróleo y las perspectivas complicadas de fortalecimiento y diversificación de las exportaciones, se prevé que el déficit de cuenta corriente llegue al 5½% del PIB antes de 2021.

12. **Se espera que el déficit fiscal se amplíe y llegue al 4% del PIB en 2016, con aumentos adicionales a mediano plazo, en caso de que no se tomen medidas.** Si bien se prevé que los ingresos aumenten — como consecuencia de los impactos de las recientes medidas que

<sup>2</sup> En el capítulo II del documento adjunto de la serie *Selected Issues Papers* se analiza la tasa de crecimiento potencial de El Salvador.

corresponden al año completo y del incremento de los impuestos sobre las importaciones producto del aumento del precio del petróleo — se proyecta un crecimiento aún más rápido de los gastos. Además de las presiones salariales y los mayores pagos de intereses, las autoridades planean ejecutar gastos adicionales relacionados con la seguridad del 0.6% del PIB en el período 2016–17 para contrarrestar el reciente aumento de la delincuencia. También se supone que la inversión pública se recuperará de los bajos niveles recientes. Por otra parte, se proyecta que la deuda pública supere el 70% del PIB antes de 2021 (véase el análisis de sostenibilidad de la deuda).

**13. Los riesgos del panorama son importantes y tienen un sesgo a la baja.**

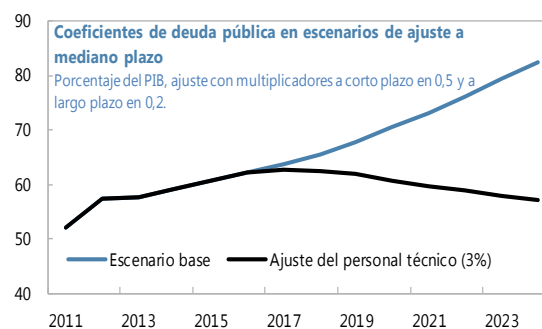
- Un incremento de las turbulencias de los mercados financieros mundiales podría limitar el acceso al financiamiento externo o elevar su costo, lo que acentuaría la presión fiscal.
- Una apreciación del dólar de Estados Unidos podría socavar más la competitividad de El Salvador respecto de la de países vecinos no dolarizados, lo que debilitaría las perspectivas de crecimiento. Además, la implementación próxima del Acuerdo Transpacífico de Asociación Económica podría intensificar la competencia de Asia.
- Un crecimiento mundial más débil que el esperado debilitaría el crecimiento en El Salvador, en particular sin el tipo de cambio como amortiguador del shock (aunque la caída de los precios del petróleo que trae aparejada un crecimiento más débil mitigaría ese efecto).
- Un aumento de la aversión al riesgo de los principales bancos internacionales podría elevar los costos de intermediación, lo que reduciría el flujo de remesas hacia El Salvador, con efectos negativos sobre el consumo y el crecimiento.
- El incremento de los riesgos fiscales podría socavar la confianza y deprimir el crecimiento a mediano plazo más allá de las estimaciones del personal técnico.
- En relación con los riesgos al alza, una caída de los precios de la energía respaldaría la economía, suprimiría la inflación y sería positiva para la balanza de pagos. Una ejecución sólida y sostenida de proyectos de inversión públicos y privados también representa una posibilidad al alza para el crecimiento.

**14. Las autoridades se mostraron más optimistas sobre las perspectivas y el balance de riesgos.** En particular, consideraron que el repunte de la inversión interna registrado en 2015 se mantendría y que los grandes proyectos de inversión en proceso, combinados con las iniciativas para promover el crecimiento en términos más generales, respaldarían un aumento del crecimiento potencial por encima del 2½%.

## PRESIONES FISCALES

15. **Hubo acuerdo en que sin una consolidación fiscal firme la deuda pública seguirá aumentando.** Un ajuste del balance primario concentrado en la primera etapa de al menos un 3% del PIB en el período 2017–19 es lo mínimo que se necesita para revertir la dinámica de deuda ascendente a mediano plazo: a más largo plazo se necesita un esfuerzo más importante para consolidar la sostenibilidad. Con multiplicadores plausibles, el ajuste podría reducir el crecimiento por debajo del 2% a corto plazo. No obstante, una posición fiscal más sólida y creíble, combinada con reformas estructurales vigorosas, crearía las condiciones para un repunte del crecimiento, que se aproximaría al 3%, a mediano plazo. Si se incorporan factores a más largo plazo, las estimaciones del personal técnico indican que habría una brecha de sostenibilidad fiscal de aproximadamente un 4%–5% del PIB, producto del significativo déficit primario estructural y del aumento de las presiones demográficas sobre el gasto en pensiones y salud<sup>3</sup>. Se necesitaría un ajuste aún mayor para crear el espacio fiscal necesario para que las autoridades puedan ejecutar la totalidad de la estrategia de prevención de la delincuencia y financiar de manera creíble el mecanismo público de prestamista de última instancia. Una consolidación satisfactoria exigirá medidas sobre el ingreso y el gasto, y un marco fiscal más sólido. Las autoridades estuvieron de acuerdo en principio, y señalaron que su marco fiscal de mediano plazo apunta a un ajuste del 2½% del PIB, aunque no se acordó una definición específica de medidas. Sin embargo, consideraron que el ajuste, al menos en las cuentas fiscales no relacionadas con pensiones, estaba cerca del máximo posible, teniendo en cuenta el escaso crecimiento y las urgentes necesidades sociales.

16. **Dada la necesidad de incrementar el crecimiento, las medidas de aumento del ingreso deben acompañarse de reducciones en los impuestos distorsionadores.** Un aumento de la tasa del IVA hasta el 15%, aproximadamente similar al promedio regional, generaría un aumento de la recaudación del 1.2% del PIB. Las iniciativas tendientes a crear un impuesto predial deben fortalecerse. Una tasa del impuesto sobre la renta de las empresas del 35% parece demasiado elevada, teniendo en cuenta el bajo nivel de



Fuente: Estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

El Salvador: Comparación de escenarios de mediano plazo 1/ (Como porcentaje del PIB, a menos que se indique lo contrario)						
	Proyecciones					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Crecimiento del PIB real (porcentaje)</b>						
Escenario base	2.3	2.4	2.3	2.1	2.0	2.0
Ajuste	2.3	1.7	2.1	2.2	2.8	2.7
<b>Balance del sector público no financiero</b>						
Escenario base	-4.0	-4.0	-4.5	-5.0	-5.3	-5.6
Ajuste	-4.0	-2.6	-2.3	-1.9	-1.8	-1.8
<b>Balance primario</b>						
Escenario base	-1.2	-1.0	-1.1	-1.3	-1.4	-1.6
Ajuste	-1.2	0.4	0.9	1.6	1.6	1.6
<b>Deuda bruta del sector público</b>						
Escenario base	62.2	63.7	65.5	67.9	70.5	73.2
Ajuste	62.2	62.8	62.5	61.9	60.8	59.7
<b>Necesidades brutas de financiamiento fiscal</b>						
Escenario base	9.0	7.5	8.0	11.0	8.5	9.3
Ajuste	9.0	6.1	5.8	7.9	5.1	5.5
<b>Financiamiento fiscal no identificado 2/</b>						
Escenario base	3.6	2.1	2.7	3.0	3.4	4.2
Ajuste	3.6	0.7	0.5	-0.1	0.0	0.5

Fuentes: Banco Central de Reserva de El Salvador, Ministerio de Hacienda y estimaciones del personal técnico del FMI.  
1/ El escenario de ajuste depende de i) un esfuerzo acumulado de 3 puntos porcentuales del PIB en 2017–19, que incluye un ajuste de 1.5 puntos porcentuales en 2017; ii) un multiplicador de impacto fiscal de 0.5 y un multiplicador acumulado de 0.2; y iii) efectos sobre crecimiento positivos de reformas estructurales (0.3 pp en 2019, 0.5 pp a partir de 2020).  
2/ Necesidad de financiamiento residual tras tener en cuenta fuentes de financiamiento interno normal y financiamiento externo oficial.

<sup>3</sup> La brecha de sostenibilidad fiscal es el monto total de medidas fiscales que (de tomarse de inmediato) garantizarían una evolución no explosiva de la deuda pública a largo plazo. En Kanda (Documento de trabajo del FMI/11/164) se describe la metodología utilizada para las estimaciones.

inversión y el alto nivel de informalidad, y debe reducirse significativamente, mientras se limitan los incentivos y las “lagunas legales” a fin de ampliar la base tributaria. También puede haber un margen para un sistema de impuestos progresivo menos distorsionador, mediante la aplicación de un impuesto sobre el patrimonio, impuestos sobre las prestaciones de pensiones (altamente inequitativas), o aumentando las tasas del impuesto sobre la renta de las personas físicas con mayores ingresos. El impuesto sobre las transacciones financieras y el impuesto sobre las telecomunicaciones tienen recaudación relativamente baja y afectan significativamente la intermediación y la inclusión financieras, por lo que deberían reducirse o eliminarse gradualmente. Además, deben evaluarse todos los demás impuestos, a fin de eliminar gradualmente los que tengan rendimientos bajos y efectos altamente distorsionadores. Por último, los planes tendientes a impulsar la recaudación tributaria deben calibrarse cuidadosamente para evitar efectos negativos sobre el clima de inversión.

<b>El Salvador: Tasas impositivas del último año disponible</b>			
	Alicuota	Alicuota de	Alicuota
Costa Rica	25	30	13
República Dominicana	25	27	18
El Salvador 1/	30	35(30)	13
Guatemala	7	25	12
Honduras	25	30	15
Panamá	25	25	15
Nicaragua	30	30	15
Promedio de CAPRD	23.9	27.8	14.4
Promedio de ALC	33.1	24.1	17.2

Fuente: Autoridades nacionales.  
1/ En el caso de El Salvador, refleja un recargo de 5 pp reciente adicional sobre ganancias corporativas que superen los \$0,5 millones.

<b>Posible menú de medidas en 2017–19</b>	
<i>(Acumulado, porcentaje del PIB)</i>	
Gasto salarial	1.4
Aumento del IVA al 15%	1.2
Adopción de impuesto predial regular	0.6
Ahorro en bienes y servicios	0.4
Focalización de subsidios	0.4
Tributación progresiva	0.4
Eliminación de exenciones impositivas	0.1
Optimización de impuestos distorsionadores	-0.7
Apoyo social para contrarrestar los efectos regresivos del IVA	-0.3
<b>Total:</b>	<b>3.5</b>

Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

17. **Las autoridades se mostraron a favor de los impuestos sobre predial y sobre el patrimonio y de un impuesto progresivo sobre la renta de las personas físicas.** No obstante, consideraron que los efectos distorsionadores del impuesto sobre las transacciones financieras y el impuesto sobre las telecomunicaciones eran moderados, y señalaron que aumentar el IVA sería políticamente difícil, por el efecto que tiene sobre los pobres. No obstante, se mostraron optimistas acerca del rendimiento de varias iniciativas administrativas en curso para fortalecer la recaudación.

18. **Las autoridades estuvieron de acuerdo en que para lograr una consolidación duradera será necesario abordar las fuentes de las presiones de gasto.** La consolidación reciente del lado del ingreso, se vio contrarrestada en gran medida por el aumento del gasto, en especial el salarial, que aumentó un 1% del PIB en los últimos cinco años, y registraría un aumento adicional del 1% del PIB antes de 2021, si no se toman medidas. Para abordar las presiones salariales será necesario eliminar el generoso mecanismo de indexación de las remuneraciones del sector salud (escalafón), limitar la indexación salarial a aumentos inferiores a la tasa de inflación y frenar los bonos no transparentes. Además, debe reducirse significativamente la contratación en todos los sectores, con la excepción del sector de seguridad. Es necesario fortalecer la eficiencia del gasto en un espectro de funciones (en particular, reducir la fragmentación del sistema de salud y mejorar la focalización de los programas de asistencia escolar para proteger a los necesitados). Existe margen para una



mayor racionalización de los subsidios al gas licuado de petróleo y a la electricidad. Sin embargo, es preciso elevar la inversión pública para evitar los cuellos de botella en infraestructura, y también deben fortalecerse las redes de protección social. Las autoridades se mostraron abiertas a la posibilidad de tomar medidas en todas estas áreas, pero todavía no estaban preparadas para comprometerse con acciones específicas.

19. **Las autoridades mantendrán las iniciativas tendientes a mejorar el marco fiscal para apoyar la estrategia de consolidación, lo cual incluye la elaboración de una ley de responsabilidad fiscal (LRF)**<sup>4</sup>. El marco fiscal de El Salvador: i) abarca los diferentes niveles de gobierno de manera incompleta; ii) permite un mayor nivel de gasto con una aprobación legislativa rutinaria si hay nuevos fondos disponibles; iii) presenta gastos muy rígidos (el 80% de los gastos se consideran rígidos); iv) identifica las fuentes y necesidades financieras del gobierno general en el presupuesto anual de manera incompleta (excluye deudas a corto plazo, devoluciones de impuestos, y algunas emisiones de deuda futura y amortizaciones); v) carece de una orientación a mediano plazo, y vi) normalmente se basa en proyecciones macroeconómicas optimistas. Estos problemas contribuyeron a la aparición de una tendencia al alza del gasto, déficits elevados y presiones de financiamiento periódicos.

20. **Actualmente se está debatiendo un borrador de la LRF, que debería:**

- Adoptar procedimientos sólidos para aumentar la transparencia y el carácter integral de la presentación presupuestaria, mejorar las proyecciones y el control del gasto, y reducir el límite superior de la emisión de LETES. Idealmente, el proceso presupuestario regular también tendría que incluir la aprobación previa de todo el financiamiento necesario para el año presupuestario, lo que reduce la probabilidad de que se produzcan crisis de financiamiento.
- Incluir una meta numérica formal. Una opción podría ser una regla de equilibrio presupuestario con propiedades anticíclicas, que incorpore un vínculo clave con un objetivo de deuda prudente y mecanismos de corrección para lograrlo, lo cual parece adecuado para las circunstancias políticas y económicas de El Salvador. Una regla basada en el gasto, o una combinación de reglas basadas en el gasto y el déficit, también podrían ser opciones posibles, si reciben apoyo de ambos partidos.

El borrador de las autoridades de la LRF reúne muchos de los elementos anteriores, incluida una combinación de las reglas basadas en el déficit y en el gasto. No obstante, todavía no tiene claridad respecto de la jerarquía de reglas de procedimientos y numéricas, y en su forma actual carece de amplio apoyo político y social.

---

<sup>4</sup> En el capítulo III del documento adjunto de la serie *Selected Issues Papers* se analiza el marco fiscal y las reglas de El Salvador.

21. **Las reformas de las pensiones son fundamentales para garantizar la sostenibilidad fiscal y social**<sup>5</sup>. La transición hacia un sistema de contribución definida totalmente financiado se

detuvo, a causa de los retornos de activos inadecuados, que llevaron al gobierno a actualizar

periódicamente y garantizar las prestaciones de las pensiones. El déficit actual del sistema de pensiones es de aproximadamente un 2% del PIB, y

aumentará sustancialmente en la próxima década si no hay cambios en el marco normativo. Se estima

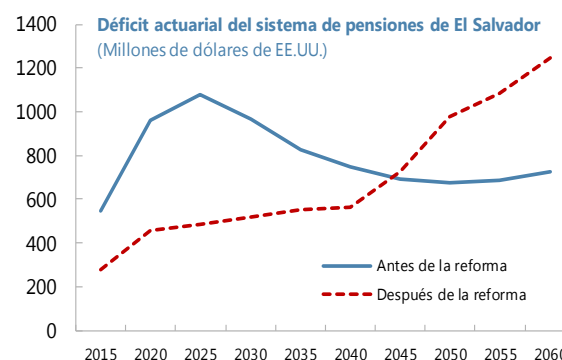
que la deuda actuarial previsional es de casi el 100% del PIB en términos de valor presente neto; se proyecta que las futuras tasas de reemplazo con

el sistema de contribuciones definidas, se reducirán casi a la mitad; la cobertura, la participación y los

pagos de contribuciones son bajos; los beneficios son altamente desiguales entre jubilados, y existe poca diversificación de los activos y retornos

financieros bajos, en parte porque los fondos privados de pensiones están obligados comprar

bonos de pensiones del gobierno a tasas muy bajas, si bien una decisión reciente de la Sala de lo Constitucional de elevar esas tasas cambiaría esta situación a futuro.



Fuente: Autoridades de El Salvador

22. **Frente a un contexto político difícil, la reforma de las pensiones propuesta por las autoridades en febrero apunta a ganar tiempo, pero no garantiza la sostenibilidad del sistema a largo plazo.** La propuesta i) revertiría algunos de los incrementos de los beneficios recientes, ii)

transferiría al sector público más de la mitad de las contribuciones y los activos del sistema de

pensiones privadas (lo que reduciría los déficits y la deuda según las reglas contables) y iii) ofrecería

una pensión fija a los contribuyentes del lado de menores ingresos. Sin embargo, los cálculos

preliminares sugieren que no reduciría sustancialmente el valor presente neto de los pasivos

actuariales previsionales y agregaría riesgos jurídicos, dada la oposición pública a la nacionalización de activos privados.

23. **Existe una necesidad urgente de tomar los siguientes pasos adicionales para garantizar la sostenibilidad del sistema de pensiones ante las inexorables presiones relacionadas con el envejecimiento de la población:**

- Reformas paramétricas para aumentar la edad de jubilación y las tasas de contribución (claves para respaldar la sostenibilidad fiscal a largo plazo en el componente de reparto y la sostenibilidad social del componente de contribución definida). También sería importante tomar medidas para alinear mejor la cantidad de años de contribuciones con los beneficios de reparto, en especial si se acompañan con acciones para promover el empleo formal.

<sup>5</sup> En el capítulo IV del documento adjunto de la serie *Selected Issues Papers* se analizan el sistema de pensiones de El Salvador y las opciones de reforma.

- Una mayor cobertura, a través de una expansión de la pensión básica universal, y de los sistemas de incentivos y otros pasos tendientes a promover la formalización de la fuerza laboral.
- Un compromiso creíble de financiar los déficits de pensiones proyectados a partir de fuentes de ingresos generales. La evolución de los déficits de pensiones a largo plazo dependería de la solidez del programa de reforma paramétrica y de los objetivos de cobertura.

## ESTABILIDAD, PROFUNDIZACIÓN E INCLUSIÓN DEL SECTOR FINANCIERO

24. **Las pruebas de tensión sugieren que los amortiguadores financieros son adecuados para contener la mayoría de los riesgos.** Los bancos más grandes son grupos bancarios internacionales, que actualmente tienen acceso a financiamiento externo, y el sistema se caracteriza por presentar niveles muy reducidos de exposición interbancaria, lo que reduce el riesgo de contagio interno. Al mismo tiempo, esa estructura expone el sector a riesgos externos. El Banco Central de Reserva (BCR) y la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF) ejecutaron pruebas de sensibilidad a riesgos crediticios y de liquidez, lo que sugiere que la resiliencia del sistema a escenarios de tensión es adecuada.

25. **Las autoridades lograron avances en la ejecución de las reformas financieras recomendadas en el Programa de evaluación del sector financiero (FSAP) de 2010, la Estrategia de estabilidad financiera de 2014, y otros informes de asistencia técnica, pero todavía quedan aspectos sustanciales por abordar.**

- *Respaldo de liquidez de emergencia.* Si bien la dolarización ayuda a disminuir los riesgos cambiarios y de tasa de interés, puede acentuar los riesgos de liquidez. Resulta importante destacar que en caso de insuficiente capacidad de prestamista de última instancia y de marcos de resolución bancaria, los shocks de liquidez específicos de cada institución pueden tener repercusiones sistémicas. Y contar con reservas de liquidez altas específicas de cada institución reduce la capacidad de los bancos para hacer préstamos a la economía. Está por concluirse un plan para crear un fondo de liquidez basado en un fondo común que acumula parte de los activos líquidos de los bancos, que podría ser útil para las necesidades de liquidez no sistémicas, pero es preciso resolver todos los problemas de coordinación y de administración. El personal técnico recomendó a las autoridades que aumentaran de manera creíble las asignaciones presupuestarias anuales al mecanismo de prestamista de última instancia, que retomaran y expandieran una línea de crédito del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) que ya expiró para destinarla al mecanismo de prestamista de última instancia, y que resolvieran los obstáculos pendientes en relación con la creación del fondo de liquidez, previa consulta con las partes interesadas. Además, teniendo en cuenta el papel clave del BCR en la administración del mecanismo de prestamista de última instancia, también debería protegerse su situación financiera.

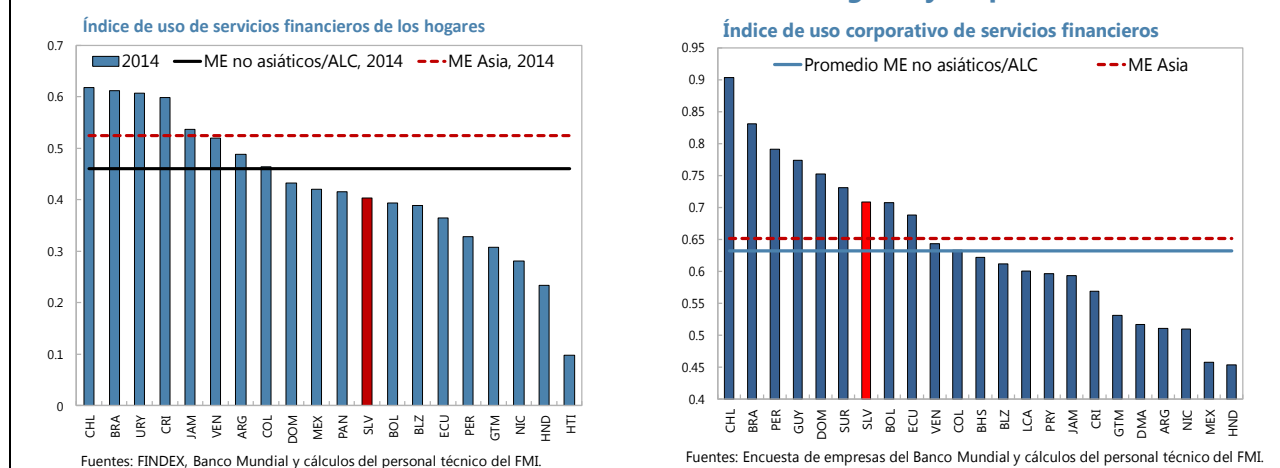
- *Regulación y supervisión.* Se mejoró la coordinación entre el ente de supervisión financiera y el BCR. Se está implementando la supervisión basada en el riesgo, y se inició la implementación del marco de Basilea III. El proceso de ampliar el perímetro de supervisión a instituciones financieras más pequeñas, bancos cooperativos y asociaciones de ahorro y préstamo (a fin de abarcar el 90% de los depósitos de ese sector) está en marcha y debe completarse.
- *Resolución de bancos y gestión de crisis.* En línea con las recomendaciones del personal técnico, las autoridades están preparando una estrategia para mitigar las debilidades, mientras se desarrolla una legislación integral que aborde profundamente las dificultades clave. El personal técnico recomendó a las autoridades que aceleren el avance en ambas áreas, señalando que las reformas jurídicas deberían hacer que el Comité de Riesgo Sistémico sea permanente, fortalecer la potestad y los procedimientos de prevención de crisis y resolución de bancos, aclarar procedimientos para las instituciones financieras cooperativas, abolir la notificación que se entrega a los bancos tres días antes de tomar medidas de resolución, y reforzar la protección jurídica de los supervisores. Además, es preciso fortalecer la coordinación entre entidades domésticas y la cooperación transfronteriza, mediante memorandos de entendimiento claros e integrales entre las entidades pertinentes. Debe acelerarse la preparación de planes de recuperación y resolución de contingencias para cada banco. Por último, la agencia de garantía de depósitos debe fortalecerse aumentando las contribuciones de los bancos y aclarando los protocolos que definen su rol en caso de crisis.

26. **Hubo acuerdo en que la profundización financiera y la promoción de la inclusión financiera podrían tener un efecto significativo sobre el crecimiento y sobre la pobreza**

(gráfico 5)<sup>6</sup>. El acceso de los hogares a los servicios financieros es relativamente bajo: solo el 34% de las personas posee una cuenta bancaria. Los pasos tendientes a aumentar el uso de sistemas de banca móvil y mejorar los mecanismos de resolución de conflictos podrían impulsar la penetración de los servicios bancarios, y, en ese sentido, el personal técnico celebró la aprobación reciente de la Ley para Facilitar la Inclusión Financiera. No obstante, el personal técnico también señaló que los cambios jurídicos recientes que limitan la adquisición, transferencia y almacenamiento de información sobre deudores en oficinas de crédito aumenta los riesgos crediticios y los costos de intermediación en el sistema financiero, por lo que deben replantearse. Se necesita una ley moderna y mejoras en normas de presentación de informes financieros de las empresas para respaldar la expansión del mercado de títulos, lo que podría ayudar a los fondos de pensiones a aumentar sus retornos y a mejorar la formación de precios y la liquidez de la deuda pública.

<sup>6</sup> En el capítulo V del documento adjunto de la serie *Selected Issues Papers* se analiza la inclusión financiera en El Salvador.

## El Salvador. Uso de Servicios Financieros de Hogares y Empresas



### 27. A la fecha, la pérdida de relaciones con bancos corresponsales ha sido manejable.

Algunos de los bancos internacionales más grandes han dejado el país, pero han sido reemplazados por otros bancos regionales, por lo que el valor nominal general de las líneas corresponsales se ha mantenido aproximadamente sin cambios. Las autoridades siguen trabajando para mantener normas sólidas de lucha contra el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo (ALD/LFT), y mantienen una colaboración activa con el Departamento del Tesoro de Estados Unidos en esta área. Todo indica que el colapso reciente de un banco en Honduras, en un contexto de denuncias del gobierno de Estados Unidos sobre lavado de dinero, no impactó El Salvador, pero acentuó algunas preocupaciones y aumentó la vigilancia de las entidades regulatorias. El personal técnico recomendó desarrollar rápidamente una planificación de contingencia para delinear la respuesta de las autoridades en caso de una mayor pérdida de relaciones con bancos corresponsales.

## REFORMAS POR EL LADO DE LA OFERTA

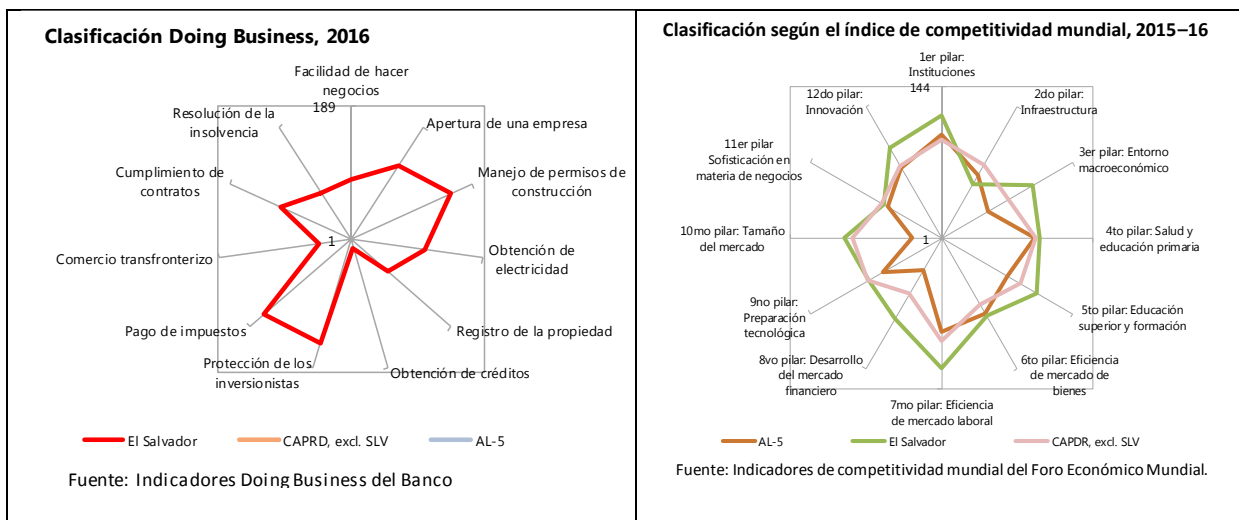
### 28. Las autoridades se mostraron, en general, de acuerdo con la idea de que es posible mejorar la inversión y el crecimiento inclusivo forjando un consenso social en torno a políticas sólidas que permitan:

- Mejorar la flexibilidad de los salarios y los precios, teniendo en cuenta la economía totalmente dolarizada. En ese contexto, el personal técnico indicó que sería recomendable limitar los aumentos del salario mínimo mientras no haya datos empíricos claros que muestren un aumento de la productividad. Sin embargo, las autoridades respondieron que es preciso buscar un equilibrio frente a la necesidad de aumentar el ingreso de las poblaciones pobres y rurales.
- Reducir las barreras al ingreso y a la competencia; limitar las prácticas anticompetitivas, como la fijación de precios en sectores clave, lo que incluye el transporte aéreo, los productos farmacéuticos, el hierro y los mercados agrícolas, como el azúcar, el arroz y los fertilizantes, y mejorar la eficacia en términos de contratación de empleados y sanciones de la

Superintendencia de Competencia. La reducción de las barreras al ingreso en los sectores de transporte y electricidad ayudaría a disminuir los costos logísticos y de servicios públicos.

- Impulsar los resultados educativos (en especial en el caso de la educación secundaria y vocacional) creando el espacio fiscal necesario y mejorando la rendición de cuentas por resultados.
- Reducir la delincuencia y la corrupción (lo que incluye implementar eficazmente los marcos de ALD/LFT y de lucha contra la corrupción): el Plan El Salvador Seguro divulgado por las autoridades a principios de 2015, y los planes de seguimiento recientes, plantean una estrategia integral, pero el financiamiento (que según estimaciones representa un 1,7% del PIB anual) es un cuello de botella clave.

El personal técnico recomendó a las autoridades que avancen con el plan 2014–19, que apunta a un crecimiento potencial del 3%, aprovechando también la donación a FOMILENIO II de Estados Unidos y los fondos para los países del “Triángulo Norte” a fin de aumentar la productividad y la competitividad.



## ESTADÍSTICAS

29. **La proporción de datos es adecuada para la supervisión macroeconómica.** El personal técnico recomendó que las autoridades publiquen las cuentas nacionales revisadas en línea con su compromiso público y las prácticas recomendadas. El trabajo técnico está a punto de concluir, y las autoridades han solicitado asistencia del FMI para crear una estrategia de comunicación adecuada antes de la publicación de los datos mejorados.

## EVALUACIÓN DEL PERSONAL

30. **El Salvador sigue registrando un crecimiento significativamente menor que el de los países vecinos, en un contexto de escasa inversión, un alto nivel de delincuencia y emigración y baja competitividad.** Son varios los factores que aparentemente contribuyen a la baja tasa de crecimiento, pero en muchas dimensiones El Salvador no difiere sustancialmente de sus países vecinos, con la excepción de las fuerzas interrelacionadas de los niveles elevados de emigración y delincuencia. Lo más probable es que el bajo crecimiento sea el resultado de la interacción compleja de varios factores que reducen el retorno esperado de la inversión, disminuyen la oferta de mano de obra y aumentan la incertidumbre, por lo cual la solución del problema del bajo crecimiento exigirá acciones en varios frentes. Esto, a su vez, está generando varios círculos viciosos: obstaculiza las iniciativas tendientes a reducir la alta delincuencia y a mejorar los resultados educativos; incentiva la emigración y debilita la participación en la fuerza laboral, y crea presiones fiscales (dado que las demandas sociales siguen aumentando, mientras los ingresos fiscales se mantienen en niveles bajos). Además, el parálisis político es un obstáculo incluso para las reformas graduales.

31. **Se necesitan importantes esfuerzos para abordar el aumento de los riesgos fiscales.** Sin un acuerdo parlamentario para avanzar en el acceso al financiamiento externo, es probable que las autoridades lleguen al límite del sistema interno para financiar el presupuesto hacia fin de año, lo que aumenta las probabilidades de que se produzca un ajuste desordenado. Además, se necesita un ajuste fiscal sustancial concentrado en el periodo más inmediato para revertir la trayectoria ascendente de la deuda pública, consolidar la sostenibilidad fiscal y crear espacio para financiar de manera creíble el mecanismo público de prestamista de última instancia y la estrategia de las autoridades de prevención de la delincuencia a mediano plazo. Además, es preciso ajustar las propuestas actuales de reforma al sistema de pensiones, a fin de incluir cambios paramétricos esenciales para garantizar la sostenibilidad fiscal y social a largo plazo del sistema a medida que envejece la población.

32. **Las autoridades han logrado avances positivos en las reformas del sector financiero, pero todavía quedan importantes áreas por abordar.** Sin bien la dolarización ayuda a disminuir los riesgos cambiarios y de la tasa de interés, puede acentuar los riesgos de liquidez. Por lo tanto, es preciso aumentar de manera creíble las asignaciones presupuestarias del mecanismo de prestamista de última instancia, y debe reactivarse y expandirse la línea de crédito del BID para ese mecanismo. Además, deben resolverse los obstáculos para la creación del fondo de liquidez bancaria, en

consulta con las partes interesadas. Es necesario seguir avanzando con la supervisión basada en el riesgo, y debe ampliarse el perímetro de supervisión para que abarque a las instituciones financieras más pequeñas. Debe fortalecerse el marco de resolución y gestión de crisis cuanto antes, mediante una reforma legislativa integral tendiente a abordar diversas debilidades, que permita aclarar la autoridad, los protocolos y las protecciones jurídicas del personal de las entidades de regulación y supervisión.

33. **Es posible mejorar la inversión y el crecimiento inclusivo forjando un consenso social en torno a algunas políticas sólidas** que mejoren la flexibilidad de los salarios y los precios (lo que incluye limitar los aumentos del salario mínimo); bajen las barreras al ingreso y la competencia; reduzcan las prácticas negativas para la competencia en sectores clave, como el transporte aéreo, el sector farmacéutico, el hierro y los mercados agrícolas, y mejoren la eficacia de la Superintendencia de Competencia; creen espacio fiscal y refuercen la responsabilidad por resultados a fin de mejorar la educación secundaria y vocacional; reduzcan la delincuencia y la corrupción, y disminuyan los costos logísticos y de los servicios públicos habilitando una mayor competencia en esos sectores.

34. **El personal técnico recomienda que la próxima Consulta del Artículo IV se lleve a cabo durante el ciclo estándar de 12 meses.**



### Matriz de evaluación de riesgos<sup>1</sup>

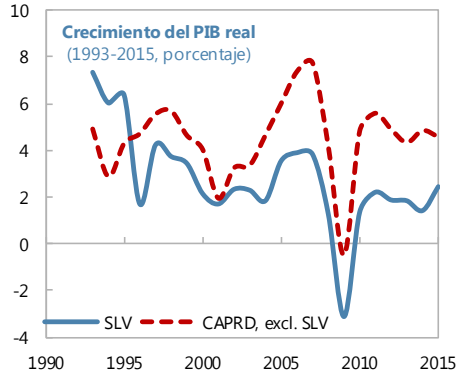
Principales riesgos	Probabilidad de que se manifieste el riesgo	Impacto esperado en caso de que se manifieste el riesgo	Respuesta de política
Endurecimiento o aumento de la volatilidad de las condiciones financieras mundiales	<b>Media/alta</b> Los inversionistas podrían reevaluar el riesgo subyacente en la economía mundial. Una mejora de las perspectivas económicas de Estados Unidos podría generar un nuevo aumento del dólar.	<b>Alto</b> Acceso limitado a los mercados de capitales internacionales y un mayor costo de financiamiento externo, lo que empeora la dinámica de la deuda. La apreciación del dólar podría socavar más la competitividad de El Salvador.	Aplicar la consolidación fiscal para reducir las necesidades de financiamiento externo y mejorar la dinámica de la deuda. Aumentar las reservas fiscales y externas. Aplicar reformas estructurales para mejorar la competitividad.
Desaceleración del crecimiento mundial mayor que la esperada	<b>Media</b> Podría registrarse una desaceleración más marcada que la esperada en China o en otros mercados emergentes grandes, o un crecimiento estructuralmente débil en economías avanzadas y mercados emergentes clave.	<b>Alto</b> Es probable que el efecto derrame negativo sobre el crecimiento sea mayor sin el tipo de cambio como factor de absorción del shock.	Reformas estructurales para aumentar la inversión privada y el crecimiento. Fortalecer la administración tributaria y la gestión del gasto para proteger la posición fiscal.
Dislocación en flujos de capitales	<b>Media</b> Mayor pérdida de servicios con bancos corresponsales.	<b>Medio/alto</b> Aumento del costo de la transferencia de fondos, que podría reducir las remesas, lo que atenuaría el consumo y el crecimiento.	Fortalecer más el marco de ALD/LFT para minimizar el retiro de servicios de bancos corresponsales, y fortalecer el marco de resolución de bancos.
Precios de la energía persistentemente bajos	<b>Alta</b> Es posible que los factores de la oferta de energía no se reviertan sino gradualmente.	<b>Medio/alto</b> Mayor consumo y crecimiento, con menos inflación y déficit en cuenta corriente.	Ahorrar parte de la ganancia imprevista producto de los menores precios de la energía.
Presiones fiscales	<b>Media</b> Demoras en la Asamblea Legislativa para aprobar el financiamiento externo.	<b>Alto</b> Aumento de costos de financiamiento y de las probabilidades de un ajuste desordenado, lo que empeoraría los desequilibrios macroeconómicos y las perspectivas de crecimiento.	Forjar un consenso en la Asamblea Legislativa sobre el programa fiscal. La consolidación fiscal reduce las necesidades de financiamiento externo y fortalece la dinámica de la deuda.

<sup>1</sup>La matriz de evaluación de riesgos muestra acontecimientos que pueden alterar de manera sustancial la trayectoria del escenario base (el escenario con más probabilidades de materializarse según la opinión del personal técnico del FMI). La probabilidad relativa de los riesgos enumerados es la evaluación subjetiva del personal técnico con respecto a los riesgos que afectan al escenario base ("baja" indica una probabilidad de menos del 10%, "media" una probabilidad de entre 10% y 30% y "alta" una probabilidad de 30% o más). La matriz refleja las opiniones del personal técnico sobre la fuente de los riesgos y el nivel general de preocupación al momento de las conversaciones con las autoridades.

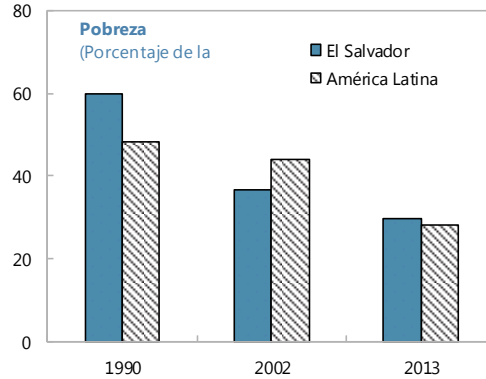
# Gráfico 1. El Salvador: Crecimiento a largo plazo y pobreza

*Los cuellos de botella estructurales inhibieron el crecimiento a largo plazo.*

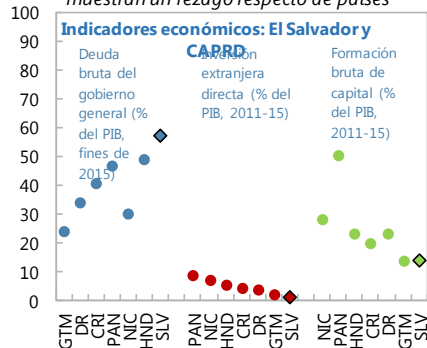
*El crecimiento es de los más bajos de las Américas*



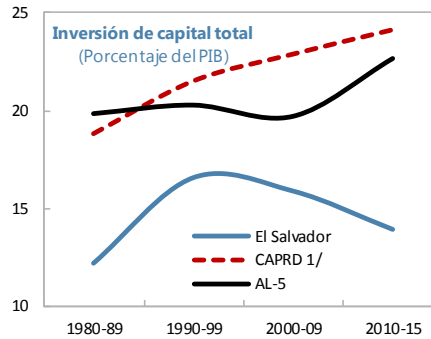
*...y la pobreza se mantiene en niveles elevados.*



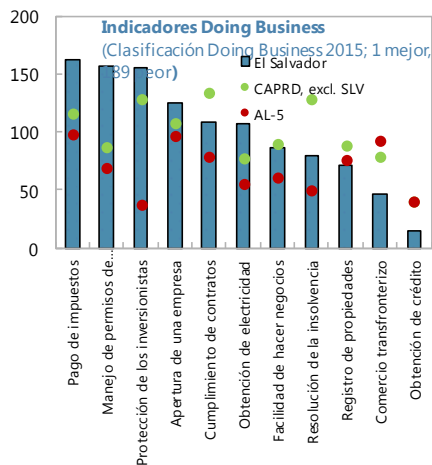
*Los indicadores fiscales y de inversión clave muestran un rezago respecto de países*



*La inversión de capitales es de las más bajas de la región...*

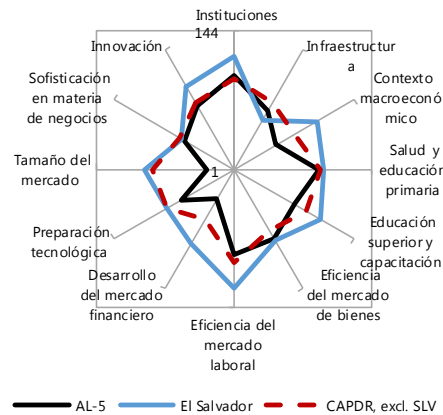


*...y los indicadores Doing Business son en general bajos...*



*...y los indicadores de competitividad sugieren deficiencias institucionales, de capital humano y del mercado laboral.*

**Clasificación según el Índice de competitividad**



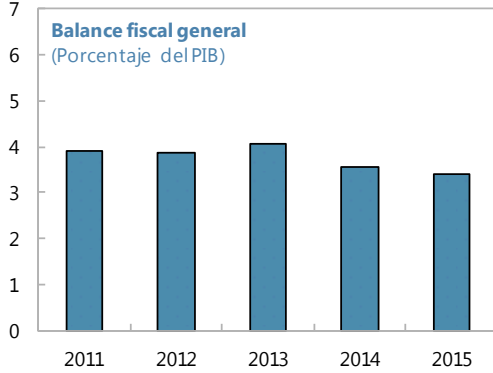
Fuentes: CEPAL y Banco Mundial, Indicadores del desarrollo mundial, Indicadores *Doing Business* e Indicadores de competitividad mundial.

1/ Promedio simple de Costa Rica, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana.

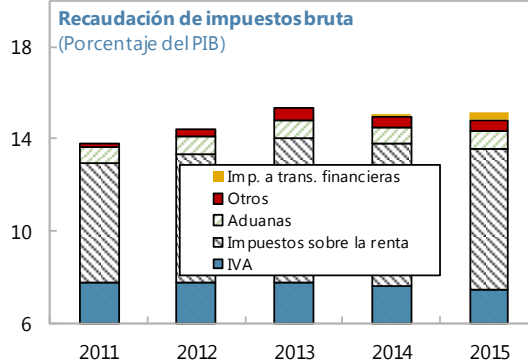
## Gráfico 2. El Salvador: Evolución fiscal

*El control del gasto ayudó a recortar ligeramente el déficit, pero el financiamiento sigue siendo una fuente de preocupación*

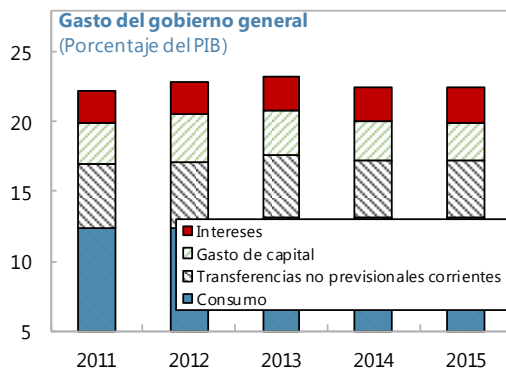
*El déficit fiscal se redujo ligeramente en 2014-15...*



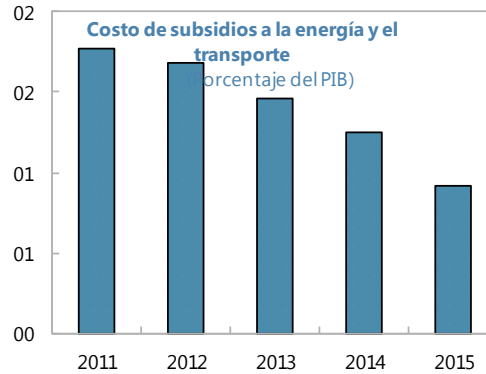
*...con ingresos que se mantuvieron estancados a pesar de los nuevos impuestos ...*



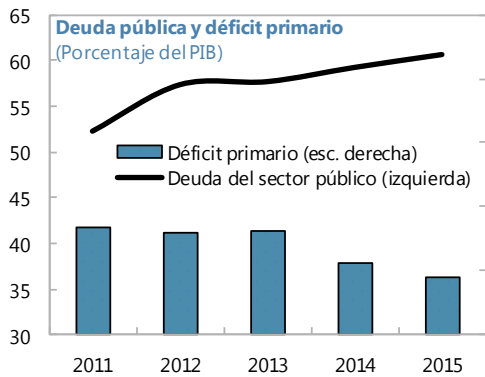
*...y con una restricción el gasto en inversión y transferencias corrientes...*



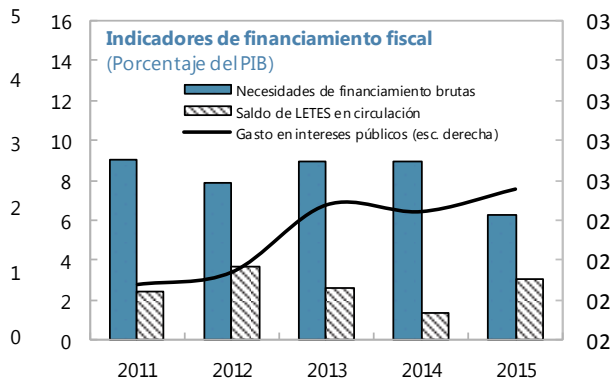
*...ya que el menor precio del petróleo ayudó a recortar subsidios*



*Pero la deuda pública siguió en aumento, a pesar del menor déficit primario...*



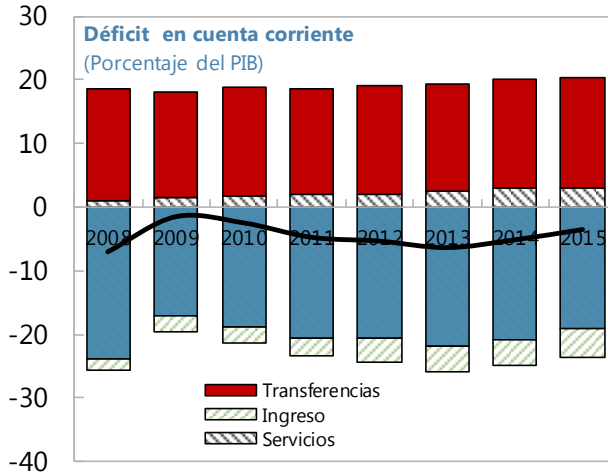
*...y el gasto en intereses está aumentando.*



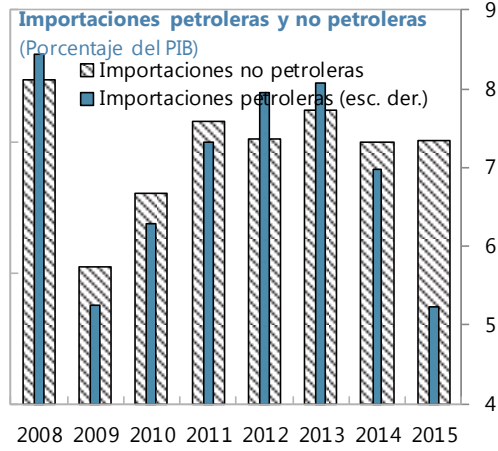
Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

### Gráfico 3. El Salvador: Evolución de la balanza de pagos

Tras aumentar drásticamente desde 2009, el déficit en cuenta corriente registró una reducción temporal...



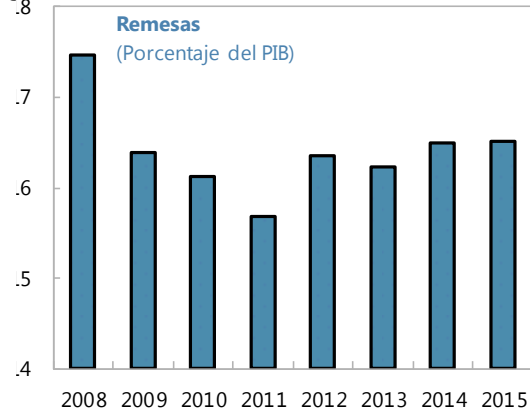
...por el menor gasto en importaciones de petróleo...



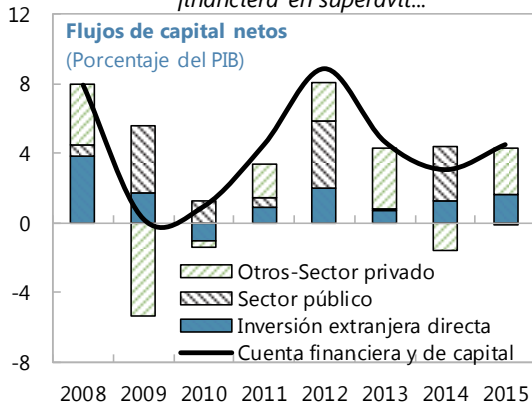
...mientras que los volúmenes de importaciones crecieron, y los de exportaciones se estancaron.



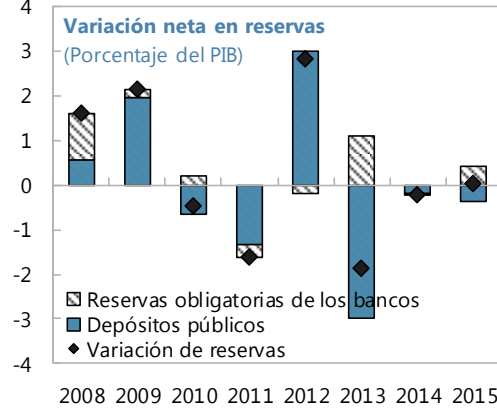
Las remesas repuntaron, pero siguen por debajo de los niveles previos a la crisis.



El endeudamiento oficial y los flujos del sector privado mantuvieron la cuenta financiera en superávit...



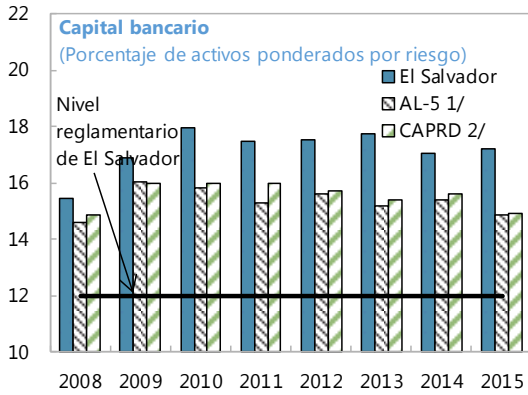
...mientras que no hubo acumulación de reservas.



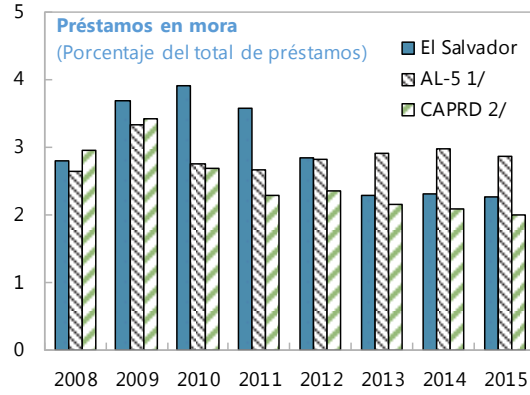
Fuentes: Banco Central de Reserva de El Salvador, Haver Analytics y cálculos del personal técnico del FMI.

### Gráfico 4. El Salvador: Evolución del sector financiero

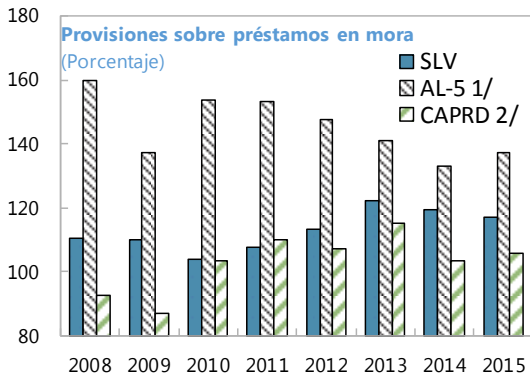
Las reservas de capital de los bancos son relativamente elevadas...



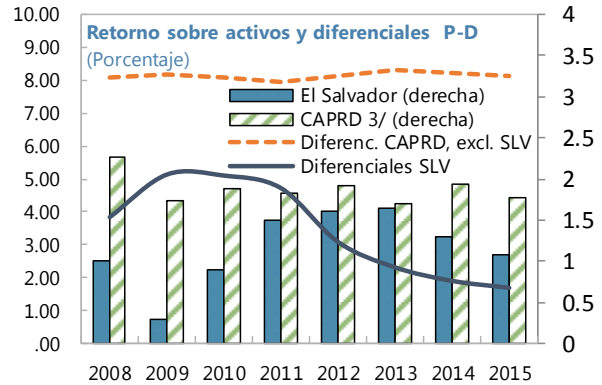
...y la calidad de los activos de los bancos mejoró...



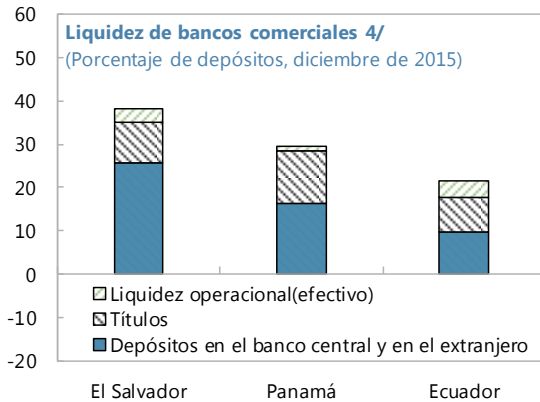
...lo que ayuda a generar provisiones adecuadas.



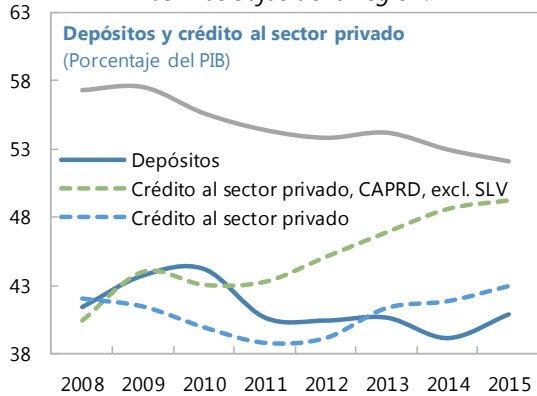
Los diferenciales se acotaron desde 2011 y las ganancias son bajas...



...y la liquidez es más alta que en otras economías dolarizadas...



...lo que limita la intermediación, que es de las más bajas de la región.



Fuentes: Autoridades nacionales, Indicadores de solidez financiera del FMI y cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

2/ Promedio simple de Costa Rica, Guatemala, Honduras, Panamá y la República Dominicana.

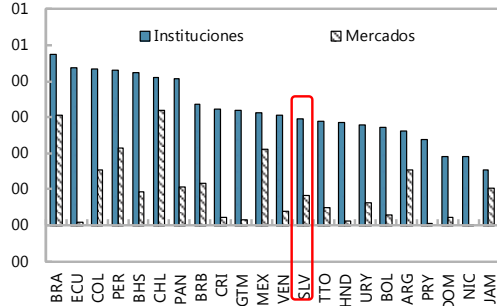
3/ CAPRD, en el año 2015, incluye Costa Rica, Honduras y Guatemala.

4/ Los últimos datos disponibles sobre Ecuador abarcan hasta julio de 2015.

## Gráfico 5. El Salvador: Inclusión del sector financiero

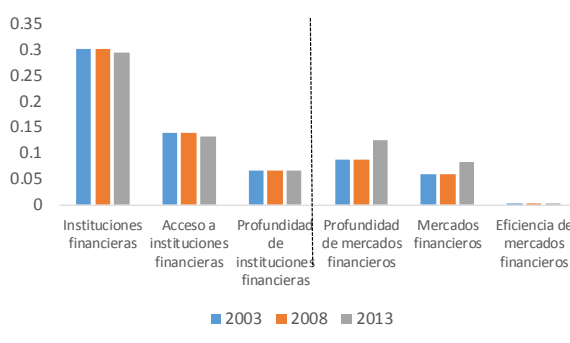
El Salvador está rezagado con respecto a otros países similares, en particular en materia de desarrollo financiero en el sector de los hogares.

Componentes del índice de desarrollo financiero, 2013



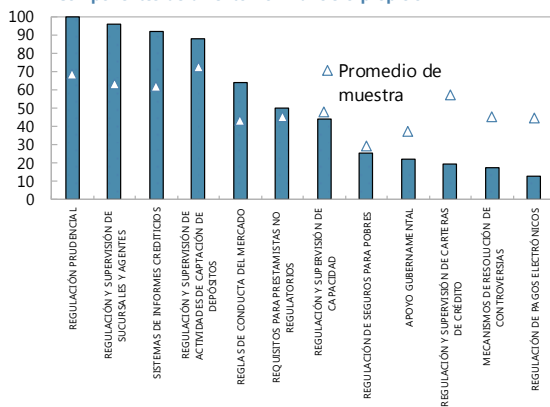
Al mismo tiempo, se ha avanzado poco desde 2003...

Índice de desarrollo financiero



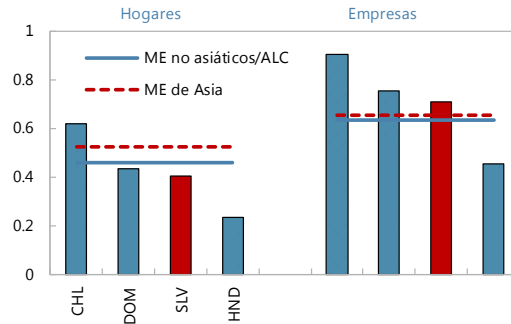
Las reformas que se concentran en las principales restricciones financieras...

Componentes de un entorno financiero propicio



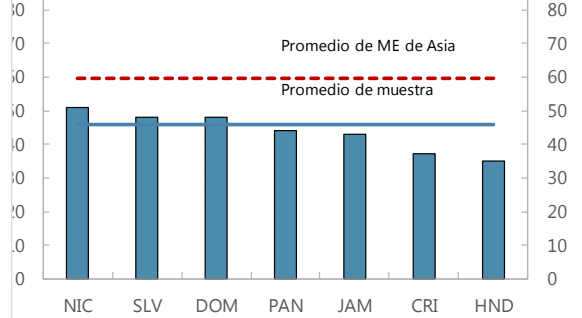
Los hogares tienen poco acceso, mientras que las empresas tienen acceso directo.

Índice de uso de servicios financieros

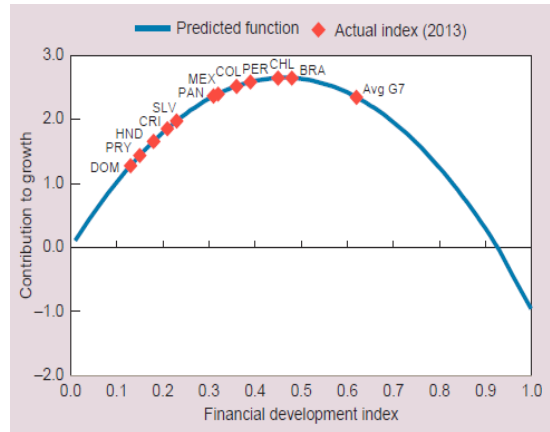


...aun así, hay potencial para mejorar.

Entorno propicio para la inclusión financiera (Índice, puntajes 0-100)



...deberían ofrecer beneficios marginales relativamente elevados en términos de crecimiento del PIB.



Fuentes: Global Findex del Banco Mundial; Encuesta de empresas del Banco Mundial; Economic Intelligence Unit Global Microscope, y cálculos del personal técnico del FMI.

## Cuadro 1. El Salvador: Indicadores económicos seleccionados

Clasificación en el índice de desarrollo del PNUD 2013 (de 187)	115	Población (millones)				6.3	
Ingreso per cápita (dólares de EE.UU.)	4,129	Expectativa de vida al nacer en años (2014)				72	
Porcentaje de población por debajo de la línea de la pobreza (2011)	30	Mortalidad infantil (por cada 1.000 nacimientos, 2014)				19	
Índice de Gini (2014)	38	Tasa de finalización de educación primaria (porcentaje, 2013)				100	
					Estimación	Proyección	
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Ingreso y precios</b>							
Crecimiento del PIB real (porcentaje)	2.2	1.9	1.8	1.4	2.5	2.3	2.4
Inflación de precios al consumidor (promedio, porcentaje)	5.1	1.7	0.8	1.1	-0.7	2.1	1.9
Deflactor del PIB (porcentaje)	5.7	1.0	0.4	1.4	0.7	1.8	1.7
Términos de intercambio, variación porcentual	-2.5	0.5	-1.6	3.3	12.4	-1.6	-1.6
Tipo de cambio efectivo real (+ = apreciación)	2.6	-1.5	-0.8	0.5	0.0	...	...
Diferencial de los bonos soberanos externos (puntos básicos)	374	448	378	400	497	...	...
<b>Dinero y crédito</b>							
Crédito al sector privado	39.8	40.2	42.5	44.1	44.9	45.1	45.3
Dinero en sentido amplio	43.6	43.2	43.3	42.2	43.4	43.4	43.4
Tasa de interés (depósitos a plazo, porcentaje)	1.8	2.5	3.4	3.8	4.2	...	...
<b>Sector externo</b>							
Balance de la cuenta corriente	-4.8	-5.4	-6.5	-5.2	-3.6	-3.7	-4.9
Balanza comercial	-20.6	-20.7	-21.7	-20.8	-19.1	-19.2	-20.2
Exportaciones (f.o.b. sin incluir <i>maquila</i> )	18.3	17.8	17.8	17.0	16.9	16.5	16.7
Importaciones (f.o.b. sin incluir <i>maquila</i> )	-39.0	-38.5	-39.5	-37.8	-36.1	-35.7	-36.9
Servicios e ingresos (netos)	-0.7	-1.6	-1.6	-1.3	-1.4	-1.5	-1.7
Transferencias (netas)	16.6	16.9	16.8	16.9	16.9	17.0	16.9
Inversión extranjera directa	0.9	2.0	0.7	1.2	1.7	1.5	1.8
Reservas internacionales brutas (millones de dólares de EE.UU.)	2,503	3,175	2,745	2,693	2,787	2,908	2929
<b>Sector público no financiero</b>							
Balance global	-3.9	-3.9	-4.1	-3.5	-3.4	-4.0	-4.0
Balance primario	-1.7	-1.6	-1.6	-1.1	-0.9	-1.2	-1.0
<i>Del cual:</i> ingresos tributarios	13.8	14.4	15.4	15.1	15.2	15.4	15.7
Deuda del sector público 1/	52.2	57.3	57.6	59.2	60.6	62.2	63.7
<b>Ahorro e inversión internos</b>							
Inversión interna bruta	14.4	14.1	15.0	13.6	14.0	14.2	14.7
Sector público	2.4	2.5	2.5	2.1	2.1	2.5	2.5
Sector privado	11.9	11.6	12.5	11.5	11.9	11.7	12.2
Ahorro nacional	9.6	8.7	8.5	8.4	10.4	10.4	9.8
Sector público	-2.0	-1.2	-1.2	-0.9	-0.9	-1.0	-1.1
Sector privado	11.5	9.9	9.7	9.3	11.3	11.5	10.9
<b>Activos externos netos del sistema financiero</b>							
Millones de dólares de EE.UU.	2,811	3,229	2,473	2,211	1,931	2,177	1,882
Porcentaje de depósitos	28.8	32.6	24.0	21.6	17.8	19.5	16.2
<b>Partidas informativas:</b>							
PIB nominal (miles de millones de dólares de EE.UU.)	23.1	23.8	24.4	25.1	25.9	26.9	28.0

Fuentes: Banco Central de Reserva de El Salvador, Ministerio de Hacienda y estimaciones del personal técnico del FMI.

1/ Incluye deuda bruta del sector público no financiero y deuda externa del banco central.

**Cuadro 2. El Salvador: Escenario base a mediano plazo**

	2012	2013	2014	2015	Proyecciones					
					2016	2017	2018	2019	2020	2021
					(Variación porcentual anual)					
Crecimiento del PIB real	1.9	1.8	1.4	2.5	2.3	2.4	2.3	2.1	2.0	2.0
Demanda interna	1.8	2.2	0.4	2.8	3.2	3.4	2.8	2.2	2.0	2.4
Inflación (final del período)	0.8	0.8	0.5	1.0	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
					(Contribuciones al crecimiento, puntos porcentuales)					
Consumo privado	2.2	0.7	1.7	1.6	2.2	2.5	2.2	1.7	1.8	2.1
Inversión privada	-0.2	1.5	-0.9	1.2	0.7	1.1	0.8	0.6	0.5	0.5
Gobierno	0.2	0.4	-0.3	0.5	0.9	0.4	0.4	0.3	0.2	0.4
Exportaciones netas	-0.3	-0.7	1.0	-0.9	-1.5	-1.6	-1.1	-0.5	-0.5	-1.0
					(Porcentaje del PIB)					
Balance del sector público no financiero	-3.9	-4.1	-3.5	-3.4	-4.0	-4.0	-4.5	-5.0	-5.3	-5.6
Balance primario	-1.6	-1.6	-1.1	-0.9	-1.2	-1.0	-1.1	-1.3	-1.4	-1.6
Deuda bruta del sector público 1/	57.3	57.6	59.2	60.6	62.2	63.7	65.5	67.9	70.5	73.2
Balance de la cuenta corriente externa	-5.4	-6.5	-5.2	-3.6	-3.7	-4.9	-5.3	-5.4	-5.5	-5.5
Exportaciones de bienes	17.8	17.8	17.0	16.9	16.5	16.7	16.8	16.9	17.1	17.1
Importaciones de bienes	-38.5	-39.5	-37.8	-36.1	-35.7	-36.9	-37.3	-37.5	-37.6	-37.8
Transferencias corrientes	16.9	16.8	16.9	16.9	17.0	16.9	16.8	16.8	16.8	16.8
Inversión interna bruta	14.1	15.0	13.6	14.0	14.2	14.7	15.0	15.1	15.0	15.1
Privada	11.6	12.5	11.5	11.9	11.7	12.2	12.5	12.6	12.7	12.8
Pública	2.5	2.5	2.1	2.1	2.5	2.5	2.5	2.5	2.3	2.3
Ahorro nacional bruto	8.7	8.5	8.4	10.4	10.4	9.8	9.6	9.7	9.6	9.6
Privado	9.9	9.7	9.3	11.3	11.5	10.9	11.3	11.8	12.0	12.3
Público	-1.2	-1.2	-0.9	-0.9	-1.0	-1.1	-1.6	-2.1	-2.4	-2.7
Ahorro externo	5.4	6.5	5.2	3.6	3.7	4.9	5.3	5.4	5.5	5.5

Fuentes: Banco Central de Reserva de El Salvador, Ministerio de Hacienda y estimaciones del personal técnico del FMI.

1/ Incluye deuda bruta del sector público no financiero v deuda externa del banco central.



**Cuadro 3. El Salvador: Balanza de pagos**

	2012	2013	2014	2015	Proyecciones					
					2016	2017	2018	2019	2020	2021
(Millones de dólares de EE.UU.)										
<b>Cuenta corriente</b>	<b>-1,288</b>	<b>-1,574</b>	<b>-1,306</b>	<b>-920</b>	<b>-1,006</b>	<b>-1,386</b>	<b>-1,567</b>	<b>-1,659</b>	<b>-1,737</b>	<b>-1,821</b>
Balanza comercial de mercancías	-4,927	-5,295	-5,208	-4,940	-5,163	-5,667	-6,016	-6,275	-6,530	-6,863
Exportaciones de bienes (f.o.b.)	4,235	4,334	4,256	4,381	4,443	4,692	4,924	5,172	5,419	5,668
Importaciones de bienes (f.o.b.)	-9,162	-9,629	-9,463	-9,321	-9,606	-10,358	-10,940	-11,447	-11,949	-12,531
Servicios	508	618	741	786	790	790	825	879	931	971
Exportaciones de servicios de transformación	424	440	375	464	468	482	483	485	485	484
Ingreso	-890	-997	-1,074	-1,137	-1,200	-1,254	-1,312	-1,399	-1,480	-1,489
Transferencias corrientes	4,021	4,100	4,234	4,372	4,567	4,745	4,936	5,135	5,343	5,559
Remesas de trabajadores (créditos)	3,894	3,954	4,133	4,270	4,484	4,672	4,868	5,073	5,286	5,508
<b>Cuenta financiera y de capital</b>	<b>2,116</b>	<b>1,138</b>	<b>766</b>	<b>1,163</b>	<b>1,127</b>	<b>1,406</b>	<b>1,571</b>	<b>1,774</b>	<b>1,854</b>	<b>1,950</b>
Cuenta de capital	201	101	64	66	144	172	176	136	136	136
Flujos financieros del sector público	912	13	788	-13	30	16	21	80	30	51
Desembolsos	1,202	269	1,059	332	338	363	377	1,227	386	402
Amortización	-290	-256	-271	-345	-308	-347	-356	-1,147	-355	-351
Flujos financieros del sector privado	1,352	190	1,100	448	341	441	463	493	514	514
Inversión extranjera directa	484	176	311	429	400	500	521	551	571	571
Inversión de cartera	868	14	789	19	-59	-59	-58	-58	-57	-57
Otros 1/	-349	835	-1,186	663	612	776	910	1,063	1,173	1,249
<b>Errores y omisiones</b>	<b>-177</b>	<b>109</b>	<b>508</b>	<b>-130</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Variación de las reservas (- = aumento)</b>	<b>-651</b>	<b>327</b>	<b>33</b>	<b>-113</b>	<b>-121</b>	<b>-21</b>	<b>-4</b>	<b>-115</b>	<b>-117</b>	<b>-128</b>
(Porcentaje del PIB)										
<b>Cuenta corriente</b>	<b>-5.4</b>	<b>-6.5</b>	<b>-5.2</b>	<b>-3.6</b>	<b>-3.7</b>	<b>-4.9</b>	<b>-5.3</b>	<b>-5.4</b>	<b>-5.5</b>	<b>-5.5</b>
Balanza comercial de mercancías	-20.7	-21.7	-20.8	-19.1	-19.2	-20.2	-20.5	-20.6	-20.6	-20.7
Exportaciones de bienes (f.o.b.)	17.8	17.8	17.0	16.9	16.5	16.7	16.8	16.9	17.1	17.1
Importaciones de bienes (f.o.b.)	-38.5	-39.5	-37.8	-36.1	-35.7	-36.9	-37.3	-37.5	-37.6	-37.8
Petróleo y productos del petróleo	-8.0	-8.1	-7.0	-5.2	-4.2	-4.9	-5.0	-5.0	-5.1	-5.1
Servicios	2.1	2.5	3.0	3.0	2.9	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9
Exportaciones de servicios de transformación	1.8	1.8	1.5	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5
Ingreso	-3.7	-4.1	-4.3	-4.4	-4.5	-4.5	-4.5	-4.6	-4.7	-4.5
Transferencias corrientes	16.9	16.8	16.9	16.9	17.0	16.9	16.8	16.8	16.8	16.8
Remesas de trabajadores (créditos)	16.4	16.2	16.5	16.5	16.7	16.7	16.6	16.6	16.6	16.6
<b>Cuenta financiera y de capital</b>	<b>8.9</b>	<b>4.7</b>	<b>3.1</b>	<b>4.5</b>	<b>4.2</b>	<b>5.0</b>	<b>5.4</b>	<b>5.8</b>	<b>5.8</b>	<b>5.9</b>
Cuenta de capital	0.8	0.4	0.3	0.3	0.5	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
Flujos financieros del sector público	3.8	0.1	3.1	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.1	0.2
Flujos financieros del sector privado	5.7	0.8	4.4	1.7	1.3	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
Inversión extranjera directa	2.0	0.7	1.2	1.7	1.5	1.8	1.8	1.8	1.8	1.7
Inversión de cartera	3.6	0.1	3.1	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Otros 1/	-1.5	3.4	-4.7	2.6	2.3	2.8	3.1	3.5	3.7	3.8
(Variación porcentual anual)										
<b>Comercio de mercancías (f.o.b.)</b>										
Exportaciones (nominales)	-0.2	2.3	-1.8	2.9	1.4	5.6	5.0	5.0	4.8	4.6
Volumen	-1.3	4.0	-3.3	1.0	7.0	5.5	4.8	4.6	4.6	4.6
Precio	1.1	-1.6	1.5	1.9	-5.3	0.1	0.2	0.4	0.2	0.0
Importaciones (nominales)	1.6	5.1	-1.7	-1.5	3.1	7.8	5.6	4.6	4.4	4.9
Volumen	1.0	5.0	0.0	8.6	7.1	6.0	4.7	3.7	3.6	4.3
Precio	0.6	0.1	-1.7	-9.3	-3.8	1.7	0.9	0.9	0.8	0.5
Términos de intercambio	0.5	-1.6	3.3	12.4	-1.6	-1.6	-0.7	-0.5	-0.6	-0.5
<b>Partidas informativas</b>										
Reservas internacionales brutas (USD millones) 2/	3,175	2,745	2,693	2,787	2,908	2,929	2,932	3,047	3,164	3,292
En meses de importaciones (excluyendo maquila) 3/	3.4	3.0	3.0	2.9	2.8	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
Como porcentaje del total de deuda externa a corto plazo	208	148	133	138	138	132	124	120	117	114
Deuda externa (en porcentaje del PIB)	56.1	57.9	60.9	56.6	56.8	57.3	58.0	59.4	60.9	62.3
De la cual: Deuda del sector público	32.1	31.9	34.6	33.1	34.1	34.8	35.8	37.2	38.7	40.1
De la cual: Deuda del sector privado	24.0	26.0	26.3	23.5	22.6	22.5	22.2	22.2	22.2	22.1
Servicio de la deuda externa del sector público (USD millones)	580	582	598	779	743	812	878	1,753	974	1,043
Porcentaje de exportaciones de bienes y servicios	9.5	9.1	9.2	11.6	10.3	10.5	10.8	20.6	10.9	11.2
Necesidades brutas de financiamiento externo (USD millones)	3,311	3,877	3,969	3,749	3,660	4,152	4,459	5,473	4,924	5,178
Porcentaje del PIB	13.9	15.9	15.8	14.5	13.6	14.8	15.2	17.9	15.5	15.6

Fuentes: Banco Central de Reserva de El Salvador y estimaciones del personal técnico del FMI.

1/ Se supone que incluye tanto los flujos del sector privado como los posibles flujos del sector público, incluido un 70% de la brecha de financiamiento fiscal.

2/ El oro en reservas internacionales se valora al precio determinado por el London Bullion Market.

3/ Se expresa en términos de las importaciones del año siguiente.

**Cuadro 4. El Salvador: Operaciones del sector público no financiero**

	2012	2013	2014	2015	Proyecciones.					
					2016	2017	2018	2019	2020	2021
	(Millones de dólares de EE.UU.)									
<b>Ingresos y donaciones</b>	<b>4,507</b>	<b>4,678</b>	<b>4,739</b>	<b>4,923</b>	<b>5,236</b>	<b>5,587</b>	<b>5,841</b>	<b>6,090</b>	<b>6,285</b>	<b>6,557</b>
Ingreso corriente	4,329	4,607	4,692	4,870	5,196	5,499	5,751	6,003	6,260	6,532
Ingreso tributario	3,434	3,745	3,772	3,918	4,155	4,410	4,613	4,817	5,026	5,245
Ingreso no tributario	734	756	797	836	942	982	1,026	1,069	1,113	1,161
Superávit operativo de las empresas públicas	162	106	124	115	98	107	112	117	122	127
Ingresos de capital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Donaciones oficiales	178	71	46	53	41	88	91	87	25	24
<b>Gasto</b>	<b>5,427</b>	<b>5,665</b>	<b>5,626</b>	<b>5,799</b>	<b>6,323</b>	<b>6,707</b>	<b>7,159</b>	<b>7,623</b>	<b>7,962</b>	<b>8,412</b>
Gasto corriente	4,609	4,889	4,926	5,098	5,477	5,810	6,227	6,656	7,017	7,427
Sueldos y salarios	2,005	2,115	2,228	2,326	2,500	2,648	2,809	2,971	3,139	3,324
Bienes y servicios	935	1,075	1,049	1,083	1,141	1,195	1,249	1,301	1,354	1,413
Intereses	540	594	609	644	763	842	988	1,148	1,230	1,334
Transferencias corrientes	1,128	1,105	1,040	1,045	1,074	1,125	1,181	1,237	1,294	1,356
Pagos no previsionales	709	663	573	560	508	529	553	576	600	626
Pagos previsionales	419	442	467	485	566	595	628	661	694	731
Gasto de capital	818	776	700	701	846	897	932	967	945	985
<b>Balance primario</b>	<b>-379</b>	<b>-393</b>	<b>-278</b>	<b>-233</b>	<b>-324</b>	<b>-278</b>	<b>-329</b>	<b>-386</b>	<b>-447</b>	<b>-521</b>
<b>Balance global</b>	<b>-919</b>	<b>-987</b>	<b>-887</b>	<b>-876</b>	<b>-1,087</b>	<b>-1,120</b>	<b>-1,317</b>	<b>-1,533</b>	<b>-1,677</b>	<b>-1,855</b>
<b>Financiamiento</b>	<b>919</b>	<b>987</b>	<b>887</b>	<b>876</b>	<b>1,087</b>	<b>1,120</b>	<b>1,317</b>	<b>1,533</b>	<b>1,677</b>	<b>1,855</b>
<b>Externo</b>	<b>912</b>	<b>13</b>	<b>788</b>	<b>-13</b>	<b>30</b>	<b>16</b>	<b>21</b>	<b>80</b>	<b>30</b>	<b>51</b>
Desembolsos	1,202	269	1,059	332	338	363	377	1,227	386	402
Amortización	-290	-256	-271	-345	-308	-347	-356	-1,147	-355	-351
<b>Interno</b>	<b>7</b>	<b>975</b>	<b>100</b>	<b>889</b>	<b>100</b>	<b>511</b>	<b>515</b>	<b>531</b>	<b>564</b>	<b>401</b>
Variación en depósitos del banco central (- = aumento)	-737	758	-5	24	0	0	0	0	0	0
Sistema bancario	162	-171	-557	732	-222	0	0	0	0	0
Sector privado 1/	582	388	662	133	322	511	515	531	564	401
<b>Financiamiento no identificado</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>957</b>	<b>593</b>	<b>781</b>	<b>922</b>	<b>1,083</b>	<b>1,404</b>
<b>Partidas informativas:</b>										
Ingreso corriente menos gasto corriente	-279	-282	-234	-228	-281	-311	-476	-653	-757	-894
Necesidades brutas de financiamiento	1,877	2,180	2,244	1,628	2,412	2,102	2,336	3,360	2,712	3,087
Deuda (bruta) del sector público 2/	13,641	14,031	14,827	15,663	16,750	17,869	19,187	20,720	22,397	24,252
	(Porcentaje del PIB)									
<b>Ingresos y donaciones</b>	<b>18.9</b>	<b>19.2</b>	<b>18.9</b>	<b>19.0</b>	<b>19.5</b>	<b>19.9</b>	<b>19.9</b>	<b>20.0</b>	<b>19.8</b>	<b>19.8</b>
Ingreso corriente	18.2	18.9	18.7	18.8	19.3	19.6	19.6	19.7	19.7	19.7
Ingreso tributario	14.4	15.4	15.1	15.2	15.4	15.7	15.7	15.8	15.8	15.8
Ingreso no tributario	3.1	3.1	3.2	3.2	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
Superávit operativo de las empresas públicas	0.7	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Donaciones oficiales	0.7	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.1	0.1
<b>Gasto</b>	<b>22.8</b>	<b>23.3</b>	<b>22.5</b>	<b>22.4</b>	<b>23.5</b>	<b>23.9</b>	<b>24.4</b>	<b>25.0</b>	<b>25.1</b>	<b>25.4</b>
Gasto corriente	19.4	20.1	19.7	19.7	20.4	20.7	21.3	21.8	22.1	22.4
Sueldo y salarios	8.4	8.7	8.9	9.0	9.3	9.4	9.6	9.7	9.9	10.0
Bienes y servicios	3.9	4.4	4.2	4.2	4.2	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
Intereses	2.3	2.4	2.4	2.5	2.8	3.0	3.4	3.8	3.9	4.0
Transferencias corrientes	4.7	4.5	4.2	4.0	4.0	4.0	4.0	4.1	4.1	4.1
Pagos no previsionales	3.0	2.7	2.3	2.2	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Pagos previsionales	1.8	1.8	1.9	1.9	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2
Gasto de capital	3.4	3.2	2.8	2.7	3.1	3.2	3.2	3.2	3.0	3.0
<b>Balance primario</b>	<b>-1.6</b>	<b>-1.6</b>	<b>-1.1</b>	<b>-0.9</b>	<b>-1.2</b>	<b>-1.0</b>	<b>-1.1</b>	<b>-1.3</b>	<b>-1.4</b>	<b>-1.6</b>
<b>Balance global</b>	<b>-3.9</b>	<b>-4.1</b>	<b>-3.5</b>	<b>-3.4</b>	<b>-4.0</b>	<b>-4.0</b>	<b>-4.5</b>	<b>-5.0</b>	<b>-5.3</b>	<b>-5.6</b>
<b>Partidas informativas:</b>										
Ingreso corriente menos gasto corriente	-1.2	-1.2	-0.9	-0.9	-1.0	-1.1	-1.6	-2.1	-2.4	-2.7
Necesidades brutas de financiamiento	7.9	9.0	9.0	6.3	9.0	7.5	8.0	11.0	8.5	9.3
Deuda (bruta) del sector público 2/	57.3	57.6	59.2	60.6	62.2	63.7	65.5	67.9	70.5	73.2
PIB nominal	23,814	24,351	25,054	25,850	26,908	28,034	29,293	30,521	31,774	33,148

Fuentes: Banco Central de Reserva de El Salvador, Ministerio de Hacienda y estimaciones del personal técnico del FMI.

1/ Incluye financiamiento para educación, salud, fondos fiduciarios de pensiones y otras corporaciones que no toman depósitos.

2/ Incluye deuda bruta del sector público no financiero y deuda externa del banco central.

**Cuadro 5. El Salvador: Resumen de las cuentas del sistema financiero**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Proyección 2016
(Saldos de fin de período; millones de dólares de EE.UU.)								
<b>I. Banco central</b>								
<b>Activos externos netos</b>	<b>2,594</b>	<b>2,550</b>	<b>2,177</b>	<b>2,831</b>	<b>2,290</b>	<b>2,275</b>	<b>2,393</b>	<b>2,514</b>
<i>De los cuales: Reservas internacionales netas 1/</i>	2,983	2,881	2,502	3,173	2,721	2,661	2,670	2,792
<b>Activos internos netos</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	<b>300</b>	<b>-450</b>	<b>278</b>	<b>309</b>	<b>285</b>	<b>309</b>
Sector público no financiero (neto)	219	490	688	-49	710	704	726	750
Créditos	836	833	833	832	832	831	830	830
Pasivos	617	343	145	881	122	127	103	79
Resto del sistema financiero (neto)	98	109	175	186	119	139	93	93
Sector privado no financiero (créditos)	15	1	0	0	0	0	0	0
Otras partidas (netas)	-298	-564	-563	-587	-551	-533	-534	-534
<b>Pasivos</b>	<b>2,629</b>	<b>2,586</b>	<b>2,476</b>	<b>2,381</b>	<b>2,566</b>	<b>2,582</b>	<b>2,675</b>	<b>2,823</b>
Base monetaria	2,282	2,354	2,275	2,229	2,481	2,474	2,569	2,716
Dinero en circulación	33	5	5	4	4	4	4	5
Pasivos frente a sociedades de depósito	2,250	2,349	2,271	2,224	2,476	2,470	2,565	2,712
Otros pasivos frente al público	347	232	201	152	85	109	107	107
<b>II. Sociedades de depósito</b>								
<b>Activos externos netos</b>	<b>376</b>	<b>697</b>	<b>295</b>	<b>-62</b>	<b>-417</b>	<b>-672</b>	<b>-963</b>	<b>-804</b>
<b>Activos internos netos</b>	<b>8,832</b>	<b>8,987</b>	<b>9,383</b>	<b>9,985</b>	<b>10,614</b>	<b>10,853</b>	<b>11,809</b>	<b>12,094</b>
Sector público no financiero (neto)	499	445	465	578	373	258	762	494
Créditos	680	627	681	762	672	546	1,015	1,015
Pasivos	181	182	215	184	299	287	254	521
Resto del sistema financiero (neto)	1,571	1,928	1,888	1,981	2,150	2,158	2,214	2,350
Crédito al sector privado	8,572	8,559	8,984	9,332	10,078	10,539	11,028	11,535
Otras partidas (netas)	-1,809	-1,946	-1,955	-1,907	-1,988	-2,102	-2,195	-2,285
<b>Pasivos frente al sector privado</b>	<b>9,209</b>	<b>9,683</b>	<b>9,678</b>	<b>9,923</b>	<b>10,196</b>	<b>10,181</b>	<b>10,846</b>	<b>11,290</b>
Depósitos	9,043	9,474	9,413	9,638	9,907	9,863	10,498	10,927
Títulos	166	209	264	285	289	318	348	362
<b>III. Otras sociedades financieras 2/</b>								
<b>Activos externos netos</b>	<b>58</b>	<b>132</b>	<b>339</b>	<b>460</b>	<b>600</b>	<b>608</b>	<b>501</b>	<b>467</b>
<b>Activos internos netos</b>	<b>5,260</b>	<b>5,789</b>	<b>6,108</b>	<b>6,687</b>	<b>7,121</b>	<b>7,794</b>	<b>8,500</b>	<b>9,140</b>
Sector público no financiero (neto)	3,607	4,281	4,960	5,660	6,036	6,448	7,019	7,598
Resto del sistema financiero (neto)	1,620	1,490	1,121	987	1,007	943	1,105	1,150
Crédito al sector privado	166	195	215	242	279	508	569	592
Otras partidas (netas)	-133	-177	-188	-201	-201	-198	-277	-289
<b>Pasivos frente al sector privado</b>	<b>5,318</b>	<b>5,921</b>	<b>6,447</b>	<b>7,147</b>	<b>7,721</b>	<b>8,402</b>	<b>9,001</b>	<b>9,607</b>
Contribuciones a fondos de pensiones	5,139	5,734	6,247	6,931	7,470	8,133	8,729	9,329
<b>IV. Sistema financiero</b>								
<b>Activos externos netos</b>	<b>3,028</b>	<b>3,378</b>	<b>2,811</b>	<b>3,229</b>	<b>2,473</b>	<b>2,211</b>	<b>1,931</b>	<b>2,177</b>
<b>Activos internos netos</b>	<b>11,878</b>	<b>12,463</b>	<b>13,519</b>	<b>13,997</b>	<b>15,533</b>	<b>16,484</b>	<b>18,027</b>	<b>18,831</b>
Créditos netos frente al sector público no financiero	4,325	5,216	6,113	6,189	7,118	7,410	8,507	8,843
Créditos del sector privado	8,753	8,755	9,199	9,574	10,357	11,047	11,597	12,127
Otros	-1,200	-1,508	-1,793	-1,766	-1,942	-1,973	-2,077	-2,138
<b>Pasivos frente al sector privado</b>	<b>14,906</b>	<b>15,841</b>	<b>16,331</b>	<b>17,226</b>	<b>18,006</b>	<b>18,695</b>	<b>19,957</b>	<b>21,008</b>
Dinero	2,183	2,542	2,669	2,681	2,759	2,788	3,108	3,237
Cuasidinero	7,584	7,565	7,415	7,614	7,777	7,775	8,120	8,442
Contribuciones a fondos de pensiones	5,139	5,734	6,247	6,931	7,470	8,133	8,729	9,329
<b>Partidas informativas:</b>	(Variaciones porcentuales respecto de pasivos frente al sector privado del año anterior)							
Activos internos netos	-0.8	3.9	6.7	2.9	8.9	9.0	14.6	7.2
Sector público no financiero	3.0	6.0	5.7	0.5	5.4	2.8	10.4	3.0
Crédito al sector privado	-3.3	0.0	2.8	2.3	4.5	6.6	5.2	4.7
Pasivos frente al sector privado	5.0	6.3	3.1	5.5	4.5	6.5	11.9	9.4
(Porcentaje del PIB)								
Crédito al sector privado	42.4	40.9	39.8	40.2	42.5	44.1	44.9	45.1
Pasivos frente al sector privado	72.1	74.0	70.6	72.3	73.9	74.6	77.2	78.1
Excluidas contribuciones a fondos de pensiones	47.3	47.2	43.6	43.2	43.3	42.2	43.4	43.4
(Variación porcentual anual, a menos que se indique lo contrario)								
Crédito al sector privado	-5.0	0.0	5.1	4.1	8.2	6.7	5.0	4.6
Depósitos del sector privado en sociedad de depósito	1.8	4.8	-0.6	2.4	2.8	-0.4	6.4	4.1
Depósitos líquidos de sociedad de depósito en el banco central (Como porcentaje del total de depósitos)	24.9	24.8	24.1	23.1	25.0	25.0	24.4	24.8
(Como porcentaje de RIN)	75.4	81.5	90.7	70.1	91.0	92.8	96.1	97.1

Fuentes: Banco Central de Reserva de El Salvador y estimaciones del personal técnico del FMI.

1/ A partir de 2010, el oro en reservas internacionales se valora al precio determinado por el London Bullion Market (lo que redundó en un aumento de la valoración de USD 170 millones).

2/ Incluye los fondos de pensiones privados, las compañías de seguros y el Banco de Desarrollo de El Salvador.

## Cuadro 6. El Salvador: Indicadores de vulnerabilidad seleccionados

(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

	2011	2012	2013	2014	2015	Proyecciones	
						2016	2017
<b>Indicadores fiscales</b>							
Balance global del sector público no financiero	-3.9	-3.9	-4.1	-3.5	-3.4	-4.0	-4.0
Balance primario del sector público no financiero	-1.7	-1.6	-1.6	-1.1	-0.9	-1.2	-1.0
Necesidad bruta de financiamiento del sector público	9.0	7.9	9.0	9.0	6.3	9.0	7.5
Deuda (bruta) del sector público 1/	52.2	57.3	57.6	59.2	60.6	62.2	63.7
Deuda externa del sector público	28.8	32.1	31.9	34.6	33.1	34.1	34.8
Pagos de intereses externos sobre ingreso fiscal total (porcentaje)	7.8	7.2	7.7	7.6	8.1	8.3	8.0
Pagos de amortización externos sobre ingreso fiscal total (porcentaje) 2/	22.4	6.4	5.5	5.7	7.0	5.9	6.2
<b>Indicadores financieros</b>							
Dinero en sentido amplio (variación porcentual, fin de período)	-0.2	2.1	2.3	0.3	6.3	4.0	4.1
Crédito al sector privado (variación porcentual, fin de período)	5.1	4.1	8.2	6.7	5.0	4.6	4.7
Coefficiente de capital sobre activos ponderados en función del riesgo	17.1	17.3	17.3	16.6	16.8	...	...
Coefficiente de préstamos vencidos hace más de 90 días sobre préstamos totales	3.6	2.9	2.3	2.4	2.3	...	...
Coefficiente de provisiones sobre préstamos totales	3.8	3.3	2.9	2.8	2.7	...	...
Coefficiente de provisiones sobre préstamos vencidos hace más de 90 días	107.8	113.3	121.6	119.0	115.9	...	...
Retorno del capital promedio	12.2	12.4	12.4	10.0	7.9	...	...
Retorno de los activos totales promedio	1.5	1.6	1.6	1.3	1.0	...	...
Préstamos con porcentaje de depósitos	88.9	93.7	97.2	103.2	102.1	...	...
Coefficiente de activos líquidos sobre total de depósitos	37.0	31.9	30.7	28.1	32.3	...	...
<b>Indicadores externos</b>							
Exportaciones de bienes y servicios (variación porcentual, base de 12 meses)	18.3	3.7	5.4	0.9	3.5	7.7	6.9
Importaciones de bienes y servicios (variación porcentual, base de 12 meses)	18.7	3.1	5.6	-1.4	-0.8	6.8	8.6
Balance de la cuenta corriente	-4.8	-5.4	-6.5	-5.2	-3.6	-3.7	-4.9
Balance de la cuenta de capital y financiera	4.5	8.9	4.7	3.1	4.5	4.2	5.0
Reservas internacionales brutas (millones de dólares de EE.UU.) 3/	2,503	3,175	2,745	2,693	2,787	2,908	2,929
Meses de importaciones de bienes y servicios, maquila excluida	3.1	3.7	3.2	3.2	3.1	2.9	2.8
Porcentaje de deuda a corto plazo	204	208	148	133	138	138	132
Porcentaje de necesidades brutas de financiamiento externo	74	96	71	68	74	79	71
Porcentaje de dinero en sentido amplio	24.8	30.8	26.1	25.5	24.8	24.9	24.1
Servicio de deuda externa público 2/	5.3	2.4	2.4	2.4	3.0	2.8	2.9
Deuda externa sobre exportaciones de bienes y servicios (porcentaje)	204	206	219	236	218	211	208
Pagos de interés externo sobre exportaciones de bienes y servicios (porcentaje)	11.1	15.3	16.2	17.3	17.7	17.1	16.7
Amortización externa sobre exportaciones de bienes y servicios (porcentaje) 2/	38.9	33.2	35.9	41.1	42.2	36.7	35.8
Tipo de cambio efectivo real, depreciación negativa (variación porcentual, fin de período)	2.6	-1.5	-0.8	0.5	0.0	0.0	0.0

Fuentes: Banco Central de Reserva de El Salvador, Ministerio de Hacienda, Superintendencia del Sistema Financiero y estimaciones del personal técnico.

1/ Incluye deuda bruta del sector público no financiero y deuda externa del banco central.

2/ En 2011, incluye renegociación de un bono externo en vencimiento.

**Cuadro 7. El Salvador: Recientes medidas clave adoptadas por las autoridades para promover el crecimiento**

<b>Medidas clave para promover el crecimiento</b>	<b>Estado</b>	<b>Evaluación/efectos</b>
Asociaciones público-privadas (2013)	Se ha adoptado la ley pero aún no se ha creado ninguna APP	Algunas cuestiones de interpretación jurídica y selección de proyectos causaron demoras
Implementación de grandes proyectos (de 2014- )	Se están logrando avances, particularmente en dos grandes proyectos (Fomilenio-2 y la planta de gas)	Los procesos de implementación han mejorado en relación con el pasado, pero los proyectos aún están en una etapa inicial
Incentivos del banco central para facilitar crédito (2015)	El banco central introdujo incentivos que reducen los requerimientos de liquidez sobre los préstamos para ciertos "sectores productivos"	El diseño interfiere con las políticas prudenciales, y el crecimiento del crédito se ha mantenido relativamente bajo
Medidas del Ministerio de economía (2015)	Nueve leyes sobre aspectos que facilitan el comercio complementadas con otras medidas que respaldan a los distintos sectores	Las medidas de simplificación transversal vienen acompañadas en algunos casos por exenciones ad-hoc e incentivos
Prevención de la delincuencia (2015-16)	Se han anunciado muchas medidas, y el financiamiento clave se obtendrá a partir de dos nuevas contribuciones	Los ingresos obtenidos a partir de estos nuevos impuestos han resultado insuficientes y se han producido demoras en la aprobación del financiamiento para las medidas de seguridad
Inversión pública (2016, programada)	Las autoridades se han comprometido a alcanzar una tasa de ejecución promedio del 70%	Hasta el momento, la tasa de ejecución se sitúa en torno al 60%-65% debido a limitaciones presupuestarias y la falta de consenso político para avanzar con respecto a la aprobación de préstamos para proyectos.

## Anexo I. Implementación del asesoramiento del FMI

La [Consulta del Artículo IV de 2014](#) se centró en generar consenso social y político para ampliar los objetivos sociales y de crecimiento, aplicando al mismo tiempo un necesario ajuste fiscal y reformas para mejorar el clima de inversión. Los directores recomendaron:

- **Generar un amplio consenso político y social para dar respuesta a las desigualdades y al bajo crecimiento económico.** *Si bien existe un consenso generalizado acerca de los objetivos de reducir la desigualdad e incrementar el crecimiento potencial, falta un acuerdo político en cuanto a la manera de alcanzarlos. La intransigencia política obstaculiza las reformas a corto y mediano plazo que contribuirían a la estabilidad y al crecimiento.*
- **Implementar la consolidación fiscal protegiendo al mismo tiempo el gasto social** para reducir los déficits en 3,5 puntos porcentuales del PIB en 2015–17 a fin de revertir la tendencia al alza de la razón deuda/PIB. *Los esfuerzos de consolidación no han sido suficientes, puesto que la caída acumulada de los déficits de 2014–15 fue de alrededor del 0,7% del PIB, a causa de las menores transferencias corrientes y los gastos de capital.*
- **Promover un mejor clima de inversión para generar un crecimiento más dinámico e impulsado por el sector privado.** *Si bien se ha avanzado en diversificar la combinación de energías y en incrementar la seguridad (en los últimos meses), el parálisis político impide hacer progresos significativos para ampliar la inversión y crear un espacio fiscal sostenible para alcanzar los objetivos sociales y de seguridad, y reducir sensiblemente la burocracia gubernamental.*
- **Mejorar el marco institucional financiero para el sector bancario,** lo que incluye el marco jurídico y una red de protección apropiada para los bancos. *Se está implementando la supervisión basada en el riesgo y se han ideado algunas soluciones jurídicas a corto plazo mientras se prepara una nueva ley para regular el sector bancario. Un decreto que creará un fondo de liquidez bancaria está casi finalizado, pero no se ha avanzado en financiar la capacidad del mecanismo de prestamista de última instancia.*

## Anexo II. El Salvador: Análisis de sostenibilidad de la deuda (Examen más riguroso)

*Se estima que la deuda pública estaba cerca del 61% del PIB al finalizar 2015 y que aumentará al 73% en 2021 con las políticas actuales<sup>1</sup>. Los factores principales que conducen a ese aumento son los déficits fiscales relativamente elevados, el bajo crecimiento y las tasas de interés que están aumentando. Si bien el requerimiento bruto de financiamiento no es alto en comparación con otros mercados emergentes, sí lo es para una economía totalmente dolarizada. La susceptibilidad a shocks de crecimiento constituye un riesgo adicional. Los problemas del diseño del sistema de pensiones y la incertidumbre acerca de la reforma propuesta generan riesgos considerables a largo plazo, que se agudizan con el envejecimiento demográfico proyectado para las próximas décadas. Las vulnerabilidades son moderadas por los vencimientos relativamente a largo plazo de la deuda actual, una base estable de inversionistas y el hecho de que parte de la deuda pública (14% del PIB) se emitió para ayudar a prefinanciar obligaciones de pensiones a futuro.*

### A. Supuestos clave

**Definición de la deuda.** La deuda pública de El Salvador se define como la suma de la deuda bruta del sector público no financiero (incluida la deuda explícita previsional (bonos CIP serie A) y la deuda externa del Banco Central (actualmente alrededor del ½% del PIB). Esta definición capta mejor los pasivos cuasifiscales (relacionados con empresas públicas y con el sector público financiero) a causa del importante papel del respaldo fiscal ante las limitaciones de financiamiento en una economía dolarizada. La definición de la deuda del sector público no financiera, tal como la contabiliza el Ministerio de Hacienda, excluye los pasivos de las municipalidades y de algunas empresas públicas.

**Crecimiento.** El escenario base refleja el crecimiento potencial estimado de alrededor del 2%. La susceptibilidad a shocks (entre ellos, los desastres naturales y los shocks económicos externos) constituye un riesgo a la baja.

**Política fiscal y financiamiento.** Para el escenario base no se suponen ajustes fiscales ni reformas del sistema de pensiones, y se proyecta que el déficit primario aumentará gradualmente, reflejando una generosa indexación de las remuneraciones públicas en determinados sectores clave. El déficit general subiría a más del 5% del PIB a mediano plazo, debido a los intereses más elevados, provocados por el aumento de la deuda y los costos del servicio (que dependen de la tasa LIBOR de Estados Unidos). El escenario base supone que las brechas de financiamiento no identificadas se cubren con préstamos a largo plazo de acreedores públicos y privados. De lo contrario, el perfil de la deuda podría volverse más riesgoso desde la perspectiva del financiamiento, debido al aumento de la proporción de deuda a corto plazo. La reforma propuesta para el sistema de pensiones tendría consecuencias importantes para la dinámica de la deuda y el déficit a corto plazo, pero un efecto relativamente leve en la sostenibilidad de la deuda a largo plazo.

---

<sup>1</sup>El personal técnico estima un umbral de la deuda pública para El Salvador de entre el 40% y el 50% (véase el Informe del FMI sobre el país 15/13).

## B. Resultados y evaluación

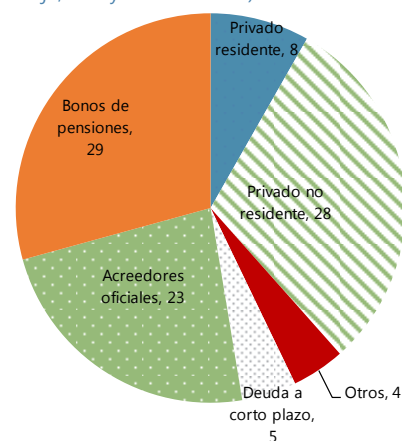
**Resultados del escenario base.** La participación de la deuda pública llegaría al 73% del PIB en 2021, y mantendría una trayectoria al alza en lo sucesivo. Las necesidades brutas de financiamiento promediarían 8%–9% del PIB, y aumentarían al 11% en 2019 por el repago de un eurobono.

**Factores de propulsión.** La dinámica alcista de la deuda está impulsada por las tasas de interés reales y los déficits primarios (que aportan anualmente alrededor del 2¼% y el 1¼%, respectivamente del PIB). El crecimiento real del PIB reduciría la razón algo menos de un 1½% del PIB en términos anuales.

**Evaluación.** La mayoría de las características del perfil estándar de la deuda son preocupantes (véase el mapa “término”). Más aún, el mapa puede subestimar los riesgos: i) el umbral del financiamiento bruto (15% del PIB) no toma en cuenta las limitaciones de financiamiento del régimen de la dolarización total; y ii) la proporción de deuda medida “en moneda extranjera” (cercana a cero) refleja la adopción legal del dólar estadounidense, no los beneficios implícitos en la emisión de una moneda propia.

**Factores de mitigación.** A diferencia de muchos países, El Salvador ha prefinanciado una parte de sus pasivos de pensiones a futuro (aunque la evaluación general del sistema de pensiones no es tan alentadora (véase más adelante)). La deuda actual tiene un vencimiento promedio a relativamente a largo plazo (12 años) y una base de inversionistas estable (más de la mitad de la deuda está en manos de fondos de pensión internos y acreedores oficiales). En este último aspecto, el mapa térmico puede sobreestimar los riesgos por “tenencias de no residentes”. Las remesas superan el 16% del PIB. Las autoridades consideran que el ingreso nacional disponible bruto (INDB) sería un mejor denominador que el PIB y han proporcionado cálculos alternativos.

**El Salvador: Composición de la deuda pública por acreedor, fines de 2015**  
(Porcentaje, incluye bonos CIP-B)



Fuente: Ministerio de Hacienda de El Salvador.

**Pruebas de resistencia.** Los shocks del PIB real, las tasas de interés y los pasivos contingentes tienen un impacto relativamente considerable. Por lo tanto, un escenario de “shock macro-fiscal combinado” sería particularmente difícil. La vulnerabilidad a un aumento de las tasas mundiales de interés se ha reducido recientemente con la desvinculación de la tasa de interés futura de los certificados de la inversión previsional de la tasa LIBOR en febrero de 2016, aunque eso incrementó los pagos de intereses en el escenario base. Si se recurre en mayor medida al crédito a corto plazo (asumiendo que se salda la mitad de la brecha de financiamiento proyectada con crédito a corto plazo), las necesidades brutas de financiamiento público aumentarían al 15% del PIB en 2021.



**Riesgos y temas idiosincrásicos:** i) una revisión a la baja del PIB nominal, posiblemente sustancial; ii) pasivos actuariales previsionales, estimados en alrededor del 100% del PIB en términos de valor presente neto (también es necesario reconocer como deuda pública certificados de la inversión previsional (serie B) ya emitidos equivalentes al 6% del PIB); iii) una potencial asunción de alguna deuda empresarial; iv) deuda municipal no contabilizada oficialmente como deuda pública (alrededor del 2% del PIB), y v) pasivos contingentes por proyectos futuros de las APP (la ley de APP es relativamente nueva, adoptada en 2013).

El **sistema de pensiones** de El Salvador sería otro aspecto clave que influiría en la dinámica de la deuda a largo plazo. Bajo las reglas actuales, el sistema incrementaría el gasto a lo largo de los próximos 15 años alrededor de  $\frac{1}{2}$ % del PIB en comparación con el supuesto de un balance primario constante, dado que se proyecta un aumento del déficit actuarial para los próximos años. Después de 2030, se prevé que se reduzca la carga de gasto fiscal en pensiones, pero ese supuesto dependerá de que el sistema de pensiones mantenga su forma actual, de modo que la reforma propuesta modificaría esta conclusión. Se prevé también que el envejecimiento demográfico a largo plazo<sup>2</sup> ponga una carga adicional para el gasto en pensiones y en salud, entre otras cosas por la necesidad de ampliar considerablemente la escasa cobertura de ambos sistemas.

---

<sup>2</sup> El Salvador, por el momento, tiene una buena situación demográfica, pero se proyecta que la participación de la población mayor de 64 años aumente del 7% (valor actual) al 16% (en 2050) y luego al 29% (en 2100). La emigración de la población joven puede exacerbar esas tendencias.

## El Salvador: Análisis de sostenibilidad de la deuda del sector público. Escenario base

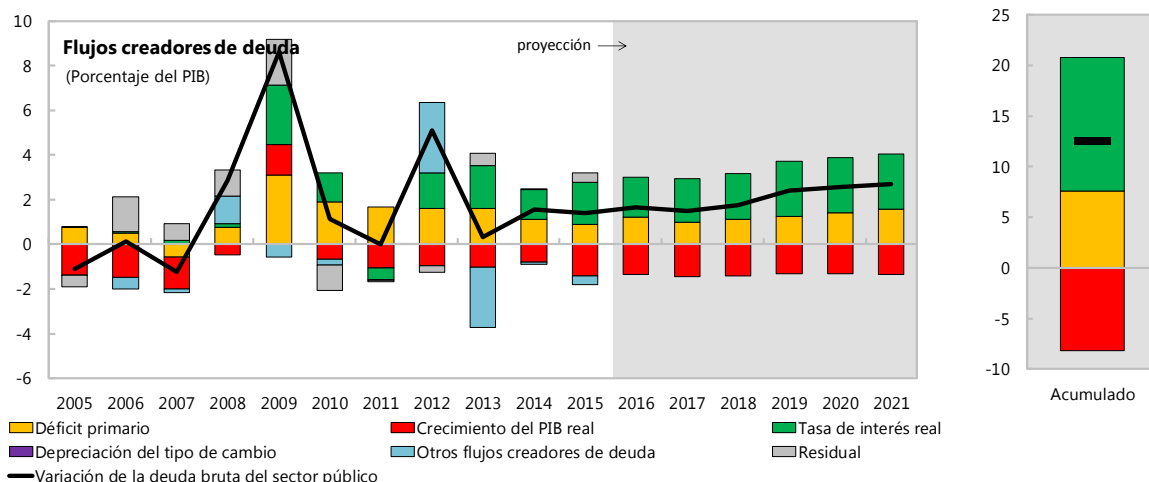
(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

### Indicadores de deuda, económicos y de mercado <sup>1/</sup>

	Efectivo			Proyecciones						Al 11 de mayo de 2016		
	2005-2013 <sup>2/</sup>	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Diferenciales soberanos		
Deuda pública bruta nominal	48.2	59.2	60.6	62.2	63.7	65.5	67.9	70.5	73.2	EMBIG (pb) 3/ 654		
Necesidades brutas de financiamiento público	7.9	9.0	6.3	9.0	7.6	8.0	11.0	8.5	9.3	CDS 5 años (pb) n.a.		
Crecimiento del PIB real (porcentaje)	1.9	1.4	2.5	2.3	2.4	2.3	2.1	2.0	2.0	Calificación	Extr.	Locales
Inflación (deflactor del PIB, porcentaje)	3.0	1.4	0.7	1.8	1.7	2.1	2.1	2.1	2.3	Moody's	Ba3	Ba3
Crecimiento del PIB nominal (porcentaje)	5.0	2.9	3.2	4.1	4.2	4.5	4.2	4.1	4.3	S&Ps	BB-	BB-
Tasa de interés efectiva (porcentaje) <sup>4/</sup>	5.5	4.3	4.3	4.9	5.0	5.5	6.0	5.9	6.0	Fitch	BB-	BB-

### Contribuciones a variaciones de la deuda pública

	Efectivo			Proyecciones						acumulado	Balance primario estabilizador de deuda <sup>9/</sup>
	2005-2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
Variación de deuda bruta del sector público	1.8	1.6	1.4	1.7	1.5	1.8	2.4	2.6	2.7	12.6	1.1
Flujos creadores de deuda identificados	1.3	1.6	1.0	1.7	1.5	1.8	2.4	2.6	2.7	12.6	
Déficit primario	1.3	1.1	0.9	1.2	1.0	1.1	1.3	1.4	1.6	7.6	
Ingreso y donaciones prim. (excl. intereses)	17.7	18.9	19.0	19.5	19.9	19.9	20.0	19.8	19.8	118.8	
Gasto primario (excl. intereses)	18.9	20.0	19.9	20.7	20.9	21.1	21.2	21.2	21.4	126.4	
Dinámica de deuda automática <sup>5/</sup>	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	1.1	1.2	1.1	5.0	
Diferencial tasas de interés/crecimiento <sup>6/</sup>	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	1.1	1.2	1.1	5.0	
Del cual: tasa de interés real	0.8	1.3	1.9	1.8	1.9	2.0	2.5	2.5	2.5	13.2	
Del cual: crecimiento del PIB real	-0.8	-0.8	-1.4	-1.3	-1.4	-1.4	-1.3	-1.3	-1.4	-8.2	
Depreciación del tipo de cambio <sup>7/</sup>	0.0	0.0	0.0	...	...	...	...	...	...	...	
Otros flujos creadores de deuda identificados	0.0	-0.1	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Privatización/Retiro de depósitos (+)	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Pasivos contingentes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Aumento de la deuda externa del BCR	0.0	-0.1	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Residuo, incluid. variac. de activos <sup>8/</sup>	0.5	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	



Fuente: Estimaciones y proyecciones del personal técnico del Fondo.

1/ El sector público se define como el sector público no financiero, incluida la deuda externa del banco central.

2/ Basado en datos disponibles.

3/ Diferencial de bonos a largo plazo sobre bonos de Estados Unidos.

4/ Definido como los pagos de intereses divididos por el nivel de deuda (sin incluir garantías) al final de año anterior.

5/ Derivado como  $[(r - \pi(1+g) - g + ae(1+r)] / (1+g+\pi+g\pi)$  multiplicado por el coeficiente de deuda del período anterior, con  $r$  = tasa de interés;  $\pi$  = tasa de crecimiento del deflactor del PIB;  $a$  = proporción de deuda denominada en moneda extranjera; y  $e$  = depreciación del tipo de cambio nominal (medido por aumento del valor en moneda local del dólar de EE.UU.).

6/ La contribución de la tasa de interés real se deriva a partir del numerador en la nota al pie 5 como  $r - \pi(1+g)$  y la contribución del crecimiento real como  $-g$ .

7/ La contribución del tipo de cambio se deriva a partir del numerador en la nota al pie 5 como  $ae(1+r)$ .

8/ Incluye las variaciones de los activos y los ingresos por intereses (de existir). En el caso de las proyecciones, se incluyen las variaciones del tipo de cambio durante el período de proyección.

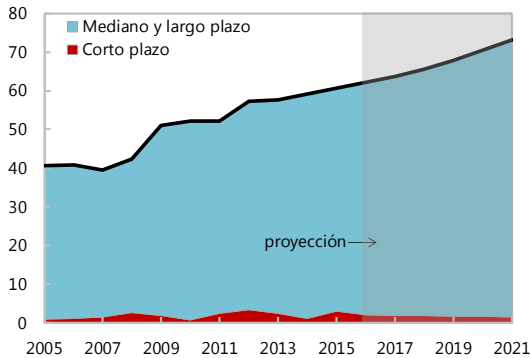
9/ Se supone que las variables clave (crecimiento del PIB real, tasa de interés real y otros flujos creadores de deuda identificados) se mantienen en el nivel del último año de proyección.

## El Salvador: Análisis de sostenibilidad de la deuda del sector público. Composición de la deuda pública y escenarios alternativos

### Composición de la deuda pública

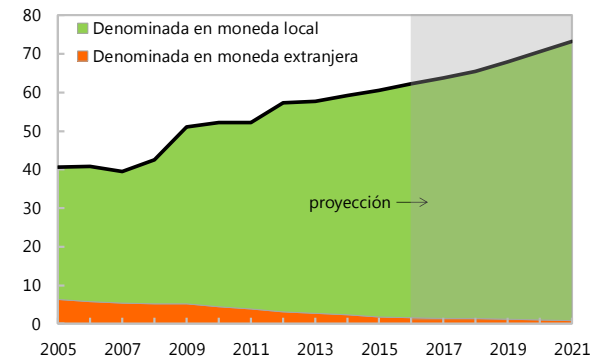
#### Por vencimiento

(Porcentaje del PIB)



#### Por moneda

(Porcentaje del PIB)



### Escenarios alternativos

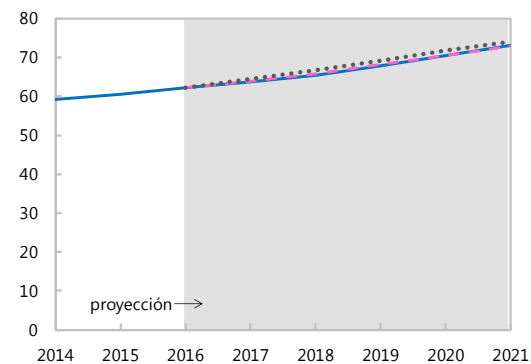
— Escenario base

..... Escenario histórico

— Balance primario constante

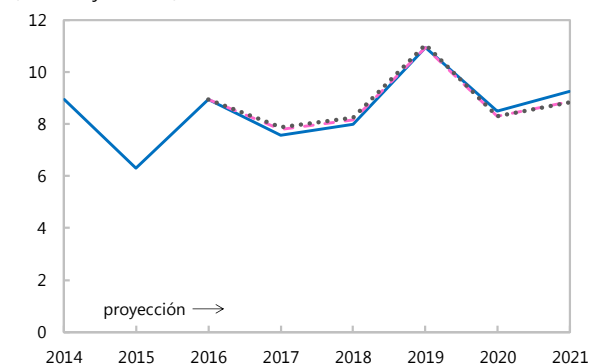
#### Deuda pública nominal bruta

(Porcentaje del PIB)



#### Necesidades brutas de financiamiento público

(Porcentaje del PIB)



### Supuestos subyacentes

(Porcentaje)

Escenario base	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Crecimiento del PIB real	2.3	2.4	2.3	2.1	2.0	2.0
Inflación	1.8	1.7	2.1	2.1	2.1	2.3
Balance primario	-1.2	-1.0	-1.1	-1.3	-1.4	-1.6
Tasa de interés efectiva	4.9	5.0	5.5	6.0	5.9	6.0
<b>Escenario de balance primario constante</b>						
Crecimiento del PIB real	2.3	2.4	2.3	2.1	2.0	2.0
Inflación	1.8	1.7	2.1	2.1	2.1	2.3
Balance primario	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2
Tasa de interés efectiva	4.9	5.0	5.5	6.0	5.9	6.0

Escenario histórico	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Crecimiento del PIB real	2.3	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
Inflación	1.8	1.7	2.1	2.1	2.1	2.3
Balance primario	-1.2	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3
Tasa de interés efectiva	4.9	5.0	5.4	5.8	5.6	5.7

Fuente: Estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

## Análisis de sostenibilidad de la deuda pública de El Salvador: Realismo de los supuestos de base

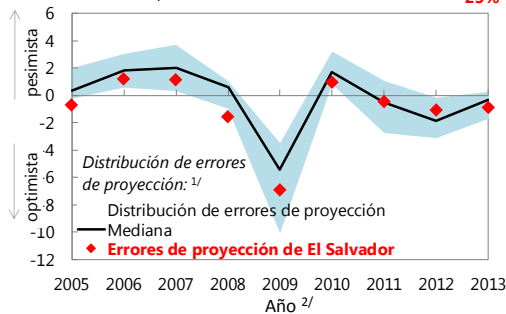
### Historial de proyecciones, comparado con países que aplican un programa

#### Crecimiento del PIB real

(Porcentaje, efectivo-proyección)

Error de proyección mediana de El Salvador, 2005-2013: **-0,75**

Clasificación en percentiles: **25%**

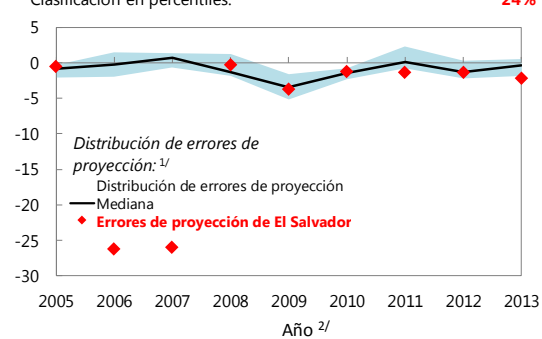


#### Balance primario

(Porcentaje del PIB, efectivo-proyección)

Error de proyección mediana de El Salvador, 2005-2013: **-1,38**

Clasificación en percentiles: **24%**

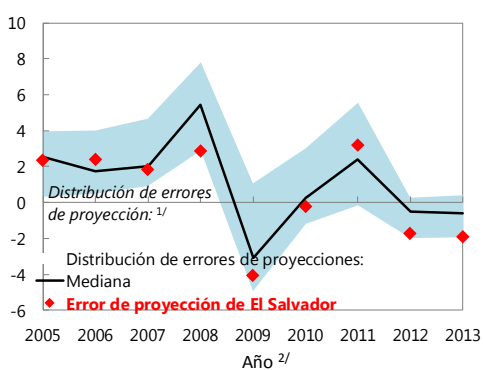


#### Inflación (Deflactor)

(Porcentaje, efectivo-proyección)

Error de proyección mediana de El Salvador, 2005-2013: **-1,86**

Clasificación en percentiles: **63%**

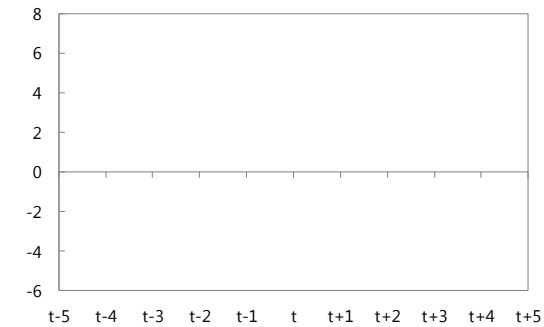


#### Análisis de auge-caída 3/

##### Crecimiento del PIB real

(Porcentaje)

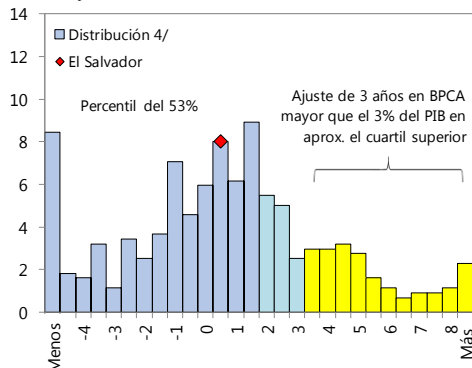
— El Salvador



### Evaluación del realismo del ajuste fiscal proyectado

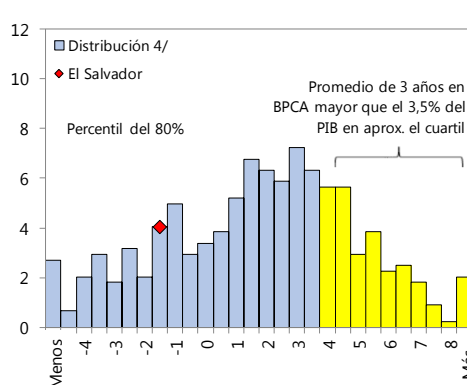
#### Ajuste de 3 años en balance primario cíclicamente ajustado

(Porcentaje del PIB)



#### Nivel promedio a 3 años de balance primario cíclicamente ajustado

(Porcentaje del PIB)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

1/ La distribución del gráfico incluye a los países que aplican un programa; la clasificación en percentiles se refiere a todos los países.

2/ Proyecciones realizadas en la edición de abril de *Perspectivas de la economía mundial* del año anterior.

3/ No pertinente para El Salvador.

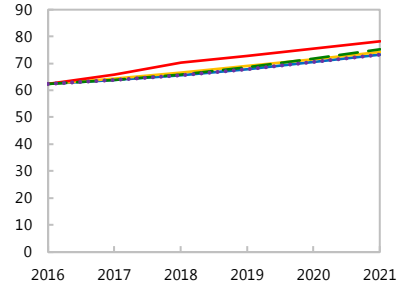
4/ Los datos cubren observaciones anuales que van de 1990 a 2011 sobre economías avanzadas y emergentes con deudas que superan el 60% del PIB. Porcentaje de  $\square$  muestra en eje vertical.

# Análisis de sostenibilidad de la deuda pública de El Salvador: Pruebas de tensión

## Pruebas de tensión macrofiscales

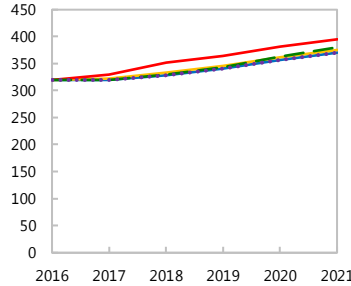
— Base  
— Shock de crec. de PIB real

**Deuda pública nominal bruta**  
(Porcentaje del PIB)



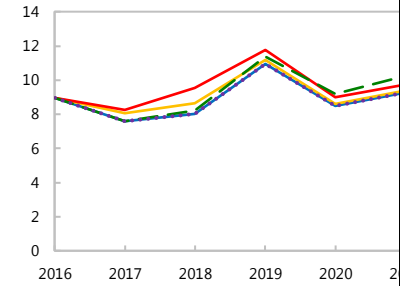
— Shock de balance primario  
— Shock de tipo de cambio real

**Deuda pública nominal bruta**  
(Porcentaje de ingresos)



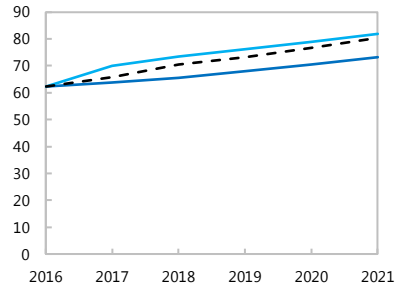
— Shock de tasa de interés real

**Necesidades brutas de financiamiento público**  
(Porcentaje del PIB)



— Base

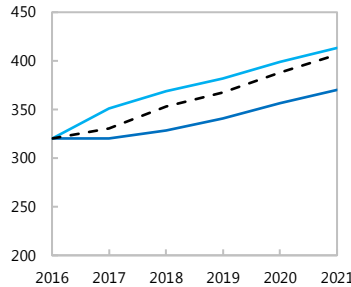
**Deuda pública nominal bruta**  
(Porcentaje del PIB)



## Pruebas de tensión adicionales

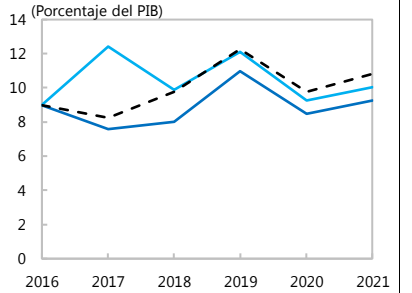
— Shock macrofiscal combinado

**Deuda pública nominal bruta**  
(Porcentaje de ingresos)



— Shock de pasivo contingente

**Necesidades brutas de financiamiento público**  
(Porcentaje del PIB)



## Supuestos subyacentes

  
(Porcentaje)

### Shock de balance primario

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Crecimiento del PIB real	2.3	2.4	2.3	2.1	2.0	2.0
Inflación	1.8	1.7	2.1	2.1	2.1	2.3
Balance primario	-1.2	-1.5	-1.6	-1.3	-1.4	-1.6
Tasa de interés efectiva	4.9	5.0	5.6	6.0	5.9	6.0

### Shock de tasa de interés real

Crecimiento del PIB real	2.3	2.4	2.3	2.1	2.0	2.0
Inflación	1.8	1.7	2.1	2.1	2.1	2.3
Balance primario	-1.2	-1.0	-1.1	-1.3	-1.4	-1.6
Tasa de interés efectiva	4.9	5.0	5.9	6.6	6.8	7.2

### Shock combinado

Crecimiento del PIB real	2.3	0.5	0.4	2.1	2.0	2.0
Inflación	1.8	1.3	1.7	2.1	2.1	2.3
Balance primario	-1.2	-1.5	-2.2	-1.3	-1.4	-1.6
Tasa de interés efectiva	4.9	5.0	5.9	6.6	6.9	7.2

### Shock de crecimiento del PIB real

Crecimiento del PIB real	2.3	0.5	0.4	2.1	2.0	2.0
Inflación	1.8	1.3	1.7	2.1	2.1	2.3
Balance primario	-1.2	-1.5	-2.2	-1.3	-1.4	-1.6
Tasa de interés efectiva	4.9	5.0	5.5	6.0	5.9	6.0

### Shock de tipo de cambio real

Crecimiento del PIB real	2.3	2.4	2.3	2.1	2.0	2.0
Inflación	1.8	1.7	2.1	2.1	2.1	2.3
Balance primario	-1.2	-1.0	-1.1	-1.3	-1.4	-1.6
Tasa de interés efectiva	4.9	5.0	5.5	6.0	5.9	6.0

### Shock de pasivo contingente

Crecimiento del PIB real	2.3	0.5	0.4	2.1	2.0	2.0
Inflación	1.8	1.3	1.7	2.1	2.1	2.3
Balance primario	-1.2	-5.4	-1.1	-1.3	-1.4	-1.6
Tasa de interés efectiva	4.9	5.4	5.7	6.0	6.0	6.0

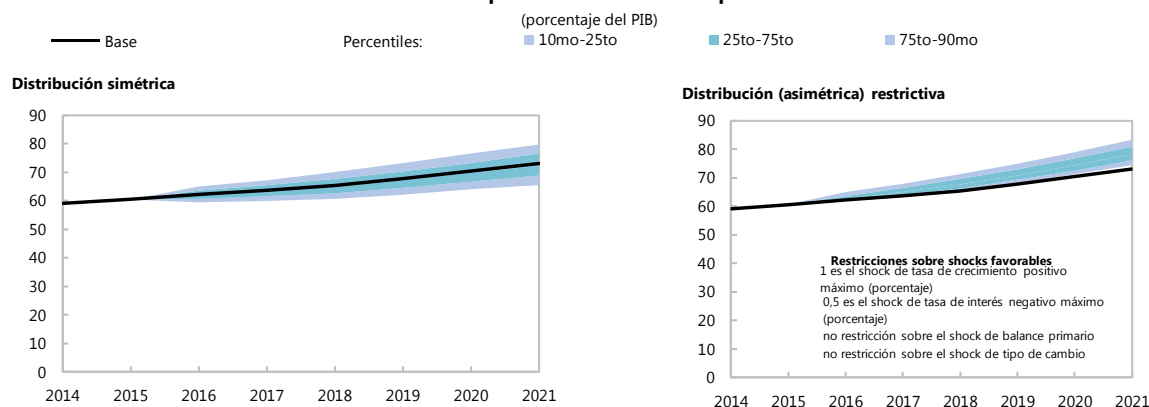
Fuente: Estimaciones y proyecciones del personal técnico del FML.

## El Salvador: Análisis de sostenibilidad de la deuda del sector público. Evaluación de riesgos

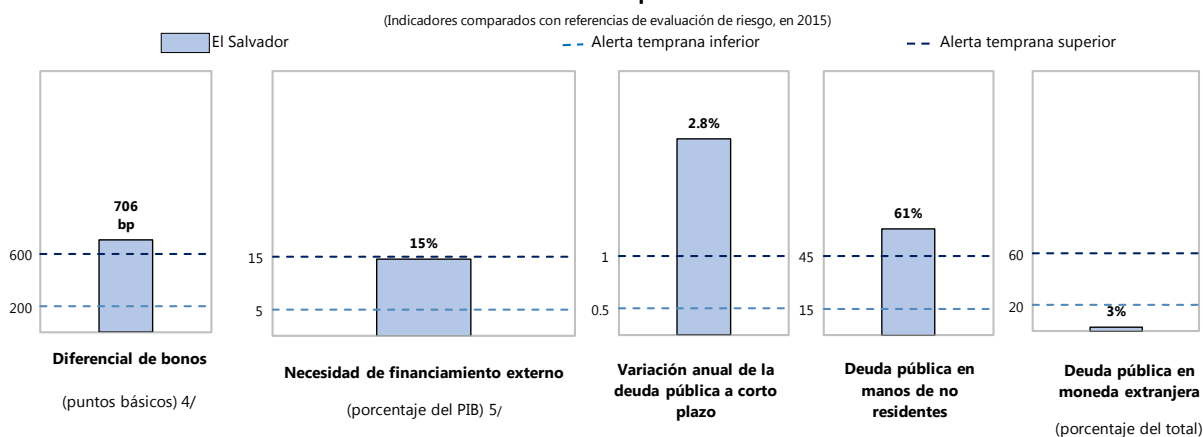
### Mapa "término"

Nivel de deuda <sup>1/</sup>	Shock de crecimiento de PIB real	Shock de balance primario	Shock de tasa de interés real	Shock de tipo de cambio	Shock de pasivo contingente
Necesidades brutas de financiamiento <sup>2/</sup>	Shock de crecimiento de PIB real	Shock de balance primario	Shock de tasa de interés real	Shock de tipo de cambio	Shock de pasivo contingente
Perfil de deuda <sup>3/</sup>	Percepción del mercado	Necesidades de financiamiento externo	Variación de la proporción de deuda a corto plazo	Deuda pública en manos de no residentes	Deuda en moneda extranjera

### Evolución de densidades predictivas de la deuda pública nominal bruta



### Vulnerabilidades del perfil de deuda



Fuente: Estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

1/ La celda se resalta en verde si la referencia de la carga de la deuda no supera el 70% en el shock específico o el escenario base, en amarillo si supera este valor en el shock específico pero no en el escenario base, en rojo si se supera este valor en el escenario base y en blanco si la prueba de tensión no es pertinente

2/ La celda se resalta en verde si la referencia de las necesidades brutas de financiamiento no supera el 15% en el shock específico o el escenario base, en amarillo si supera este valor en el shock específico pero no en el escenario base, en rojo si se supera este valor en el escenario base, en blanco si la prueba de tensión no es pertinente.

3/ La celda se resalta en verde si el valor del país es menor a la referencia inferior de evaluación de riesgo, en rojo si el valor del país supera la referencia superior de evaluación de riesgo, en amarillo si el valor del país está entre las dos referencias. Si no hay datos disponibles o si el indicador no es pertinente, la celda queda en blanco.

Las referencias de evaluación de riesgo inferiores y superiores son:

200 y 600 puntos básicos para diferenciales de bonos; un 5% y un 15% del PIB para las necesidades de financiamiento externo; un 0,5% y un 1% para la variación en la proporción de deuda a corto plazo; un 15% y un 45% para la deuda pública en manos de no residentes; y un 20% y un 60% para la proporción de deuda denominada en moneda extranjera.

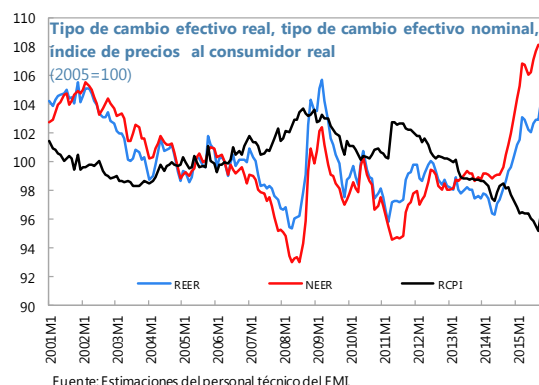
4/ Diferencial de bonos a largo plazo con respecto a bonos de Estados Unidos, promedio en los últimos 3 meses, 8 de enero de 2016 a 7 de abril de 2016.

5/ La necesidad de financiamiento externo se define como la suma del déficit de cuenta corriente, la amortización de deuda externa total a mediano y largo plazo, y la deuda externa total a corto plazo al final del período anterior.

## Anexo III. Evaluación externa

El tipo de cambio efectivo real (TCER) de El Salvador se considera moderadamente sobrevaluado. Los demás indicadores (no basados en los precios) también señalan una competitividad reducida.

Desde 2001, el TCER basado en el IPC se apreció un 6%. Esta apreciación se debe a una apreciación real del 10% frente a Estados Unidos (el mayor socio comercial de El Salvador, que compra el 47% de las exportaciones), aunque una depreciación real con respecto a Guatemala y Honduras (el segundo y tercer socio comercial más importante representando cada uno alrededor del 14% de las exportaciones) compensó en parte la apreciación.



Las estimaciones multilaterales del FMI sugieren que el TCER de El Salvador es ligeramente inferior al nivel que sería congruente con sus fundamentos de mediano plazo y las políticas deseables:

- La estimación EBA-lite de cuenta corriente** basada en fundamentos existentes (incluidas las remesas, una variable significativa en El Salvador) y en las políticas deseables indica una norma de cuenta corriente sostenible ajustada en función del ciclo del 3.7% del PIB, 2 puntos porcentuales por debajo de un déficit ajustado en función del ciclo del 5.8%. Esta brecha refleja principalmente la brecha en materia de política fiscal y de adecuación de reservas. La brecha fiscal identificada, del 1.2% y la brecha de adecuación de reservas, del 1.4%, son factores importantes del déficit en cuenta corriente de El Salvador. Al mismo tiempo, se supone que los precios del petróleo afectan de manera simétrica la norma de cuenta corriente y la cuenta corriente subyacente (es decir, el déficit de cuenta corriente del 5.8% del PIB incorpora un ajuste por el ahorro generado por la reducción de los precios del petróleo, que ascendió al 2.5% del PIB en 2015).

El Salvador: Resultados de la evaluación del tipo de cambio			
Metodología EBA-lite de CC	Norma de CC (% del PIB)	CC subyacente (% del PIB) <sup>1/</sup>	Brecha de TCER <sup>2/</sup>
	-3.7	-5.8	13.9
Metodología EBA-lite de TCER	ln(TCER) norma	ln(TCER) efectivo	Brecha de TCER <sup>2/</sup>
	4.0	4.6	0.7
Metodología EBA-lite de SE <sup>3/</sup>	Norma de CC (% del PIB)	CC subyacente (% del PIB)	Brecha de TCER <sup>2/</sup>
	-2.8	-5.0	14.1

Fuente: Estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

1/ Se supone que el precio del petróleo afecta la norma de CC y la CC subyacente de manera simétrica.

2/ (+): Sobrevaloración. En las metodologías de CC y SE, elasticidad de exportaciones: -0,71, elasticidad de importaciones: 0,92.

3/ La norma de CC estabiliza la PII neta en el nivel meta del -50% del PIB.

- La estimación EBA-lite de sostenibilidad externa** compara la cuenta corriente proyectada a mediano plazo con el nivel que estabiliza la posición externa (es decir, la PII) en su nivel actual (-60% del PIB) o en un nivel ligeramente mejorado (-50% del PIB). Este método sugiere una

sobrevaloración del 11% del PIB si el objetivo es que la posición de inversión internacional se estabilice al -50% del PIB.

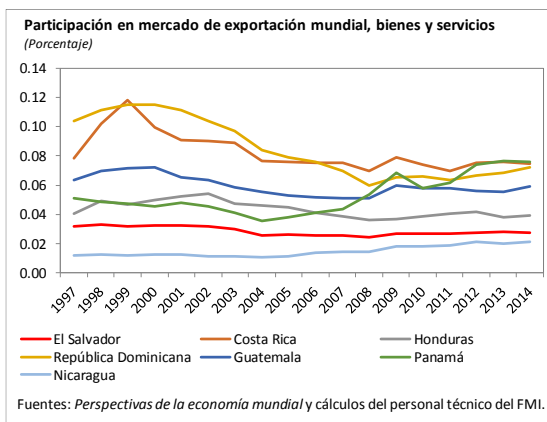
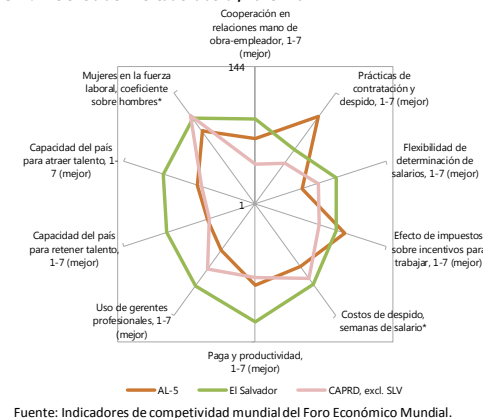
- **La estimación EBA-lite del TCER** basada en fundamentos existentes y en políticas deseables que afectarían el TCER directa o indirectamente por medio de cambios en la balanza de cuenta corriente indica un TCER, en general, acorde con los fundamentos y las políticas deseables.

**Los costos laborales de El Salvador están en aumento.** Esta variable ha estado creciendo desde 2008; de aprobarse y ser vinculante el aumento del 118% para el salario mínimo en agricultura (y de alrededor del 20% en otras áreas) recientemente propuesto por el gobierno, la medida implicará aumentos considerables en los costos laborales que erosionarán la competitividad de las empresas.

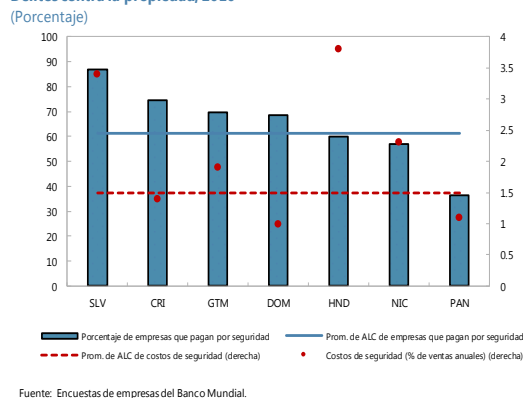
**Otros indicadores sugieren que no hay mejoras en la competitividad.** La participación de mercado de El Salvador en las exportaciones mundiales, por ejemplo, ha estado estancada hace durante los últimos 15 años.

**El clima de inversión de El Salvador enfrenta diversos desafíos.** Según los indicadores de *Doing Business*, del Banco Mundial, El Salvador está mal posicionado en relación con otros países de América Latina y Centroamérica en establecimiento de empresas, gestión de permisos de construcción, acceso a la electricidad y costo del servicio, protección de los inversionistas y pago de impuestos. El país está en el puesto 125 (de entre 189 países) en lo que respecta a regulaciones para establecer empresas. Tiene una muy baja densidad de ingreso de nuevas empresas en comparación con los países de AL-5 y otras economías de CAPRD. Según los indicadores de Competitividad Global, El Salvador está rezagado con respecto a otros países de CAPRD y a los de AL-5 en cuanto al entorno institucional y macroeconómico, desarrollo del mercado financiero, educación superior e innovación. Los indicadores de regulación del mercado de productos del Banco Mundial y la OCDE sugieren también que existen ciertas barreras para la iniciativa empresarial (como el sistema de licencias y permisos) y para el comercio

SLV: Eficiencia del mercado laboral, 2015-16



Delitos contra la propiedad, 2010

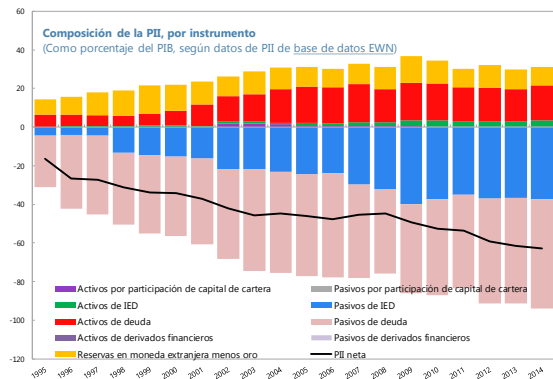




y la inversión. Además, en determinados sectores, el control estatal puede obstaculizar el ingreso en el mercado y la igualdad de condiciones para todas las empresas. Según las encuestas de empresas del tanque de pensamiento salvadoreño Fusades, la incertidumbre y la delincuencia y la extorsión son los factores más importantes para explicar la débil confianza empresarial que padece el país.

**Las necesidades brutas de financiamiento son grandes.** Si bien la caída de los precios del petróleo permitió reducir el déficit en cuenta corriente, los requisitos brutos de financiamiento externo seguían siendo elevados, 14% del PIB en 2015. A mediano plazo, se proyecta que los requerimientos brutos de financiamiento alcancen un nivel máximo del 17,5% del PIB en 2019 y que se establezcan luego en el 15,5% del PIB, debido a los importantes déficits en cuenta corriente y al aumento de la amortización de la deuda externa del sector privado (y la amortización de bonos públicos a largo plazo en 2019).

**La posición de inversión internacional neta (PII) sigue siendo considerablemente negativa.** En 2015, la PII neta fue del -64% del PIB, y se proyecta que se deteriore aún más, al -80% del PIB, a mediano plazo. Los grandes déficits en cuenta corriente se respaldan con una acelerada acumulación de pasivos del sector público y privado, en su mayoría concentrados en IED y otra inversión (bonos extranjeros necesarios para reducir la brecha fiscal). El nivel de reservas internacionales se ha reducido en los últimos años y que, al 10% del PIB, está muy por debajo de la métrica compuesta del FMI para un país dolarizado, la cual sugiere que el nivel de reservas sea del 19% del PIB para El Salvador.



Fuentes: Base de datos External Wealth of Nations de Lane y Milesi-Ferretti, y *Perspectivas de la economía mundial* del FMI.

**Pronunciamento del Sr. Jiménez Latorre, Director Ejecutivo para El Salvador,  
y el Sr. Pacheco, Asesor al Director Ejecutivo  
20 de junio de 2016**

Las autoridades de El Salvador expresan su agradecimiento al personal técnico por el intercambio constructivo y franco mantenido con ocasión de la Consulta del Artículo IV. Consideran que el informe describe de forma objetiva y clara las principales cuestiones económicas y sociales a las que se enfrenta el país. De hecho, coinciden con la mayor parte de la evaluación sobre los diferentes sectores y las diferentes políticas, con ciertos matices en cuanto al enfoque y la puntualidad del informe.

Las autoridades coinciden en que la inseguridad y la escasa inversión son factores a los que cabe atribuir el bajo crecimiento potencial de El Salvador. Consideran que cualquier plan de consolidación fiscal debe tener en cuenta por lo menos tres particularidades fundamentales de la economía salvadoreña. En primer lugar, la dolarización ha ayudado a mantener la inflación bajo control, pero ha anulado la capacidad para adoptar políticas monetarias y cambiarias y ha supuesto una menor flexibilidad para hacer frente a los shocks externos y los desastres naturales. En segundo lugar, la escasez de fondos de desarrollo ha restringido la senda hacia una consolidación más suave. Por último, se ha producido una serie de ciclos negativos entre el crecimiento débil, los desequilibrios fiscales—incluido el sistema de pensiones— y el escaso desarrollo, la pobreza, la desigualdad y la inclusión social.

### **Evolución reciente**

El país está beneficiándose del ingreso extraordinario que representa el bajo nivel de los precios del petróleo y de la recuperación económica de Estados Unidos, lo que se ve reflejado en la disminución del déficit en cuenta corriente de 5,2% del PIB en 2014 a 3,6% del PIB en 2015. El precio de la energía eléctrica ha descendido considerablemente, lo cual constituye un aliciente para la competitividad de las empresas y el ingreso de los hogares. La inflación permanece bajo control en un nivel de 0,86% (abril de 2016). Gracias a la inversión (privada y pública) y el consumo, cabe prever que para finales de 2016 el crecimiento se sitúe dentro de un rango de 2,3%-2,6%. El comportamiento de otras variables corrobora esta proyección: 1) El crédito al sector privado ha crecido a un ritmo de 5,3%, similar al de 2015, con un crecimiento del crédito empresarial de 6,9% (abril de 2016), es decir, más rápido que el crédito de consumo. 2) La inversión pública, cifrada en USD 230,5 millones (enero-abril de 2016), ha crecido 33,9% en comparación con el mismo período del año pasado. 3) Las remesas han crecido 6,8% (enero-abril de 2016) en comparación con el mismo período del año pasado.

Si bien la parálisis política ha obstaculizado constantemente las reformas necesarias, la reciente aprobación de una asignación de USD 152 millones para reforzar la seguridad interna demuestra que es posible lograr consenso político y es un buen augurio para el futuro programa de reforma.

## Política fiscal

Las autoridades coinciden en la necesidad de consolidación fiscal y están de acuerdo en que si no se adoptan medidas la deuda podría aumentar a niveles insostenibles. Tienen planificado un ajuste fiscal de 2,5% del PIB —es decir, similar al recomendado por el personal técnico— con un equilibrio entre las medidas de ingreso y las de gasto. Un ajuste sustancial podría poner en riesgo la estabilidad del país ya que exigiría recortes en partidas prioritarias de gasto social e inversión. Las autoridades consideran que el período de ajuste propuesto por el personal técnico es limitado (2017-2019), teniendo en cuenta el problema de bajo crecimiento de El Salvador, y que la incertidumbre fiscal no es la causa principal, como bien se señala en el informe. El crecimiento se vería muy perjudicado si no se dispone de financiamiento para suavizar el período de ajuste.

Las autoridades concuerdan en que, dada la necesidad de promover el crecimiento, la eficiencia de la tributación es un tema pertinente. Continuarán analizando opciones para introducir impuestos progresivos que generen menos distorsiones. A diferencia del personal técnico, las autoridades consideran que el rendimiento de los impuestos sobre las transacciones bancarias y las telecomunicaciones no es despreciable y que sus efectos de distorsión en la actualidad no son excesivos. En el caso del impuesto a las telecomunicaciones, este se grava sobre consumidores que en la actualidad son propietarios de 11 millones de teléfonos móviles. (Los salvadoreños son propietarios de dos móviles cada uno, en promedio). El producto recaudado de este impuesto está destinado a incrementar el gasto en policía y seguridad, lo cual es esencial para contrarrestar el reciente aumento de la delincuencia. El impuesto a las transacciones bancarias reviste importancia para el tesoro (USD 80 millones), mientras que el crédito a las empresas creció a un ritmo de 6,9% durante los cuatro primeros meses del año.

El gobierno y el personal técnico concuerdan en torno a la mayoría de las medidas de política tributaria. Coinciden en la importancia de introducir impuestos progresivos y menos distorsivos sobre el patrimonio, los predios y las pensiones muy inequitativas. Coinciden asimismo en aumentar las tasas del impuesto sobre la renta de las personas naturales con los ingresos más altos y en reducir la tasa del impuesto empresarial, ampliando al mismo tiempo la base imponible. El aumento de la tasa del IVA sería una medida de última instancia, en vista de sus bien conocidos efectos regresivos y el riesgo de recesión ya mencionado.

En cuanto a las medidas de control del gasto, las autoridades en principio concuerdan con la idea planteada en el informe de limitar la indexación salarial a aumentos inferiores a la tasa de inflación. No obstante, están estudiando opciones para los grupos de menor ingreso ya que los salarios mínimos son de alrededor de USD 250 mensuales y que la cesta de productos de los consumidores de menor ingreso crece a una tasa mayor que el IPC. Es necesario proteger a este segmento de la población para evitar repercusiones en la pobreza y el agravamiento de la desigualdad del ingreso. Las autoridades han aprovechado el bajo nivel de los precios del petróleo para reducir los subsidios al transporte, la electricidad y el gas licuado de petróleo

(GLP). Concuerdan en que hay margen para focalizar aún más los subsidios a la energía. El gobierno está analizando otras formas de crear espacio fiscal para reforzar el gasto social y en seguridad.

Además, las autoridades están negociando una iniciativa de reforma del sistema de pensiones para reducir la brecha financiera a corto plazo. Son conscientes de que para restablecer la sostenibilidad del sistema a largo plazo se precisarán más reformas, como modificaciones paramétricas, pero que aún es necesario generar mayor respaldo político.

### **Sector financiero**

Los niveles actuales de las reservas financieras son suficientes para contener los riesgos sustanciales, como lo demuestran los diferentes conjuntos de pruebas de tensión realizadas por el banco central y la superintendencia financiera. A pesar del aumento del crédito al sector público, el crédito al sector privado ha estado registrando tasas saludables de crecimiento. La pérdida de relaciones de corresponsalía bancaria ha sido manejable; algunos bancos internacionales han dejado el país, pero han sido reemplazados por importantes bancos regionales. La mayoría de los riesgos están contenidos por la propia estructura del sector o se han visto mitigados por las medidas de las autoridades. Los bancos internacionales y los grandes bancos regionales mantienen una presencia importante; de hecho, en la actualidad aproximadamente un 90% de los flujos de remesas circulan por estos bancos. Se ha reforzado la vigilancia supervisora y las autoridades permanecen en estrecha colaboración con iniciativas internacionales y bilaterales sobre cumplimiento tributario. El marco de lucha contra el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo continúa mejorando y cumpliendo con las normas internacionales, y las autoridades están preparadas para actuar si se detectara una brecha persistente en materia de regulación o si surgieran nuevas normas internacionales.

Las autoridades continúan trabajando en el establecimiento de un mecanismo de prestamista de última instancia, con la asistencia técnica del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital (MCM). Existe acuerdo en que el banco central debería coordinar y gestionar el mecanismo, y se están finalizando los detalles en tal sentido.

Por último, en el informe la actual situación política se caracteriza en general como de parálisis y polarización, y se señala que esto representa un obstáculo incluso para una reforma gradual. Las autoridades habrían preferido que la coyuntura política interna hubiera sido enfocada de una manera más cuidadosa, a fin de facilitar el diálogo que permita impulsar las reformas estructurales necesarias. El gobierno está procurando forjar consenso político; está negociando un plan financiero con el principal partido de oposición para la reconversión de los bonos internos a corto plazo (Letras del Tesoro, o LETES) por Eurobonos, y para obtener la ratificación de los préstamos externos en la Asamblea Legislativa. También se lograron acuerdos en torno a los fondos para seguridad, como ya se ha descrito.