



EL SALVADOR

INFORME DEL PERSONAL TECNICO SOBRE LA CONSULTA DEL ARTICULO IV DE 2013

Mayo de 2013

En virtud del artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI, el FMI mantiene discusiones bilaterales con sus miembros, usualmente cada año. En el contexto de la consulta del Artículo IV de 2013 con El Salvador, el siguiente documento han sido publicado:

- **Informe del personal técnico**, preparado por un equipo de funcionarios del FMI, tras las conversaciones con funcionarios de El Salvador sobre la evolución de la economía y de las políticas económicas, que culminaron el 19 de marzo del 2013. Basado en la información disponible al momento de estas conversaciones, el informe se finalizó el 29 de abril del 2013. Las opiniones expresadas en el informe son las del personal técnico y no reflejan necesariamente las opiniones del Directorio Ejecutivo del FMI.

La política de publicación de los informes del personal técnico y otros documentos permite la omisión de información sensible al mercado.

Copias de estos informes están disponibles para el público en

Fondo Monetario Internacional • Servicios de Publicaciones
700 19th Street, N.W. • Washington, D.C. 20431
Teléfono: (202) 623-7430 • Telefax: (202) 623-7201
E-mail: publications@imf.org Internet: <http://www.imf.org>

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



EL SALVADOR

INFORME DEL PERSONAL TÉCNICO SOBRE LA CONSULTA DEL ARTÍCULO IV DE 2013

29 de abril de 2013

TEMAS PRINCIPALES

Contexto. El crecimiento económico ha sido lento desde 2010, mientras que la consolidación fiscal gradual contemplada en el marco de un acuerdo con el FMI se frenó a fines de 2011, dejando la deuda pública en una trayectoria ascendente y agudizando las vulnerabilidades externas. El Salvador tiene por delante un prolongado período electoral —con elecciones presidenciales en febrero de 2014 y parlamentarias un año después— lo que podría limitar el margen de acción en términos de política económica.

Perspectivas. Se prevé que el crecimiento económico seguirá siendo bajo y con escasas probabilidades de que el déficit fiscal disminuya, lo cual incrementará las presiones de financiamiento. Los principales riesgos para las perspectivas económicas surgen de un crecimiento inferior a lo previsto de la economía estadounidense y la pérdida de confianza durante el período electoral. Los desafíos críticos que enfrenta la economía son incrementar el crecimiento potencial (que desde hace muchos años está por debajo de los promedios regionales), reducir el déficit fiscal y el nivel de deuda pública, y reconstituir los márgenes de maniobra de la economía dolarizada para hacer frente a choques.

Temas centrales de la consulta. Las conversaciones se centraron en las políticas que serían las más adecuadas para mantener la estabilidad económica durante la transición a un nuevo gobierno a mediados de 2014 y abordar los desafíos de más largo plazo. El personal técnico del FMI alentó a las autoridades y a los candidatos presidenciales a iniciar un diálogo nacional sobre los principales desafíos económicos, especialmente la sostenibilidad fiscal, durante el prolongado período electoral.

- **Políticas a corto plazo.** Las políticas deben dar prioridad a la estabilización de la relación deuda pública/PIB y a la eliminación de las brechas de financiamiento ya identificadas, a través de un esfuerzo fiscal de alrededor de 2 por ciento del PIB en 2013—14, acompañado con el fortalecimiento de los colchones de liquidez del sistema bancario.
- **Estrategia a mediano plazo.** El objetivo de elevar el crecimiento potencial de El Salvador a los niveles regionales debería verse facilitado con el fortalecimiento de la competitividad, la mejora del clima de negocios y la profundización de las reformas bancarias. Se necesitarían varios años con un desempeño fiscal sólido, anclado en un control estricto del gasto corriente y un aumento del ingreso tributario, para sustentar la estrategia.

Aprobado por:
Miguel Savastano (WHD)
y Martin Mühleisen
(SPR)

Las conversaciones tuvieron lugar en San Salvador del 5 al 19 de marzo de 2013. El equipo estuvo integrado por M. Garza (jefe), P. Druck, B. Sbrancia y Y. Ustyugova (todos de WHD), F. Roch (SPR) y F. Delgado (Representante Residente Regional). Luis Cosenza (OED) participó en las reuniones sobre política.

ÍNDICE

GENERALIDADES	4
EVOLUCIÓN ECONÓMICA RECIENTE	4
PERSPECTIVAS Y RIESGOS MACROECONÓMICOS	6
ANÁLISIS DE LAS POLÍTICAS	8
A. Políticas a corto plazo	8
B. Desafíos a mediano plazo	10
EVALUACIÓN DEL PERSONAL TÉCNICO	13
RECUADROS	
1. Implementación de las recomendaciones del FMI en materia de política macroeconómica	16
2. Subsidios y pagos de pensiones	17
3. Matriz de evaluación del riesgo	18
4. Principales recomendaciones de la actualización del Programa de Evaluación del Sector Financiero (PESF) de 2010	19
GRÁFICOS	
1. Evolución económica reciente	20
2. Crecimiento a largo plazo y pobreza	21
3. Evolución de la balanza de pagos	22
4. Evolución fiscal	23
5. Evolución del sector financiero	24
6. Sostenibilidad de la deuda pública: Pruebas consolidadas	34
7. Sostenibilidad de la deuda externa: Pruebas consolidadas	36
CUADROS	
1. Indicadores económicos seleccionados	25
2. Balanza de pagos	26
3. Operaciones del sector público no financiero	27
4. Operaciones del sector público no financiero	28

5. Resumen de las cuentas del sistema financiero _____	29
6. Indicadores seleccionados de vulnerabilidad _____	30
7. Necesidades de financiamiento del sector público y fuentes _____	31
8. Necesidades de financiamiento externo y fuentes _____	32
9. Marco de sostenibilidad de la deuda del sector público, 2008–18 _____	33
10. Marco de sostenibilidad de la deuda externa, 2008–18 _____	35

ANEXOS

I. Evaluación del producto potencial _____	37
II. Evaluación de la estabilidad de la balanza de pagos _____	41
III. Evaluación de los efectos de contagio _____	46
IV. Análisis de sostenibilidad de la deuda pública _____	53
V. Aplicación de las normas de Basilea III _____	58

GRÁFICOS DE LOS ANEXOS

AI.1. Indicadores de crecimiento real y potencial _____	40
AIV.1. Dinámica de la deuda pública _____	57

GENERALIDADES

1. **La economía salvadoreña se recuperó lentamente de la crisis financiera mundial de 2008—09.** El crecimiento del producto fue anémico en 2010—11, ya que las bajas tasas de inversión interna, la baja competitividad y los factores climáticos afectaron la recuperación. El fuerte estímulo fiscal adoptado en 2009—10 para mitigar el impacto negativo de la crisis internacional elevó el déficit fiscal y la deuda pública. Al mismo tiempo, el régimen dolarizado ancló firmemente una baja tasa de inflación.
2. **El desempeño en el marco de un Acuerdo *Stand-By* (ASB) con el FMI fue mixto.** Dentro del marco del ASB precautorio de tres años, las autoridades mantuvieron la estabilidad financiera y adoptaron varias reformas tributarias. Sin embargo, la consolidación fiscal se frenó a fines de 2011, debido a que una fuerte oposición política paralizó las medidas de ingreso y gasto contempladas en el acuerdo. La tercera revisión del ASB se concluyó en septiembre de 2011, y como las autoridades y el personal técnico del FMI no llegaron a un acuerdo sobre las políticas en el período subsiguiente, el ASB venció en marzo de 2013 (recuadro 1).
3. **El gobierno ha indicado que está comprometido a mantener políticas prudentes hasta el final de su mandato quinquenal en junio de 2014.** Las autoridades iniciaron un diálogo sobre las opciones en materia de política fiscal con todos los partidos políticos en octubre de 2012. Los candidatos presidenciales son conscientes de los riesgos vinculados al debilitamiento de la situación fiscal y están de acuerdo que sería útil un diálogo a alto nivel para poder tomar medidas correctivas. Sin embargo, un ambiente político dividido puede entorpecer el diálogo.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA RECIENTE

4. **El crecimiento económico se mantuvo bajo en 2012.** El PIB real creció 1½ por ciento, y este ritmo continuó a comienzos de 2013 (gráficos 1 y 2). El nivel persistente de bajas tasas de inversión interna, originado en debilidades estructurales, ha mantenido el crecimiento del ingreso per cápita por debajo del de otros países de la región durante muchos años y parece haber disminuido el crecimiento potencial a alrededor de 1½ por ciento en años recientes (anexo I). La inflación, anclada por el régimen dolarizado, fue la más baja de la región —menos de 1 por ciento (anual) a fines de 2012— y se ha mantenido baja hasta marzo de 2013.

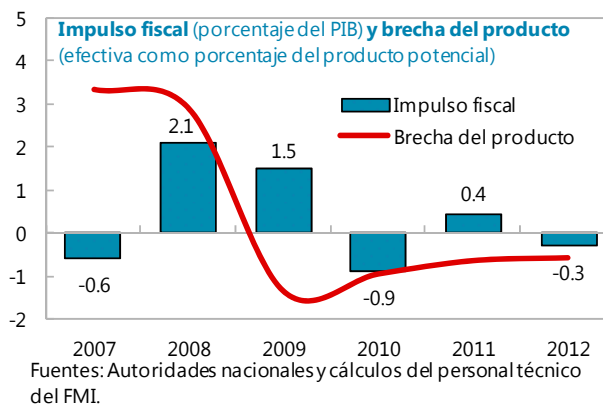


Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

5. **El déficit en cuenta corriente externa aumentó a 5¼ por ciento del PIB en 2012.** Una disminución en los precios de bienes exportados (sobre todo del café) y el aumento de la repatriación de utilidades hicieron subir el déficit, a pesar de cierto repunte de las remesas de los trabajadores. El endeudamiento del sector público y de los bancos comerciales y la inversión

extranjera cubrieron el grueso del déficit en cuenta corriente; excluyendo el eurobono colocado a fines de 2012 (como se detalla más adelante), la balanza de pagos registró en 2012 un pequeño déficit (gráfico 3). A fines de 2012, las reservas internacionales brutas ascendían a US\$3,200 millones, alrededor de tres cuartas partes del nivel que podría considerarse “adecuado” para El Salvador (anexo II).

6. **El déficit fiscal consolidado se mantuvo en torno a 4 por ciento del PIB por tercer año consecutivo.** Las medidas adoptadas sobre el impuesto a la renta a comienzos de 2012 y el estricto control de los gastos corrientes se vieron compensados por el aumento de la inversión pública y también, por aumentos del gasto salarial y en transferencias (relacionadas con la seguridad, la salud y otros proyectos sociales). Los subsidios generalizados (principalmente para gas, electricidad y transporte) y los pagos de pensiones continuaron siendo un peso para las finanzas públicas (recuadro 2), mientras que el dinamismo en la recaudación tributaria fue limitado por la lenta actividad económica. En términos generales, hubo un pequeño impulso fiscal negativo en 2012.



7. **Las necesidades de financiamiento del gobierno fueron elevadas.** Alcanzaron US\$1,900 millones (7.9 por ciento del PIB) en 2012 y fueron cubiertas con un mayor endeudamiento a corto plazo (Letes) y préstamos de bancos comerciales, lo cual encareció el endeudamiento (gráfico 4). En noviembre de 2012, el gobierno recurrió al mercado de eurobonos, por tercera vez en cuatro años, y colocó un bono a 12 años por US\$800 millones (3¼ por ciento del PIB)¹. Los recursos obtenidos con esa colocación se están utilizando para pagar por adelantado deuda de corto plazo. Excluida esta operación, la deuda pública aumentó a 54¼ por ciento del PIB a fines de 2012, frente a 52¼ por ciento un año antes.

8. **El sistema financiero continúa siendo sólido.** Los bancos parecen estar bien capitalizados y líquidos, con bajos índices de morosidad y un provisionamiento adecuado. Si bien la exposición del sistema bancario a la deuda pública era sustancial a fines de 2012 (45 por ciento del capital), ésta ha disminuido en más de la mitad con el pago por adelantado de la deuda mencionado anteriormente. Como los depósitos bancarios crecieron lentamente, los bancos captaron crédito en el extranjero para hacer frente a un aumento moderado de la demanda de crédito del sector privado, y se revirtió ligeramente una tendencia descendente de las tasas de préstamos registradas desde 2009 (gráfico 5).

¹ El eurobono tiene un rendimiento de 5⅞ por ciento; es decir, alrededor de 400 puntos básicos más que los bonos comparables del Tesoro estadounidense. Las dos colocaciones previas, de 2009 y 2011, tenían vencimientos a 10 y 30 años y un rendimiento promedio de 7⅜ y 7⅞ por ciento, respectivamente.

PERPECTIVAS Y RIESGOS MACROECONÓMICOS

9. **El personal técnico del FMI presentó un escenario base para enfocar las discusiones.** El escenario supone que las presentes políticas continuarán y que el crecimiento real del PIB sería de 1½ por ciento en 2013—14 y 2 por ciento a mediano plazo. Se supuso que la inversión interna se mantendría baja, debido a las limitaciones impuestas por las debilidades estructurales y por una actitud de espera por parte de los inversionistas durante el período electoral. La inflación rondaría el mismo nivel de la de sus principales socios comerciales. A pesar de la caída proyectada en el precio del petróleo, el déficit en cuenta corriente externa seguiría siendo alrededor de 4½ por ciento del PIB por año, en gran medida como consecuencia del déficit fiscal alto.

10. **El escenario resaltó las incipientes dificultades de financiar el déficit fiscal.** De mantenerse las presentes políticas, el déficit fiscal se estabilizaría en torno al 4 por ciento del PIB, haciendo que la dinámica de la deuda pública sea insostenible a largo plazo. Si bien la exitosa emisión de eurobonos ha reducido los riesgos inmediatos de financiamiento, las brechas de financiamiento identificadas para el mediano plazo sitúan a El Salvador en una posición vulnerable a los cambios de percepción en los mercados. Si las necesidades de financiamiento persistentes y elevadas del gobierno se atienden con financiamiento a corto plazo, los costos de endeudamiento y los riesgos de refinanciamiento aumentarían, debilitando aún más la dinámica de la deuda (anexo IV).

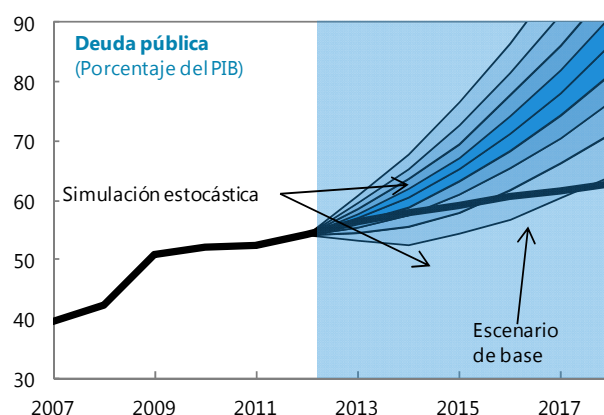
11. **La competitividad externa seguiría siendo baja.** Aunque el tipo de cambio real efectivo parece estar acorde con los fundamentos en términos generales (véase el anexo II), otros indicadores sugieren una pérdida sostenida de competitividad y un deterioro del clima de inversión en los últimos años. Esto podría intensificarse si se materializara el plan del gobierno de aumentar el salario mínimo en 10 por ciento este año. Con el paso del tiempo, el bajo nivel de competitividad pondría en peligro la estabilidad de la balanza de pagos.

El Salvador: Escenario macroeconómico ilustrativo (Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)								
	Prel.		Proyecciones					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Crecimiento del PIB real (porcentaje)	2.0	1.6	1.6	1.6	1.7	1.8	2.0	2.0
Inflación (porcentaje, fin del período)	5.1	0.8	2.3	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
Balance del sector público no financiero	-3.9	-3.9	-3.9	-3.8	-3.8	-3.8	-3.8	-3.8
Balance primario	-1.7	-1.6	-1.4	-1.3	-1.3	-1.2	-1.1	-1.1
Deuda bruta del sector público	52.3	54.3	56.4	58.0	59.5	60.8	62.0	63.1
Balance de la cuenta corriente externa	-4.6	-5.3	-5.0	-4.8	-4.6	-4.5	-4.4	-4.4
Inversión interna bruta	14.4	14.6	14.6	14.6	14.6	14.7	14.7	14.7
Ahorro nacional	9.8	9.3	9.5	9.8	10.1	10.2	10.3	10.3

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

12. Los riesgos para el escenario se inclinan hacia la baja (recuadro 3).

- *Condiciones externas.* Un nivel de crecimiento menor de lo previsto en Estados Unidos — p. ej., debido a choques fiscales— repercutiría, a través de las exportaciones y las remesas, en menor actividad económica y menor ingreso tributario en El Salvador. Sin embargo, los efectos por contagios procedentes de países vecinos parecen ser pequeños (anexo III). Si el precio mundial del petróleo superara las proyecciones, se ampliaría el déficit en cuenta corriente externa, se debilitaría el crecimiento y posiblemente empeorarían las cuentas fiscales debido al aumento de los subsidios energéticos. Un aumento de la aversión al riesgo de los inversionistas, causado por choques mundiales o regionales (p. ej., se deteriora la situación económica de los países vecinos), podría encarecer el endeudamiento y limitar el acceso de los bancos y del gobierno al mercado de capital internacional.
- *Implementación de las políticas.* Las presiones para aumentar el gasto en el período previo a las dos próximas rondas electorales podrían aumentar el déficit fiscal por encima de 4 por ciento del PIB en 2013—14. Esto aceleraría el deterioro en la dinámica de la deuda pública (que es sumamente sensible a los choques en el balance primario, el crecimiento y las tasas de interés, como lo indican las simulaciones del personal técnico del FMI) respecto al escenario base, acentuaría las inquietudes en torno a la sostenibilidad de la deuda y reduciría las probabilidades de un ajuste ordenado.
- *Choque a la confianza.* La incertidumbre electoral y las inquietudes en torno a la solvencia fiscal podrían provocar salidas de depósitos. A falta de un prestamista de última instancia, esto podría empeorar las condiciones de endeudamiento y debilitar la actividad económica, afectando a su vez el ingreso tributario. En respuesta, un ajuste fiscal fuerte concentrado en las etapas iniciales sería necesario.



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

- ## 13. Las autoridades consideraron que el escenario base era demasiado pesimista. Su opinión fue que las mejoras en curso del clima de inversión facilitarían un repunte del crecimiento en 2013—14, y que el diálogo fiscal en marcha posibilitaría medidas relativas al ingreso que ayudarían a recortar el déficit fiscal en 2013 y alcanzar acuerdos amplios sobre una estrategia de consolidación fiscal (párr. 15). Las autoridades reiteraron la opinión de que la dinámica de la deuda pública presentada por el personal técnico del FMI estaba demasiado influenciada por los pagos de pensiones, y que los riesgos a la sostenibilidad eran inferiores a lo sugerido por el personal técnico del FMI porque esos pagos están cubiertos por recursos procedentes de fondos de pensiones privados (véase el recuadro 2).

ANÁLISIS DE LAS POLÍTICAS

14. **Las conversaciones se centraron en los lineamientos de una estrategia encaminada a salvaguardar la estabilidad macroeconómica a corto plazo y fortalecer la economía a mediano plazo.** El personal técnico del FMI y las autoridades coincidieron en que la prioridad a corto plazo debería ser reducir las vulnerabilidades durante el período electoral y la transición al nuevo gobierno fortaleciendo la situación fiscal y aumentando los colchones de liquidez de los bancos. También hubo un acuerdo de que la estrategia a mediano plazo debería centrarse en mejorar las condiciones de crecimiento liderado por el sector privado, mantener las finanzas públicas en un nivel sostenible y completar las reformas financieras en curso para ampliar el margen de maniobra ante choques inesperados. El personal técnico del FMI alentó a las autoridades y a los candidatos presidenciales a transformar el diálogo fiscal en marcha en un diálogo nacional para afianzar el respaldo a favor de esta estrategia.

A. Políticas a corto plazo

Salvaguardar la estabilidad macroeconómica

15. **Las autoridades buscan reducir el déficit fiscal a 3.3 por ciento del PIB en 2013 y 3 por ciento en 2014.** Esperan proponer al congreso nuevas medidas tributarias para mediados de año y han dado pasos para controlar el gasto, entre otras cosas, reduciendo el subsidio al transporte. Las autoridades estimaron que estas medidas generarían un ahorro fiscal de alrededor de 1 por ciento del PIB por año². El presupuesto de 2014 incorporaría el impacto de estas medidas durante todo el año, haciendo bajar aún más el déficit. El personal técnico del FMI manifestó su satisfacción con los esfuerzos fiscales, pero advirtió que, con proyecciones de ingresos más conservadoras e incluyendo el gasto relacionado con las elecciones, el déficit fiscal podría mantenerse alrededor de 4 por ciento del PIB durante 2013—14 y generar presiones de financiamiento.

16. **El personal técnico del FMI recomendó metas fiscales más ambiciosas para 2013 y 2014.** A fin de estabilizar el coeficiente de deuda pública, el personal técnico aconsejó a las autoridades fijar una meta de déficit fiscal de 3 por ciento del PIB en 2013 y 2 por ciento en 2014. El personal técnico del FMI reconoció que estas metas más ambiciosas podrían tener un impacto desfavorable en la actividad económica, pero argumentó que estos costos serían más pequeños que los que implicaría el ajuste que sería necesario de concretarse los riesgos a la baja. El personal técnico del FMI propuso las siguientes medidas para lograr la reducción propuesta del déficit fiscal:

² Las medidas contempladas del lado del ingreso incluyen: i) un impuesto sobre las transacciones financieras de 0.25 por ciento aplicado a las operaciones bancarias de agentes económicos superiores a US\$500; ii) un impuesto sobre la propiedad de 1 por ciento aplicado a los inmuebles en zonas urbanas con un valor superior a US\$350.000, y iii) eliminación de las exenciones del impuesto sobre la renta de las que gozan las imprentas de periódicos y libros; con un rendimiento combinado previsto de 0.3 por ciento del PIB.

³ Otras medidas concernientes al gasto incluyen: i) prorrogar el congelamiento de determinados gastos corrientes; ii) reducir el costo del subsidio al gas propano, y iii) limitar el traslado de asignaciones no gastadas de presupuestos anteriores.

- **Del lado del ingreso**, acorde con las recomendaciones de AT de FAD, el personal técnico del FMI aconsejó eliminar las exenciones del impuesto sobre la renta (incluidas las de pensionados con altos ingresos) y ampliar el alcance del nuevo impuesto sobre la propiedad. También recomendó estudiar la posibilidad de aplicar un impuesto sobre la actividad financiera en lugar de un impuesto sobre las transacciones financieras, el cual suele tener efectos más distorsionantes⁴.
- **Del lado del gasto**, el personal técnico del FMI señaló que el aumento presupuestado del gasto en 2013 era demasiado alto y alentó a las autoridades a proponerse mantener el gasto nominal en salarios al nivel de 2012, ejercer un control firme del gasto en bienes y servicios y reducir los subsidios que no benefician a familias de bajo ingreso.
- **Del lado del financiamiento**, el personal técnico del FMI respaldó los planes para amortizar la deuda a corto plazo a fin de reducir los costos y los riesgos de refinanciamiento, y alentó a las autoridades a asegurar lo más pronto posible financiamiento a largo plazo para cubrir los déficits proyectados para 2013—14.

Medidas fiscales adicionales propuestas por el personal técnico del FMI

(Rendimiento acumulado; porcentaje del PIB)

	2013	2014
Balance global (políticas pasivas)	-3.9	-3.8
Medidas:	1.0	1.8
Eliminación de exenciones tributarias	0.3	0.4
Adopción de un impuesto sobre la propiedad	0.1	0.2
Congelamiento del gasto salarial	0.3	0.6
Ahorro en bienes y servicios	0.1	0.2
Focalización de subsidios	0.2	0.4
Balance global (después de las medidas)	-3.0	-2.0

Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

En términos generales, las autoridades estuvieron de acuerdo con las recomendaciones del personal técnico del FMI, pero señalaron que la viabilidad de las medidas adicionales para 2013—14 dependía de llegar a un acuerdo con otros partidos políticos. Si ese acuerdo no se concretara, las autoridades le darían prioridad a la obtención de nuevo financiamiento externo en condiciones razonables para cubrir el déficit fiscal.

17. **Hubo acuerdo en que sería beneficioso que los bancos mantuvieran colchones de liquidez relativamente grandes durante el período electoral.** Los colchones de capital que mantienen actualmente los bancos parecen suficientes para lidiar con un riesgo crediticio elevado, incluyendo su exposición al sector público⁵. Es posible que los bancos también puedan absorber salidas moderadas de depósitos (hasta 10 por ciento del total de depósitos), pero es aconsejable contar con colchones de liquidez más grandes dado el elevado porcentaje de depósitos a corto plazo. Las autoridades también señalaron que dados los limitados recursos se está dificultando la activación del mecanismo de prestamista de última instancia, y dijeron que están estudiando la

⁴ El impuesto sobre la actividad financiera se aplica a una medida de valor agregado del sistema financiero (utilidades y sueldos pagados por instituciones). Este impuesto no parece desalentar la intermediación financiera, en tanto que el impuesto sobre las transacciones financieras tiende a reducir el uso de servicios bancarios, ya que los agentes procuran evitar pagarlo.

⁵ De acuerdo con asistencia técnica previa, las autoridades prepararon pruebas de tensión que revelaron un bajo riesgo crediticio, ante un prolongado período de crecimiento inferior al supuesto en la proyección base.

posibilidad de incrementar transitoriamente los requisitos de liquidez para afianzar la estabilidad financiera.

B. Desafíos a mediano plazo

Mejorar las perspectivas de crecimiento

18. **Las autoridades coincidieron en la necesidad de forjar un consenso amplio sobre una estrategia de crecimiento a mediano plazo para El Salvador.** Durante muchos años, el crecimiento y la inversión interna de El Salvador han sido inferiores a los de países vecinos. Los agentes económicos y políticos son conscientes de que la clave para aumentar el crecimiento radica en adoptar políticas que aumenten el nivel de capital humano, mejoren la infraestructura, reduzcan el costo de hacer negocios y desarrollen el mercado de capital interno. No obstante, no ha habido suficiente respaldo para poner en marcha esas políticas. De acuerdo a estimaciones del personal técnico del FMI, si se cerrara la brecha de inversión (de hasta 10 por ciento del PIB) con la región o con Chile, México y Perú, el crecimiento potencial de El Salvador podría aumentar a 4—4½ por ciento por año (véase el anexo I).

19. **El personal técnico del FMI respaldó las iniciativas del gobierno para promover la inversión, lo cual podría mejorar las condiciones para el crecimiento.** El personal técnico del FMI advirtió a las autoridades que las iniciativas no deberían crear exenciones tributarias ni generar contingencias fiscales, y aconsejaron seguir reduciendo el delito y la aparente corrupción mediante la movilización del marco de la lucha contra el lavado de dinero (ALD)⁶. Las iniciativas de las autoridades abarcan dos grandes áreas:

- **Participación del sector privado en proyectos de infraestructura.** Las autoridades están promoviendo la participación del sector privado en la administración del puerto más importante, la ampliación del aeropuerto principal y nuevos proyectos para la generación de electricidad y el transporte público. Además, esperan que las iniciativas en marcha para urbanizar el litoral, proporcionar respaldo a agricultores de bajo ingreso y establecer un marco para asociaciones público-privadas (APP) estimulen el crecimiento de varios sectores (p. ej., agricultura, turismo y manufactura de alto valor agregado). Dado que las perspectivas de demanda externa son débiles, las autoridades señalaron que la renovada atención a la integración regional podría estimular el crecimiento de las exportaciones. El personal técnico del FMI les aconsejó fortalecer la capacidad de gestión de las APP. En particular, deben establecer un marco jurídico sólido (compuesto de principios de relación calidad-precio, transparencia y contención de los riesgos fiscales) que integre todos los costos (incluidos los pasivos contingentes) en el presupuesto y su análisis de sostenibilidad fiscal. Las autoridades

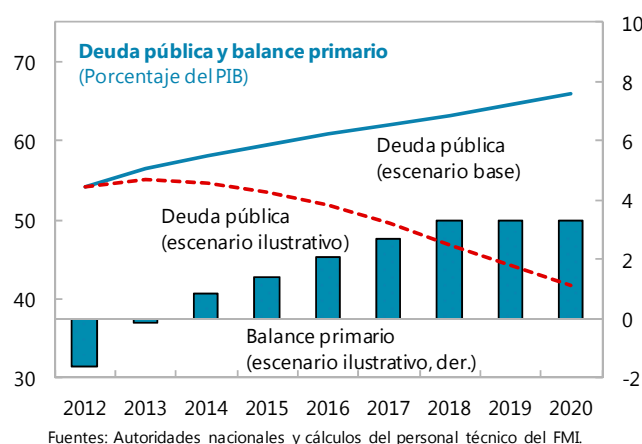
⁶ Este esfuerzo debe incluir medidas para mitigar el riesgo emanado de las operaciones en efectivo y asegurar que las personas políticamente expuestas estén sujetas a medidas reforzadas de diligencia, de acuerdo con las normas del Grupo de Acción Financiera (GAFI).

coincidieron con esta recomendación y esperan aprobación parlamentaria de este marco para fin de año.

- **Clima de negocios.** Las medidas encaminadas a mejorar el clima de negocios incluyen: i) legislación para reducir la cantidad de trámites, aclarar las reglas de inversión (sobre exigibilidad contractual, disputas/solución, firma electrónica e insolvencia) y reforzar el marco de ALD; ii) esfuerzos para reducir la delincuencia, y iii) mejoras de los principales indicadores de negocios (con la asistencia del Banco Mundial).

Fortalecer la posición fiscal

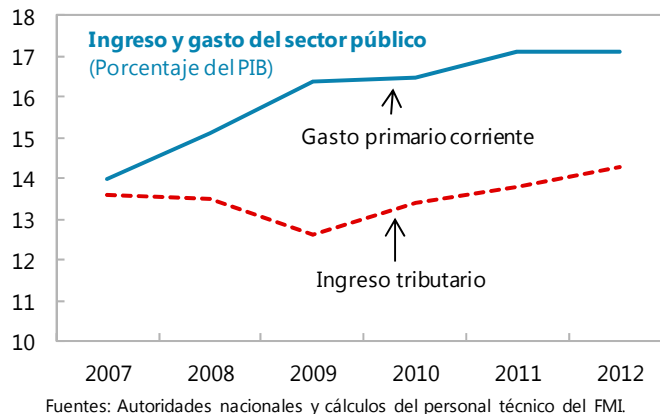
20. **El personal técnico del FMI recomendó enmarcar el diálogo nacional sobre la política fiscal en términos de metas de mediano plazo para la deuda pública.** Hubo acuerdo en que el nivel de deuda actual era elevado y una fuente importante de riesgo. Las autoridades y el personal técnico del FMI evaluaron conjuntamente distintas metas de deuda y brechas de sostenibilidad (véase el anexo IV), y concluyeron que un retorno al coeficiente de deuda pública de 2008 (42 por ciento del PIB) en el año 2020 permitiría reconstituir gradualmente el espacio fiscal y mantener bajo control las necesidades de financiamiento, minimizando a la vez el impacto en crecimiento. Un aumento sostenido del balance primario (de 5 puntos porcentuales del PIB en relación a los niveles de 2012) sería necesario para lograr esas metas en los próximos siete años.



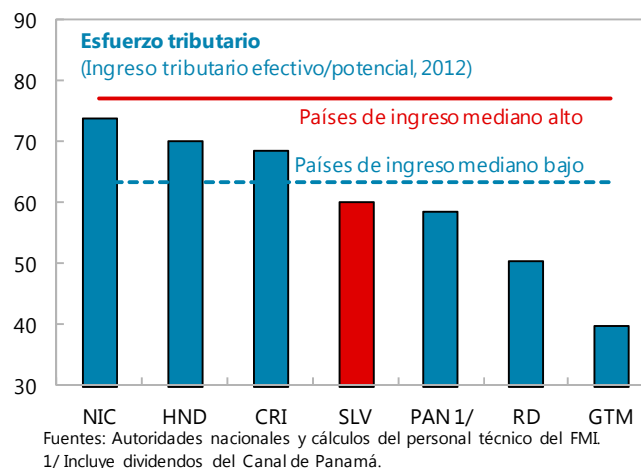
21. **El personal técnico del FMI elogió las recientes mejoras de la administración tributaria y la gestión financiera pública.** Entre ellas, cabe mencionar la creación de una unidad especial encargada del seguimiento de los grandes contribuyentes, mejor coordinación entre las direcciones tributarias y aduaneras, y mayor fortalecimiento de la capacidad de auditoría tributaria. Por el lado del gasto, las autoridades resaltaron sus planes para adoptar una cuenta única del tesoro público a mediados de 2014 y realizar la transición a una cobertura programática del presupuesto, lo cual facilitaría la adopción de un marco de gastos de mediano plazo para 2015. El personal técnico del FMI elogió estos planes y alentó a las autoridades a elaborar también un plan para unificar gradualmente los presupuestos de las diversas entidades públicas.

22. **Sin embargo, se acordó que las iniciativas en curso no sustituyen una estrategia de consolidación fiscal sólida que abarque medidas tanto por el lado del gasto como del ingreso.**

- Gasto.** El personal técnico del FMI argumentó que era necesario reducir el gasto corriente primario gradualmente hacia los niveles previos a la crisis de 2009. Las autoridades opinaron que sería difícil alcanzar esa reducción del gasto dada la gran demanda existente de seguridad, educación, salud e infraestructura social, los cuales son elementos críticos para mejorar las condiciones sociales y reducir la desigualdad. Sin embargo, convinieron en que el control del gasto debía centrarse en mejorar la focalización de los subsidios, reformar el servicio civil, reducir el destino específico de los ingresos e incrementar la eficacia del gasto social.



- Ingreso.** Se coincidió en la necesidad de incrementar el ingreso tributario, en vista de que el esfuerzo tributario es relativamente bajo en El Salvador. El personal técnico del FMI señaló que era importante rescatar lecciones de la estrategia inicial de este gobierno para incrementar el ingreso tributario en el contexto de un "pacto fiscal". También, sugirió que quizá fuera preferible centrarse en áreas específicas como la reducción del gasto tributario y el aumento de la tasa del impuesto al valor agregado (IVA) a niveles comparables con los países de la región.



23. **La reforma del sistema de pensiones debería formar parte de la estrategia fiscal de mediano plazo.** La evaluación preliminar de las autoridades estima que los pasivos fiscales sin financiamiento en el sistema de pensiones (que tiene un componente público y uno privado) rondan entre 65 y 75 por ciento del PIB. El análisis también plantea importantes cuestiones de equidad, dado que la mitad de esos pasivos representan beneficios a solo el 10 por ciento de los afiliados (véase el recuadro 2). El personal técnico del FMI está de acuerdo en que la evaluación puso en relieve la necesidad de realizar modificaciones paramétricas para recortar prestaciones, incrementar aportes y aumentar la edad de jubilación. Las autoridades señalaron que tienen proyectado elaborar una propuesta de reforma del sistema de pensiones para la consideración del nuevo gobierno, pero indicaron que existe poco respaldo del público a favor de esta reforma.

24. **El personal técnico del FMI aconsejó no cambiar el tratamiento contable de los pasivos jubilatorios.** Las autoridades explicaron sus planes para absorber en las cuentas del gobierno las cuentas de pensiones privadas que reciben prestaciones definidas, junto con los activos de esas

cuentas (principalmente, títulos del gobierno). A su vez, argumentaron que esta operación reduciría la deuda pública de El Salvador a niveles más comparables con los de países vecinos (que tienen sistemas pensionales de reparto). El personal técnico del FMI aconsejó no realizar esta operación, recalando que no remediaría los desequilibrios subyacentes del sistema de pensiones ya que la brecha entre las prestaciones y los aportes no se reduciría, y haría menos transparentes que en la actualidad la existencia de estos pasivos sin financiamiento.

Afianzar la estabilidad financiera

25. **Las autoridades están interesadas en completar las reformas financieras.** Si bien la supervisión financiera ha mejorado, el ritmo de adopción de las recomendaciones del PESF actualizado en 2010 ha disminuido recientemente (recuadro 4). Las autoridades tienen proyectado seguir avanzando hacia una supervisión basada en riesgo y mejorar la supervisión consolidada transfronteriza. Además, están buscando el apoyo del congreso a favor de marcos que faciliten la resolución bancaria, amplíen el perímetro de supervisión y establezcan fondos de inversión, aunque no está claro que vaya a existir suficiente apoyo para adoptar estas medidas antes de que asuma el nuevo gobierno. El personal técnico del FMI alentó a las autoridades a reforzar las reservas del fondo de garantía de depósitos y a establecer un fondo de liquidez acorde con el nuevo marco de liquidez del banco central.

26. **El personal técnico del FMI sugirió la adopción gradual de las normas de Basilea III.** Argumentó que El Salvador está en buenas condiciones de realizar la transición a las normas de Basilea III, dado que los bancos ya mantienen niveles de capital y liquidez que cumplen con dichas normas (anexo V). En particular, el personal técnico del FMI recomendó la adopción de definiciones más estrictas del capital y la adopción de nuevos requisitos de capital, pero aconsejó no reducir los requisitos de liquidez al nivel de las normas de Basilea III hasta que no entren en funcionamiento el mecanismo de prestamista de última instancia y el fondo de liquidez. Las autoridades dijeron que estudiarían estas sugerencias.

EVALUACIÓN DEL PERSONAL TÉCNICO

27. **Desde 2010, el crecimiento económico de El Salvador ha sido anémico y las vulnerabilidades se han agudizado.** Aunque el sistema financiero ha conservado su solidez y la inflación se ha mantenido baja, anclada por el régimen dolarizado, la recuperación posterior a la crisis de 2008 nunca se consolidó. El crecimiento del producto ha sido el más bajo de América Central, en gran medida debido a los bajos niveles de inversión privada y limitaciones por el lado de la oferta. La estrategia de consolidación fiscal del gobierno, que estuvo respaldada por un acuerdo con el FMI, quedó estancada a fines de 2011 debido a la falta de respaldo político. En consecuencia, el déficit fiscal ha rondado 4 por ciento del PIB desde 2010 y la relación deuda pública/PIB ha seguido aumentando.

28. **No reforzar la política macroeconómica durante el prolongado período electoral que se avecina puede agudizar los riesgos.** El personal técnico del FMI aconsejó a las autoridades y a

todos los grupos políticos que iniciaran un diálogo nacional sobre las prioridades a corto y mediano plazo de El Salvador. Las últimas deberían comprender medidas enfocadas en mejorar las perspectivas de crecimiento, restablecer la sostenibilidad fiscal e incrementar la capacidad de resistencia de la economía dolarizada a los choques.

29. **No se debe postergar la consolidación fiscal.** Las proyecciones del personal técnico del FMI sugieren que con las presentes políticas el déficit fiscal se estabilizaría en torno al 4 por ciento del PIB durante 2013—14; este nivel de déficit mantendría el coeficiente de deuda pública en una trayectoria ascendente y acrecentaría las presiones de financiamiento. El personal técnico del FMI insta a las autoridades a reducir las metas del déficit fiscal para 2013—14 a fin de reducir estos riesgos, para lo cual sería necesario ampliar el alcance de las medidas actualmente contempladas por el lado del ingreso y mantener controlado el gasto corriente. También sería aconsejable un aumento temporal de los requisitos de liquidez para reforzar los colchones del sistema bancario durante el período electoral.

30. **El gobierno debería promover un diálogo nacional para elaborar una agenda de crecimiento a mediano plazo.** El débil desempeño de El Salvador en términos de crecimiento está bien documentado y todos los principales agentes económicos y políticos son conscientes de las reformas necesarias para reducir la brecha de inversión que ha persistido por décadas y aumentar el potencial de crecimiento. Las autoridades deberían aprovechar este consenso acerca de los principales obstáculos que enfrenta la economía para lograr un acuerdo amplio que permita diseñar una estrategia de crecimiento a mediano plazo. Al mismo tiempo, deberían seguir adelante con las iniciativas encaminadas a crear un marco para las APP, promover la participación privada en mejoras de infraestructura y reducir trámites, tomando al mismo tiempo medidas para impedir que estas iniciativas conduzcan a nuevas exenciones tributarias o creen contingencias fiscales.

31. **Una estrategia para fortalecer la situación fiscal debería ser el segundo pilar del diálogo nacional.** El personal técnico del FMI recomienda enmarcarlo en términos de metas a mediano plazo para la relación deuda pública/PIB y buscar reducir este coeficiente a alrededor de 40 por ciento del PIB en 2020. La estrategia de consolidación fiscal debería abarcar medidas por el lado del ingreso y del gasto, incluidas entre otras, mejorar la focalización de los subsidios, reducir el destino específico de los ingresos, reducir el gasto tributario y la evasión tributaria e incrementar la tasa del IVA a niveles observados en otros países latinoamericanos. Una reforma integral del sistema de pensiones debe formar parte de esta estrategia para darle una base financiera sólida y reducir sus inequidades.

32. **El personal técnico del FMI alienta a las autoridades a concluir los planes de reforma del sistema financiero.** El personal técnico del FMI elogia el avance logrado en la adopción de la supervisión basada en riesgo y la mejora de la supervisión consolidada transfronteriza, pero el progreso en otros ámbitos ha perdido ímpetu. El personal técnico del FMI alienta a las autoridades a centrarse en obtener los recursos necesarios para activar el marco de liquidez del banco central, especialmente el mecanismo de prestamista de última instancia, e incrementar las reservas del fondo de garantía de depósitos para reforzar la red de protección financiera. También es importante

avanzar en las reformas financieras encaminadas a facilitar la resolución de bancos y ampliar el perímetro de supervisión.

33. El personal técnico del FMI recomienda que la próxima Consulta del Artículo IV tenga lugar siguiendo el ciclo normal de 12 meses.

Recuadro 1. Implementación de las recomendaciones del FMI en materia de política macroeconómica

La anterior Consulta del Artículo IV, que fue combinada con el primer examen en el marco del Acuerdo *Stand-By* con El Salvador, se centró en la necesidad de recuperar el espacio fiscal utilizado durante la crisis mundial de 2008–09 y reforzar la capacidad de resistencia del sistema financiero (Informe 10/307 de la serie IMF Country Reports). Los directores recomendaron:

- **Fortalecer gradualmente la política fiscal** a fin de mantener un equilibrio adecuado entre respaldar la recuperación económica y encauzar la relación deuda/PIB en una trayectoria descendente moderada. *Las autoridades redujeron el déficit fiscal en 2010, pero se produjeron desviaciones en la aplicación de la política fiscal a finales de 2011 y el coeficiente de deuda pública aumentó hasta 2012.*
- **Implementar una reforma tributaria integral** para respaldar la consolidación fiscal programada. *Las autoridades aumentaron las tasas marginales del impuesto sobre la renta y de algunos impuestos al consumo, y eliminaron exenciones en dos etapas en 2010 y 2012 (lo que representó un incremento combinado de la recaudación de 1.2 por ciento del PIB). Sin embargo, no se emprendieron otras reformas tributarias.*
- **Mejorar la focalización de los subsidios a la energía hacia los pobres** a fin de ampliar el margen para aumentar la inversión social. *Las autoridades lograron avances importantes en 2010, pero estos se revirtieron en gran medida en abril de 2011 tras un repunte temporal de los precios del petróleo. Actualmente, los subsidios al consumo de electricidad y al gas propano líquido benefician de manera desproporcionada a las familias de mayores ingresos.*
- **Avanzar en las reformas bancarias** a fin de implementar la supervisión basada en riesgos, reforzar la red de seguridad financiera y desarrollar el mercado de capital local. *Las autoridades han adoptado la mayor parte de las regulaciones sobre la gestión de riesgos financieros, han puesto en marcha un esquema de prestamista de última instancia y han avanzando en la mejora del proceso de resolución bancaria.*
- **Mejorar el clima de negocios** para promover la inversión y reforzar las perspectivas de crecimiento. *Las autoridades han podido reducir la delincuencia y mejorar la red de carreteras. Sin embargo, la inseguridad y la percepción de corrupción siguen afectando al clima de inversión.*

Recuadro 2. El Salvador: Subsidios y pagos de pensiones

Durante varios años, los pagos de subsidios y pensiones han sido una carga para las finanzas públicas y han planteado cuestiones de equidad. Para solucionar estos temas, se requieren reformas a fin de focalizar los subsidios estrictamente en los grupos más vulnerables y reducir el déficit actuarial del sistema de pensiones y mejorar su equidad.

SUBSIDIOS

Los subsidios al consumo de electricidad, el gas propano líquido (GPL) y el transporte público representaron en promedio 1½ por ciento del PIB anual en 2008–12, pero los hogares de ingresos bajos recibieron solamente una tercera parte del monto gastado, lo que pone de relieve la necesidad de mejorar la focalización de los subsidios.

- Focalización.** La cobertura y magnitud de los subsidios son relativamente amplias. Actualmente, más del 80 por ciento de los hogares reciben el subsidio a la electricidad y al GPL, ambos otorgados a los hogares que consumen hasta 200 kWh de electricidad. Los subsidios representan hasta 70—75 por ciento del costo de recuperación. Por otra parte, las tarifas subvencionadas del transporte público benefician principalmente a los agentes de ingresos medianos y bajos. Si se otorgaran los subsidios solamente a las familias de ingresos bajos y se redujera su tamaño podría obtenerse un ahorro fiscal de hasta 1 por ciento del PIB anual.
- Subsidios cruzados.** Las tarifas escalonadas basadas en el consumo de agua representan un subsidio a las familias de ingresos medianos y bajos, que no tiene impacto en el presupuesto. Estas tarifas benefician sobre todo a las familias en zonas urbanas dado que solo alrededor del 5 por ciento de las familias en zonas rurales tienen acceso a agua potable.

Subsidios en 2012

	% PIB	Nivel 1/	Cobertura 2/
Total	1.5	...	...
Electricidad 3/	0.7	57	81
Menos de 99 kWh	0.5	70	58
100—200 kWh	0.2	25	23
GPL	0.6	75	83
Transporte	0.3	...	...

Fuente: Autoridades nacionales.

1/ Porcentaje del costo de recuperación.

2/ Porcentaje del total de hogares.

3/ Consumo mensual.

SISTEMA DE PENSIONES

Las pensiones pagadas por el gobierno alcanzaron casi 2 por ciento del PIB anual durante los últimos cinco años. Dado que estos gastos se financiaron mediante colocaciones de deuda en fondos de pensiones privados, la deuda pública mantenida por estos fondos se ha acumulado rápidamente, alcanzando 10 por ciento del PIB a finales de 2012 (una quinta parte de la deuda pública total).

- Situación financiera.** Desde 1998 el sistema de reparto se ha ido sustituyendo por cuentas individuales de pensiones, pero continúan acumulándose pasivos fiscales sin financiamiento previsto, dado que modificaciones legales adoptadas en la pasada década establecieron prestaciones definidas para algunas cuentas (estas prestaciones no están vinculadas a las contribuciones tal como en el viejo sistema de reparto) y garantizaron una pensión mínima. Según las estimaciones preliminares de las autoridades, los pasivos sin financiamiento previsto ascienden actualmente a 65—75 por ciento del PIB y los pagos de pensiones aumentarán gradualmente a 3 por ciento del PIB hacia finales de esta década.
- Equidad.** Las autoridades estiman que en ambos regímenes de pensiones las prestaciones definidas tienen importantes implicaciones distributivas. Se adeudan más de la mitad de los pasivos sin financiamiento previsto a 10 por ciento de los afiliados. En términos de flujos, 20 por ciento de los pensionistas actuales (en su mayoría, de ingresos altos) reciben en la actualidad alrededor de 50 por ciento de las pensiones totales pagadas por el gobierno. De hecho, las actuales prestaciones definidas proporcionan grandes subsidios a un pequeño grupo de la población a expensas de las generaciones actuales y futuras de contribuyentes.

Recuadro 3. El Salvador: Matriz de evaluación del riesgo¹

	<i>Al alza/ a la baja</i>	<i>Riesgo</i>	<i>Impacto</i>	<i>Respuesta de política</i>
Un choque de política fiscal en Estados Unidos que reduzca el crecimiento en este país.	↓	M	M	Dado el espacio fiscal limitado, se debe avanzar en la implementación de reformas para mejorar la inversión, incluido el clima de negocios y la competitividad y reforzar la política tributaria a fin de contrarrestar las pérdidas de ingresos.
Cambio de sentido de los flujos de capital hacia mercados emergentes (menor acceso al financiamiento externo).	↓	M	M	Avanzar con las medidas de política fiscal propuestas para reducir las necesidades de financiamiento externo. Reducir los descalces de liquidez en el sistema bancario.
Choque petrolero mundial provocado por eventos geopolíticos (aumentando los precios del petróleo a US\$140 el barril).	↓	B	A	Permitir el traspaso completo de las variaciones de precios al consumidor, mantener una política salarial estricta y reforzar la red de protección social respaldada por la política tributaria.
Debilitamiento en la posición fiscal (impulsado por presiones electorales).	↓	A	A	Llegar a un consenso inmediato con las partes interesadas para llevar a cabo un programa fiscal y de crecimiento a fin proteger la estabilidad.
Choque a la confianza de los depositantes (provocado por la incertidumbre electoral y los elevados déficits fiscales).	↓	M	B	Utilizar las reservas de liquidez existentes. Reforzar el sistema de garantía de depósitos y la supervisión de las cooperativas pequeñas, como se recomendó en el PESF.
Desastres naturales	↓	M	M	Ampliar el uso de los préstamos oficiales para cubrir los costos fiscales derivados de la asistencia focalizada.

¹ B: bajo, M: medio, A: alto. La matriz de evaluación del riesgo muestra eventos que puedan alterar de manera sustancial la trayectoria del escenario base analizado en este informe (que constituye el escenario con más probabilidades de materializarse según la opinión del personal técnico del FMI). Esta matriz refleja la opinión del personal técnico del FMI sobre la fuente de riesgos y el nivel global de preocupación en el momento de las conversaciones con las autoridades. La probabilidad relativa de que surjan los riesgos presentados en esta lista es la evaluación subjetiva del personal técnico del FMI de los riesgos que rodean este escenario base.

Recuadro 4. Principales recomendaciones de la actualización del Programa de Evaluación del Sector Financiero (PESF) de 2010

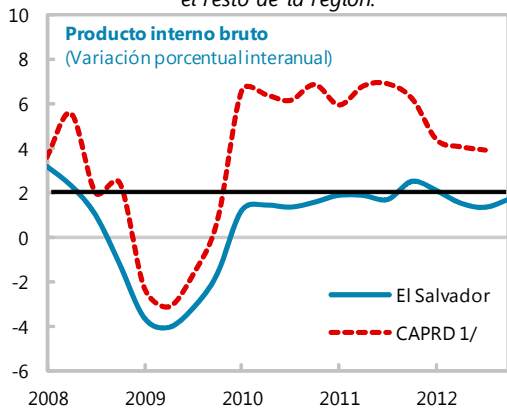
	Estado ¹
Supervisión financiera	
<ul style="list-style-type: none"> • Aprobar las modificaciones a la ley de supervisión y regulación del sistema financiero a fin de ampliar la autonomía y las competencias de la autoridad supervisora para adoptar medidas correctivas, y afianzar la protección jurídica de los supervisores. 	IP
<ul style="list-style-type: none"> • Avanzar gradualmente en la implementación de la supervisión basada en riesgos: i) dictando y adoptando normas sobre riesgos clave y gobierno corporativo, y ii) adaptando las evaluaciones cualitativas a las mejores prácticas internacionales y nombrando a un directivo especializado responsable de la supervisión global de cada banco. 	IP
<ul style="list-style-type: none"> • Intensificar la supervisión de la concentración de crédito y la capacidad de reembolso de los deudores. 	IP
Gestión de liquidez	
<ul style="list-style-type: none"> • Modificar la ley del banco central a fin de otorgarle competencias para actuar como prestamista de última instancia. 	PI
<ul style="list-style-type: none"> • Implementar una política integral de liquidez, que incluya objetivos, la creación de un fondo de liquidez y planes de contingencia. 	IP
Resolución bancaria	
<ul style="list-style-type: none"> • Realizar un ejercicio integral de simulación de resolución bancaria. 	PI
<ul style="list-style-type: none"> • Elaborar manuales a fin de formalizar los procedimientos para la gestión y resolución de crisis bancarias. 	IP
<ul style="list-style-type: none"> • Actualizar el marco jurídico para la resolución bancaria: i) eliminar el período de notificación de tres días para las medidas de resolución; ii) exigir el cese del directorio del banco en la intervención judicial; iii) garantizar la solución de menor costo, y iv) aumentar el financiamiento del fondo de garantía de depósitos. 	LP
<ul style="list-style-type: none"> • Actualizar el marco jurídico de los bancos cooperativos y su proceso de resolución. 	LP
Mercados de capital	
<ul style="list-style-type: none"> • Aprobar la ley de fondos de inversión para ampliar la base potencial de inversionistas y desarrollar los mercados nacionales de capital. 	LP
<ul style="list-style-type: none"> • Aprobar la reestructuración del marco regulatorio del mercado de valores. 	NI
<ul style="list-style-type: none"> • Modificar la ley de fondos de pensiones a fin de ampliar las oportunidades de inversión para los fondos de pensiones privados. 	NI

¹ PI: Plenamente implementado; IP: Implementado parcialmente; LP: Legislación pendiente; NI: No implementado.

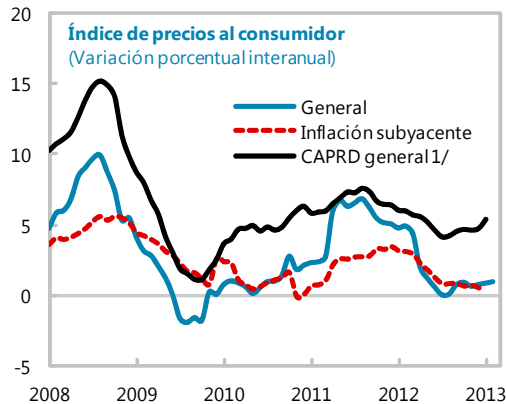
Gráfico 1. El Salvador: Evolución económica reciente

El crecimiento se mantuvo débil después de la crisis financiera mundial.

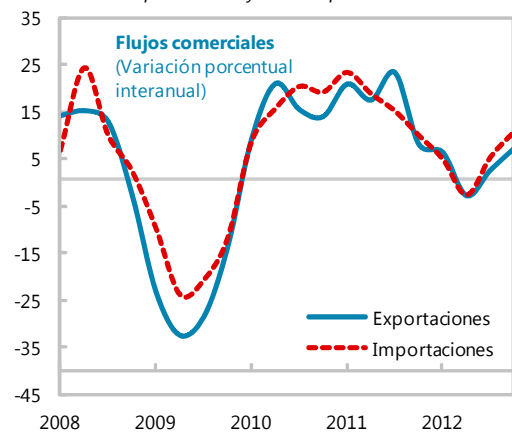
El crecimiento ha sido más bajo que en el resto de la región.



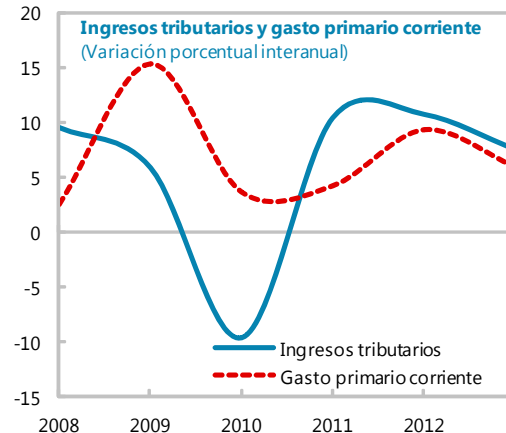
La inflación se redujo por debajo de 1% en 2012.



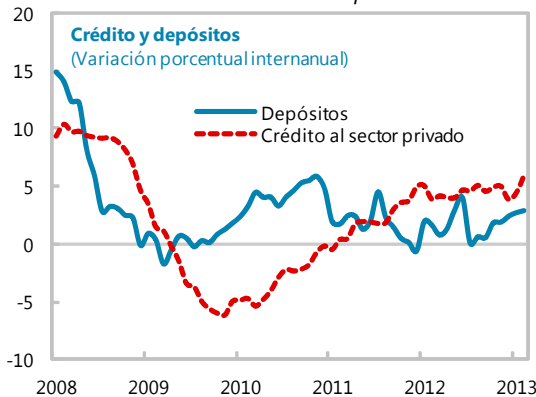
El crecimiento de los flujos comerciales se desaceleró en 2012 debido a la reducción de los precios de las exportaciones y de las importaciones.



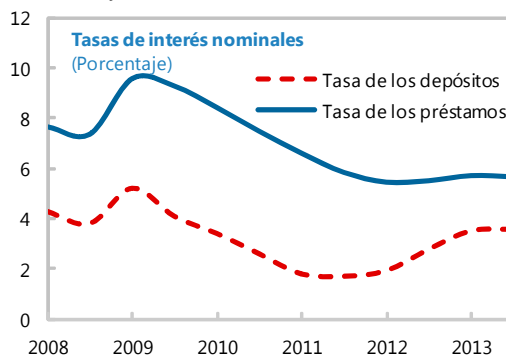
El crecimiento de los ingresos tributarios no ha compensado los aumentos del gasto del pasado.



Los depósitos y el crédito bancario repuntaron moderadamente el año pasado...



...y las tasas de interés aumentaron.



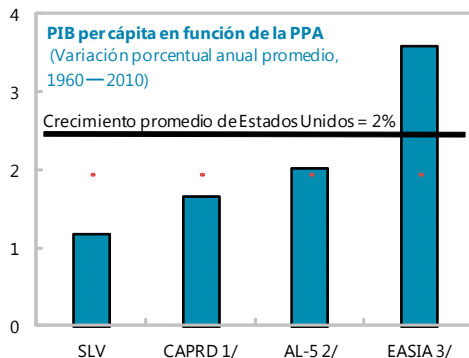
Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

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

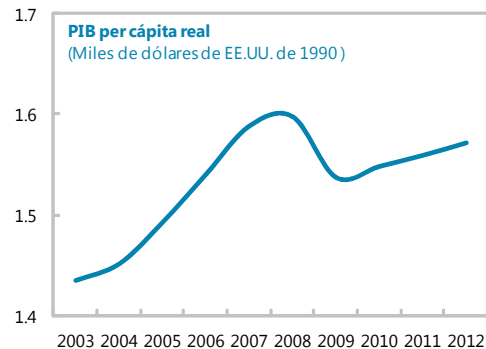
Gráfico 2. El Salvador: Crecimiento a largo plazo y pobreza

Los cuellos de botella estructurales frenan el crecimiento a largo plazo.

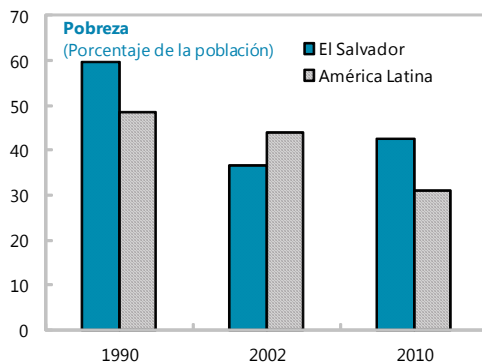
El crecimiento ha sido uno de los más bajos de las Américas.



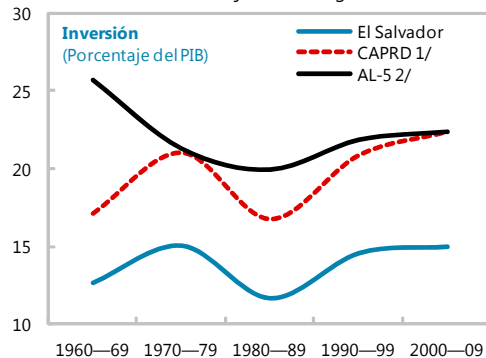
El ingreso per cápita se mantiene por debajo del nivel registrado en 2008...



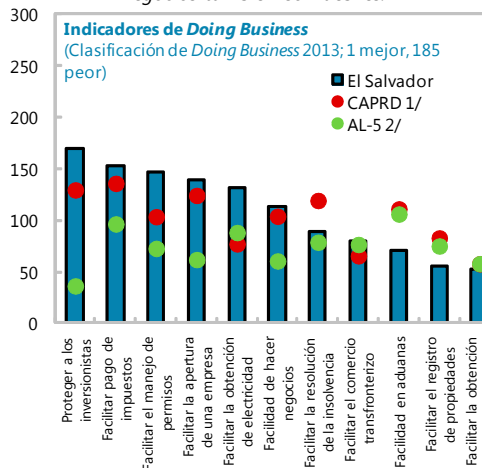
...y la pobreza sigue siendo elevada.



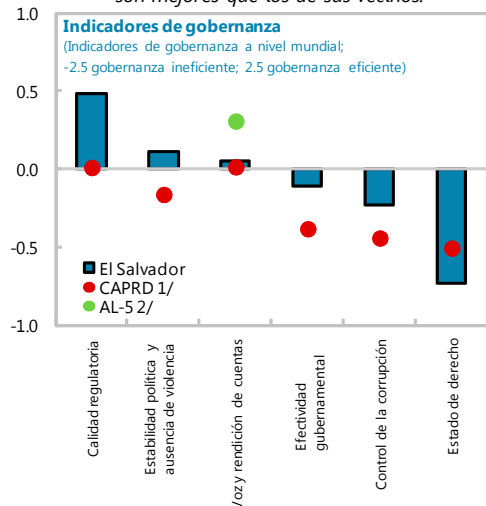
El coeficiente de inversión se encuentra entre los más bajos de la región...



...y los indicadores sobre la facilidad para hacer negocios también son débiles.



Sin embargo, los indicadores de gobernanza son mejores que los de sus vecinos.



Fuentes: Penn World Tables; CEPAL; indicadores de nivel educativo de Barro y Lee, y Banco Mundial, *World Development Indicators*, *Doing Business Indicators* y *Governance Indicators*.

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

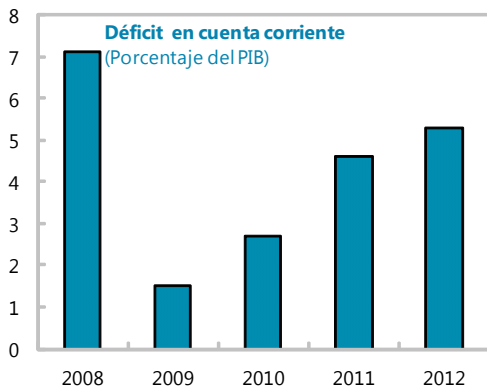
2/ Promedio simple de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

3/ Promedio simple de Bangladesh, Bhután, Camboya, China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Macao, Malasia, la provincia china de Taiwán, la RAE de Hong Kong, la R.D.P. Lao, Singapur, Sri Lanka, Tailandia y Vietnam.

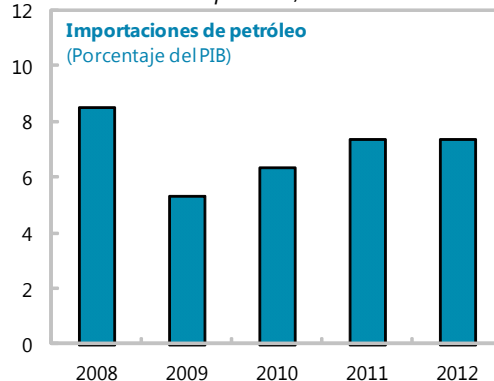
Gráfico 3. El Salvador: Evolución de la balanza de pagos

Las cuentas externas se han debilitado desde la crisis mundial.

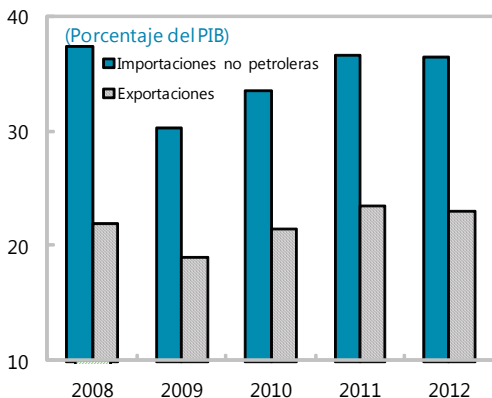
El déficit de la cuenta corriente externa se ha incrementado...



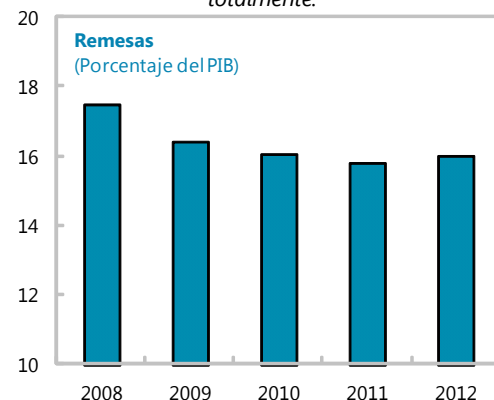
...debido al alza de las importaciones de petróleo,



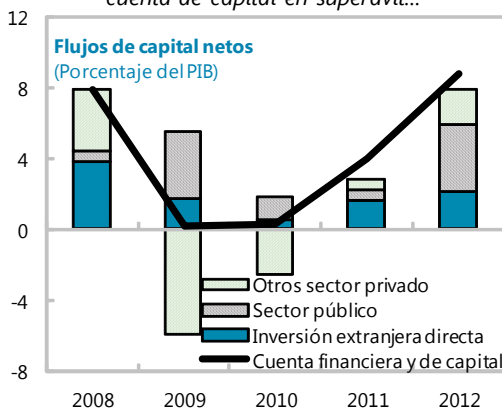
...al aumento de las importaciones no petroleras y a un menor dinamismo de las exportaciones...



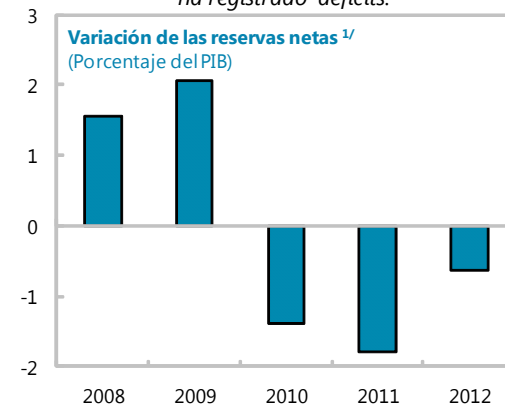
...y las remesas no se recuperaron totalmente.



El endeudamiento oficial ha mantenido la cuenta de capital en superávit...



...aunque la balanza de pagos subyacente ha registrado déficits.



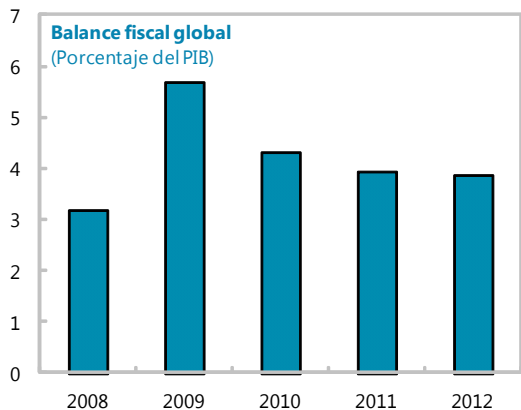
Fuentes: Banco Central de Reserva de El Salvador; Haver Analytics, y cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Excluye los fondos generados por la colocación de eurobonos en noviembre de 2012.

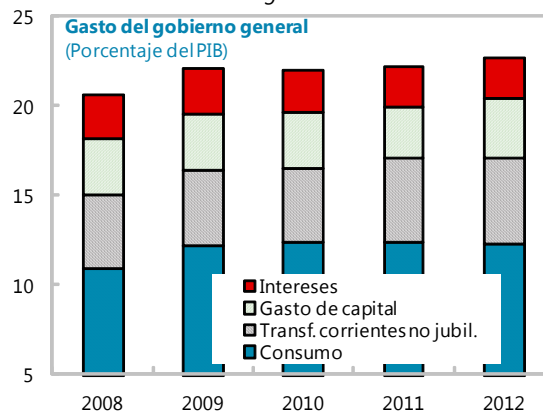
Gráfico 4. El Salvador: Evolución fiscal

Las vulnerabilidades en el sector público han aumentado, dado que la consolidación fiscal ha sido lenta.

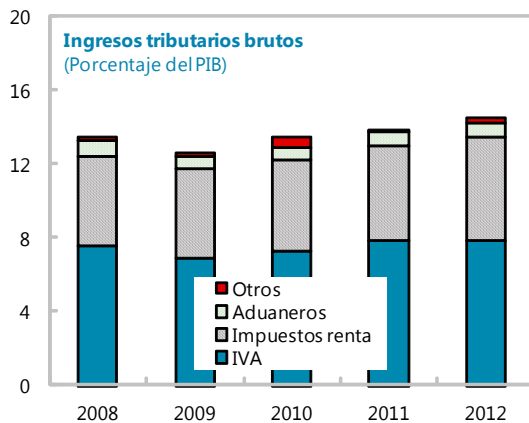
El déficit fiscal se ha estabilizado en alrededor de 4% del PIB...



...dado que los gastos se mantuvieron por encima del nivel registrado antes de la crisis...



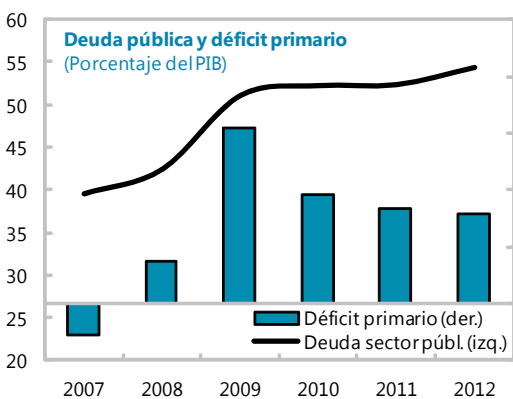
...y el aumento del ingreso fue modesto.



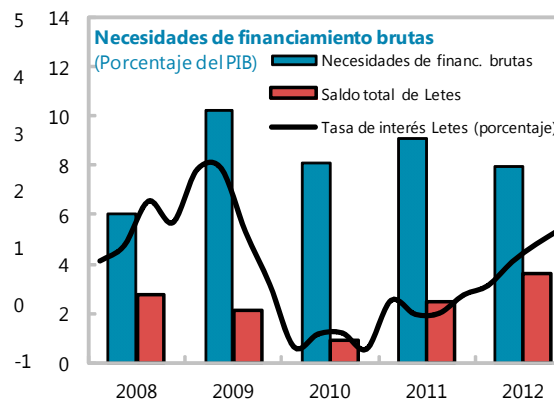
Los subsidios no focalizados al gas, electricidad y transporte siguen siendo cuantiosos.



El nivel de deuda pública es elevado y sigue aumentando...



...y los costos de endeudamiento están en alza.

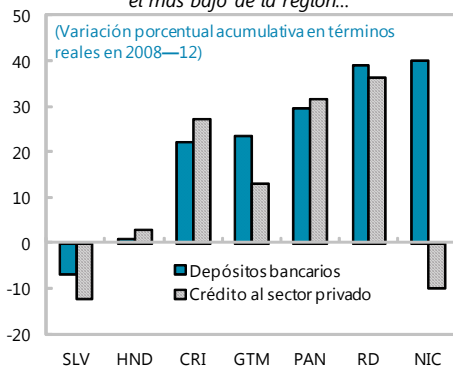


Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

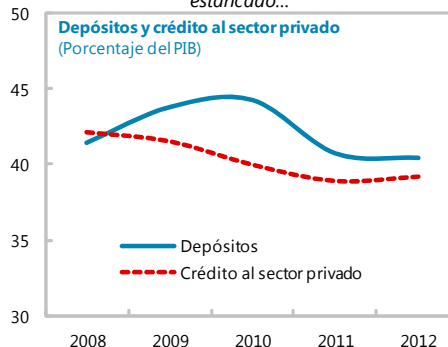
Gráfico 5. El Salvador: Evolución del sector financiero

La intermediación se ha desacelerado, pero el sistema bancario parece sólido.

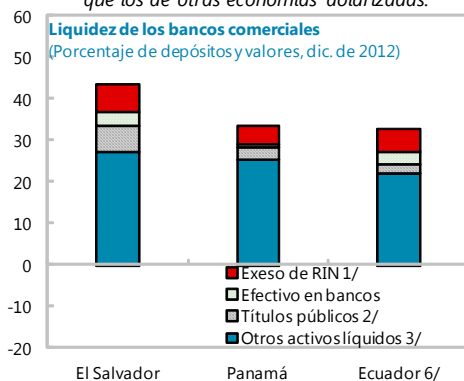
El crecimiento de los depósitos y del crédito es el más bajo de la región...



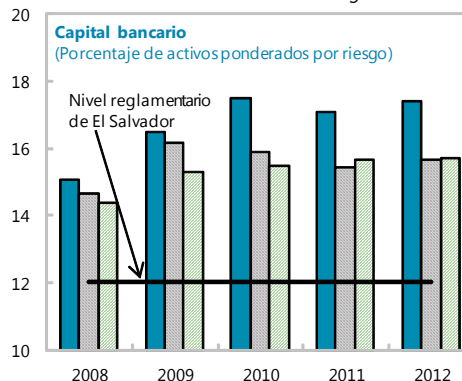
...y la intermediación financiera se ha estancado...



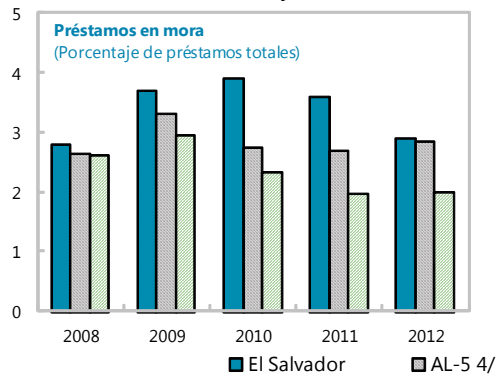
...aunque los bancos tienen mayor liquidez que los de otras economías dolarizadas.



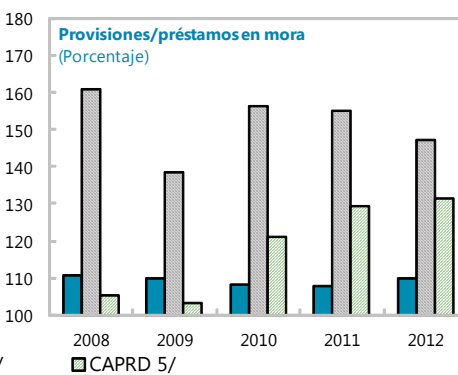
Las reservas de capital de los bancos superan las de otros bancos de la región...



...mientras que la calidad de los activos bancarios ha mejorado...



...y las provisiones se mantuvieron en un nivel adecuado.



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

1/ Reservas internacionales netas que excedan de los activos de los bancos comerciales en el banco central.

2/ Tenencias de los bancos comerciales de títulos valores del banco central y el gobierno central.

3/ Depósitos en el banco central, depósitos en el exterior y títulos valores en el exterior.

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

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

6/ Datos a junio de 2012.

Nota: CRI denota Costa Rica, RD República Dominicana, SLV El Salvador, GTM Guatemala, HND Honduras, NIC Nicaragua, PAN Panamá.

Cuadro 1. El Salvador: Indicadores económicos seleccionados**I. Indicadores sociales**

Clasificación en el índice de desarrollo del PNUD 2012 (de 186)	107	Población (millones)	6.2
Ingreso per cápita (dólares de EE.UU.)	3,823	Esperanza de vida al nacer (años)	71
Porcent. de población por debajo de línea de pobreza (2010)	43	Mortalidad infantil (cada 1,000 nacimientos)	15
Índice de Gini	47	Educación primaria completa (porcentaje)	89

II. Indicadores económicos

	2008	2009	2010	2011	Prel. 2012	Proyecciones 2013 2014	
(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)							
Ingreso y precios							
PIB real	1.3	-3.1	1.4	2.0	1.6	1.6	1.6
Precios al consumidor (fin de período)	5.5	0.1	2.1	5.1	0.8	2.3	2.6
Deflactor del PIB	5.3	-0.5	2.3	5.7	1.5	1.7	2.4
Sector externo							
Exportaciones de bienes y servicios, volumen	6.9	-16.0	11.6	9.3	4.8	4.0	4.5
Importaciones de bienes y servicios, volumen	3.3	-24.8	10.4	10.3	2.3	3.9	4.0
Términos de intercambio	-9.5	12.6	-5.8	-2.6	-3.6	-2.7	1.6
Tipo de cambio efectivo real (+ = apreciación)	7.0	-4.3	-0.6	1.7	-1.7	...	...
Diferencial de los bonos soberanos externos	388	486	315	374	448	...	...
(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)							
Dinero y crédito							
Crédito al sector privado	43.0	42.4	40.9	39.8	40.1	39.6	38.9
Dinero en sentido amplio	45.0	47.3	47.2	43.7	43.2	42.8	42.1
Tasa de interés (depósitos a plazo, porcentaje)	4.2	4.5	2.9	1.8	2.5	...	...
Sector externo							
Balance de la balanza en cuenta corriente	-7.1	-1.5	-2.7	-4.6	-5.3	-5.0	-4.8
Balance de la balanza comercial	-21.8	-15.0	-16.5	-18.4	-18.7	-19.1	-19.1
Exportaciones (f.o.b., incluida maquila)	21.9	19.0	21.4	23.4	23.0	23.0	23.1
Importaciones (f.o.b., incluida maquila)	-43.8	-34.1	-37.8	-41.8	-41.7	-42.1	-42.3
Servicios e ingresos (netos)	-2.8	-3.1	-3.0	-2.9	-3.3	-2.9	-2.8
Transferencias (netas)	17.5	16.7	16.8	16.6	16.8	17.0	17.1
Inversión extranjera directa	3.8	1.8	0.5	1.7	2.2	1.0	1.1
Sector público no financiero							
Balance global	-3.2	-5.7	-4.3	-3.9	-3.9	-3.9	-3.8
Balance primario	-0.8	-3.1	-1.9	-1.7	-1.6	-1.4	-1.3
Del cual: Ingresos tributarios	13.5	12.6	13.5	13.8	14.4	15.3	15.5
Deuda del sector público 1/ 2/	42.4	51.0	52.2	52.3	54.3	56.4	58.0
Servicio de la deuda externa del sector público (Porcentaje de exportaciones de bienes y servicios)	8.2	10.2	9.4	18.4	9.4	8.1	7.9
Ahorro e inversión internos							
Inversión interna bruta	15.2	13.4	13.3	14.4	14.6	14.6	14.6
Sector público	2.4	2.2	2.4	2.5	2.9	2.9	2.9
Sector privado	12.8	11.2	10.9	11.9	11.7	11.7	11.8
Ahorro interno	8.1	11.9	10.6	9.8	9.3	9.5	9.8
Sector público	-0.4	-3.1	-1.9	-2.0	-1.2	-0.8	-0.5
Sector privado	8.4	15.0	12.5	11.7	10.5	10.4	10.3
Activos externos netos del sistema financiero 3/							
Millones de dólares de EE.UU.	2,208	3,028	3,378	2,811	3,229	3,266	3,136
Porcentaje de depósitos	24.4	32.4	34.5	28.8	32.6	32.4	30.2
Partida informativa							
PIB nominal (miles de millones de dólares de EE.UU.)	21.4	20.7	21.4	23.1	23.8	24.6	25.6

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.

2/ Excluye la deuda soberana emitida en noviembre de 2012 (3¼ por ciento del PIB) para prefinanciar la amortización de deuda a corto plazo en 2013.

3/ A partir de 2010, el oro en reservas internacionales es valuado al precio determinado por London Bullion Market (resultando en un aumento de valuación de US\$170 millones).

Cuadro 2. El Salvador: Balanza de pagos

	2008	2009	2010	2011	Prel.		Proyecciones				
					2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
(Millones de dólares de EE.UU.)											
Cuenta corriente	-1,532	-312	-576	-1,070	-1,258	-1,238	-1,224	-1,222	-1,253	-1,290	-1,326
Balanza comercial	-4,677	-3,108	-3,530	-4,246	-4,465	-4,708	-4,900	-5,076	-5,307	-5,539	-5,792
Exportaciones de bienes (f.o.b.)	4,703	3,930	4,577	5,401	5,467	5,655	5,928	6,213	6,485	6,806	7,144
Mercancías generales	3,334	2,984	3,442	4,200	4,284	4,461	4,685	4,917	5,139	5,391	5,675
Bienes para transformación	1,368	945	1,134	1,201	1,183	1,194	1,243	1,296	1,347	1,416	1,469
Importaciones de bienes (f.o.b.)	-9,380	-7,038	-8,107	-9,647	-9,932	-10,363	-10,828	-11,289	-11,793	-12,345	-12,936
Mercancías generales	-8,374	-6,433	-7,354	-8,794	-9,092	-9,527	-9,970	-10,395	-10,863	-11,368	-11,922
Bienes para transformación	-1,005	-605	-753	-854	-840	-836	-858	-894	-929	-977	-1,014
Servicios	-213	-90	-94	-33	136	100	88	91	97	101	106
Ingreso	-389	-556	-551	-632	-933	-820	-793	-809	-834	-868	-900
Transferencias corrientes	3,747	3,442	3,599	3,841	4,004	4,189	4,382	4,572	4,791	5,015	5,259
Cuenta financiera y de capital	1,702	42	70	926	2,093	444	1,281	1,278	1,310	1,363	1,400
Cuenta de capital	80	131	232	266	201	168	181	191	201	216	226
Flujos financieros del sector público	127	785	274	121	903	149	175	78	44	68	102
Desembolsos	427	1,076	584	1,067	1,190	401	447	391	398	442	457
Amortización	-300	-291	-310	-946	-287	-252	-272	-313	-353	-374	-355
Flujos financieros del sector privado	1,495	-875	-436	539	989	127	925	1,009	1,065	1,080	1,072
Inversión extranjera directa	824	366	117	385	515	250	271	290	307	325	327
Inversión de cartera	131	747	-121	100	11	-59	-44	-21	-29	-27	-25
Otros	541	-1,988	-431	53	463	-64	698	740	787	782	770
Errores y omisiones	164	693	211	-271	-186	0	0	0	0	0	0
Variación de las reservas (- = aumento)	-333	-423	295	414	-650	795	-57	-56	-58	-73	-74
(Porcentaje del PIB)											
Cuenta corriente	-7.1	-1.5	-2.7	-4.6	-5.3	-5.0	-4.8	-4.6	-4.5	-4.4	-4.4
Balanza comercial	-21.8	-15.0	-16.5	-18.4	-18.7	-19.1	-19.1	-19.0	-19.0	-19.0	-19.0
Exportaciones de bienes (f.o.b.)	21.9	19.0	21.4	23.4	23.0	23.0	23.1	23.3	23.3	23.4	23.5
Exportaciones netas de maquila	1.7	1.6	1.8	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Importaciones de bienes (f.o.b.)	-43.8	-34.1	-37.8	-41.8	-41.7	-42.1	-42.3	-42.3	-42.3	-42.4	-42.5
Petróleo y productos del petróleo	-8.4	-5.3	-6.3	-7.3	-7.3	-7.2	-6.9	-6.6	-6.3	-6.2	-6.1
Servicios	-1.0	-0.4	-0.4	-0.1	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Ingreso	-1.8	-2.7	-2.6	-2.7	-3.9	-3.3	-3.1	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
Transferencias corrientes	17.5	16.7	16.8	16.6	16.8	17.0	17.1	17.1	17.2	17.2	17.3
Cuenta financiera y de capital	7.9	0.2	0.3	4.0	8.8	1.8	5.0	4.8	4.7	4.7	4.6
Cuenta de capital	0.4	0.6	1.1	1.2	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Flujos financieros del sector público	0.6	3.8	1.3	0.5	3.8	0.6	0.7	0.3	0.2	0.2	0.3
Flujos financieros del sector privado	7.0	-4.2	-2.0	2.3	4.2	0.5	3.6	3.8	3.8	3.7	3.5
Inversión extranjera directa	3.8	1.8	0.5	1.7	2.2	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Inversión de cartera	0.6	3.6	-0.6	0.4	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Otros	2.5	-9.6	-2.0	0.2	1.9	-0.3	2.7	2.8	2.8	2.7	2.5
(Variación porcentual anual)											
Comercio de mercancías (f.o.b.)											
Exportaciones (nominales)	15.6	-16.4	16.5	18.0	1.2	3.4	4.8	4.8	4.4	4.9	5.0
Volumen	7.4	-15.3	13.8	8.3	5.1	6.0	3.3	4.0	4.3	3.6	4.0
Precio	7.6	-1.3	2.4	9.0	-3.7	-2.4	1.5	0.8	0.0	1.3	0.9
Importaciones (nominales)	11.2	-25.0	15.2	19.0	3.0	4.3	4.5	4.3	4.5	4.7	4.8
Volumen	-6.5	-14.4	6.0	6.4	3.1	4.0	4.6	4.4	4.2	4.0	4.0
Precio	18.9	-12.3	8.7	11.8	-0.1	0.3	-0.1	-0.2	0.3	0.7	0.7
Términos de intercambio	-9.5	12.6	-5.8	-2.6	-3.6	-2.7	1.6	1.0	-0.2	0.6	0.2
Partidas informativas											
Variación subyacente de las reservas (- = aumento) 1/	-333	-423	295	414	150	-5	-57	-56	-58	-73	-74
Reservas internacionales brutas (US\$ millones) 2/	2,545	2,987	2,883	2,504	3,154	2,359	2,416	2,473	2,531	2,604	2,677
En meses de importaciones (excluida maquila) 3/	4.1	4.3	3.5	3.0	3.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4
Como porcentaje del total de deuda externa a corto plazo	158	329	343	205	229	169	162	156	151	147	143
Deuda pública externa (en porcentaje del PIB) 1/	43.8	46.1	46.3	46.9	47.8	50.1	51.6	52.5	53.3	53.9	54.5
De la cual: Deuda del sector público	24.5	30.0	30.3	28.8	31.7	31.3	30.8	29.8	28.7	27.7	26.8
De la cual: Deuda del sector privado	19.3	16.1	16.0	18.1	19.5	18.8	20.8	22.7	24.6	26.2	27.6
Servicio de la deuda externa del sector público (US\$ millones)	475	489	523	1,193	628	561	571	610	653	682	671
Porcentaje de exportaciones de bienes y servicios	8.2	10.2	9.4	18.4	9.4	8.1	7.9	8.1	8.3	8.3	7.8
Necesidades de financiamiento externo brutas (US\$ millones)	3,895	2,945	1,791	2,756	3,777	2,470	3,341	3,553	3,801	4,057	4,258
Porcentaje del PIB	18.2	14.3	8.4	11.9	15.9	10.0	13.0	13.3	13.6	13.9	14.0

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

1/ Excluye la deuda soberana emitida en noviembre de 2012 (3¼ por ciento del PIB) para prefinanciar la amortización de deuda a corto plazo en 2013.

2/ A partir de 2010, el oro en reservas internacionales es valuado al precio determinado por London Bullion Market (resultando en un aumento de valuación de US\$170 millones).

3/ Expresado en términos de importaciones del año siguiente.

Cuadro 3. El Salvador: Operaciones del sector público no financiero

(Millones de dólares de EE.UU.)

	2008	2009	2010	2011	Prel.	Proyecciones	
					2012	2013	2014
Ingreso y donaciones	3,732	3,399	3,802	4,219	4,507	4,792	5,025
Ingresos corrientes	3,679	3,290	3,638	4,005	4,329	4,724	4,975
Ingresos tributarios	2,886	2,609	2,882	3,192	3,434	3,773	3,974
Ingresos no tributarios	619	573	651	644	734	783	828
Superávit operativo de las empresas públicas	174	108	105	169	162	167	174
Donaciones oficiales	53	109	164	214	178	68	49
Gasto	4,415	4,571	4,721	5,127	5,427	5,754	5,996
Gasto corriente	3,754	3,929	4,044	4,459	4,609	4,925	5,133
Sueldos y salarios 1/	1,528	1,659	1,710	1,928	2,000	2,161	2,248
Bienes y servicios 1/	823	874	944	932	940	980	1,020
Intereses	520	531	508	518	540	608	642
Transferencias corrientes	884	865	883	1,081	1,128	1,176	1,223
Pagos no de pensiones	425	495	525	675	709	742	772
Pagos de pensiones	458	370	357	406	419	433	451
Gasto de capital	661	642	677	668	818	829	862
Balance primario	-164	-642	-411	-390	-379	-353	-329
Balance global	-683	-1,173	-919	-908	-919	-962	-971
Financiamiento	683	1,173	919	908	919	962	971
Externo	127	785	274	121	903	149	175
Desembolsos	427	1,076	584	1,067	1,190	401	447
Amortización	-300	-291	-310	-946	-287	-252	-272
Interno	557	387	645	787	16	526	362
Variación de depósitos en el banco central (- = aumento)	26	-296	271	197	-737	800	0
Sistema bancario	93	239	-67	164	328	-617	300
Sector privado 2/	438	442	438	423	425	343	62
Financiamiento no identificado	...	...	...	...	...	287	433
Partidas informativas:							
Ingresos corrientes menos gasto corriente	-75	-639	-407	-453	-280	-201	-158
Necesidades brutas de financiamiento	1,281	2,099	1,720	2,089	1,885	2,171	1,881
Tasa de interés nominal implícita (porcentaje)	6.5	5.8	4.8	4.3	4.5	4.4	4.6
Deuda del sector público (bruta) 3/ 4/	9,094	10,544	11,175	12,076	12,934	13,896	14,867
Deuda del sector público (neta) 5/	8,665	9,757	10,661	11,728	12,680	13,601	14,529
PIB nominal	21,431	20,661	21,418	23,095	23,816	24,618	25,614

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

1/ En 2011, el costo del personal contractual en educación (US\$73 millones) se reclasificó de servicios a salarios.

2/ Incluye el financiamiento para educación, salud, fideicomisos de pensiones y otras sociedades no de depósito.

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

4/ Excluye la deuda soberana emitida en noviembre de 2012 (US\$ 800 millones) para prefinanciar la amortización de deuda a corto plazo en 2013.

5/ Deuda bruta del sector público menos depósitos del gobierno mantenidos en el banco central y en bancos comerciales.

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

(Porcentaje del PIB)

	2008	2009	2010	2011	Prel.	Proyecciones					
					2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ingreso y donaciones	17.4	16.4	17.8	18.3	18.9	19.5	19.6	19.6	19.7	19.8	19.8
Ingresos corrientes	17.2	15.9	17.0	17.3	18.2	19.2	19.4	19.5	19.6	19.6	19.7
Ingresos tributarios	13.5	12.6	13.5	13.8	14.4	15.3	15.5	15.6	15.6	15.7	15.8
Ingresos no tributarios	2.9	2.8	3.0	2.8	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
Superávit operativo de las empresas públicas	0.8	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Donaciones oficiales	0.2	0.5	0.8	0.9	0.7	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2
Gasto	20.6	22.1	22.0	22.2	22.8	23.4	23.4	23.5	23.5	23.6	23.6
Gasto corriente	17.5	19.0	18.9	19.3	19.4	20.0	20.0	20.1	20.1	20.2	20.3
Sueldos y salarios 1/	7.1	8.0	8.0	8.3	8.4	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8
Bienes y servicios 1/	3.8	4.2	4.4	4.0	3.9	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Intereses	2.4	2.6	2.4	2.2	2.3	2.5	2.5	2.6	2.6	2.7	2.7
Transferencias corrientes	4.1	4.2	4.1	4.7	4.7	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
Pagos no de pensiones	2.0	2.4	2.5	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Pagos de pensiones	2.1	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Gasto de capital	3.1	3.1	3.2	2.9	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
Balance primario	-0.8	-3.1	-1.9	-1.7	-1.6	-1.4	-1.3	-1.3	-1.2	-1.1	-1.1
Balance global	-3.2	-5.7	-4.3	-3.9	-3.9	-3.9	-3.8	-3.8	-3.8	-3.8	-3.8
Financiamiento	3.2	5.7	4.3	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
Externo	0.6	3.8	1.3	0.5	3.8	0.6	0.7	0.3	0.2	0.2	0.3
Desembolsos	2.0	5.2	2.7	4.6	5.0	1.6	1.7	1.5	1.4	1.5	1.5
Amortización	-1.4	-1.4	-1.4	-4.1	-1.2	-1.0	-1.1	-1.2	-1.3	-1.3	-1.2
Interno	2.6	1.9	3.0	3.4	0.1	2.1	1.4	1.5	0.9	1.5	1.4
Variación de depósitos en el banco central (- = aumento)	0.1	-1.4	1.3	0.9	-3.1	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Sistema bancario	0.4	1.2	-0.3	0.7	1.4	-2.5	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Sector privado 2/	2.0	2.1	2.0	1.8	1.8	1.4	0.2	1.5	0.9	1.5	1.4
Financiamiento no identificado	...	...	...	...	...	1.2	1.7	2.0	2.7	2.1	2.1
Partidas informativas:											
Ingresos corrientes menos gasto corriente	-0.4	-3.1	-1.9	-2.0	-1.2	-0.8	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
Necesidades brutas de financiamiento	6.0	10.2	8.0	9.0	7.9	8.8	7.3	7.3	7.9	7.3	7.1
Tasa de interés nominal implícita (porcentaje)	6.5	5.8	4.8	4.6	4.5	4.4	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
Deuda del sector público (bruta) 3/ 4/	42.4	51.0	52.2	52.3	54.3	56.4	58.0	59.5	60.8	62.0	63.1
Deuda del sector público (neta) 5/	40.4	47.2	49.8	50.8	53.2	55.2	56.7	58.0	59.1	60.0	61.3
PIB nominal	21,431	20,661	21,418	23,095	23,816	24,618	25,614	26,702	27,871	29,141	30,457

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

1/ En 2011, el costo del personal contractual en educación (US\$73 millones) se reclasificó de servicios a salarios.

2/ Incluye el financiamiento para educación, salud, fideicomisos de pensiones y otras sociedades no de depósito.

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

4 / Excluye la deuda soberana emitida en noviembre de 2012 (3¼ por ciento del PIB) para prefinanciar la amortización de deuda a corto plazo en 2013.

5/ Deuda bruta del sector público menos depósitos del gobierno mantenidos en el banco central y en bancos comerciales.

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

	2008	2009	2010	2011	Prel.	Proyecciones	2014
					2012	2013	
(Saldos fin de período; millones de dólares de EE.UU.)							
I. Banco Central							
Activos externos netos	2,248	2,594	2,550	2,177	2,831	2,036	2,093
<i>De los cuales: Reservas internacionales netas 1/ 2/</i>	2,514	2,956	2,852	2,472	3,141	2,346	2,404
Activos internos netos	442	35	36	300	-450	345	340
Sector público no financiero (neto)	515	219	490	688	-49	751	751
Créditos	839	836	833	833	832	832	832
Pasivos 2/	323	617	343	145	881	81	81
Resto del sistema financiero (neto)	158	98	109	175	186	186	186
Sector privado no financiero (créditos)	32	15	1	0	0	0	0
Otras partidas (netas)	-264	-298	-564	-563	-587	-592	-597
Pasivos	2,690	2,629	2,586	2,476	2,381	2,381	2,433
Base monetaria	2,291	2,282	2,354	2,275	2,229	2,229	2,281
Dinero en circulación	33	33	5	5	4	4	5
Pasivos frente a sociedades de depósito	2,258	2,250	2,349	2,271	2,224	2,224	2,276
Otros pasivos frente al público	399	347	232	201	152	152	152
II. Sociedades de depósito							
Activos externos netos	-98	376	697	295	-62	684	433
Activos internos netos	9,152	8,832	8,987	9,383	9,985	9,484	9,974
Sector público no financiero (neto)	351	499	445	465	578	-39	261
Créditos	469	680	627	681	762	145	445
Pasivos	118	181	182	215	184	184	184
Resto del sistema financiero (neto)	1,491	1,571	1,928	1,888	1,981	1,961	1,997
Crédito al sector privado	9,017	8,572	8,559	8,984	9,332	9,516	9,715
Otras partidas (netas)	-1,707	-1,809	-1,946	-1,955	-1,907	-1,954	-2,000
Pasivos frente al sector privado	9,053	9,209	9,683	9,678	9,923	10,168	10,407
Depósitos	8,884	9,043	9,474	9,413	9,638	9,876	10,107
Valores	169	166	209	264	285	292	299
III. Otras sociedades financieras 3/							
Activos externos netos	58	58	132	339	460	546	610
Activos internos netos	4,657	5,260	5,786	6,108	6,687	7,154	7,645
Sector público no financiero (neto)	3,030	3,607	4,262	4,960	5,682	6,118	6,571
Resto del sistema financiero (neto)	1,544	1,620	1,508	1,121	978	1,011	1,052
Crédito al sector privado	166	166	195	215	227	232	238
Otras partidas (netas)	-84	-133	-179	-188	-201	-208	-216
Pasivos frente al sector privado	4,715	5,318	5,918	6,447	7,147	7,700	8,255
Contribuciones a fondos de pensiones	4,547	5,139	5,734	6,247	6,931	7,481	8,031
IV. Sistema financiero							
Activos externos netos	2,208	3,028	3,378	2,811	3,229	3,266	3,136
Activos internos netos	11,993	11,878	12,460	13,519	13,997	14,759	15,682
Créditos netos frente al sector público no financiero	3,897	4,325	5,198	6,113	6,212	6,830	7,583
Crédito al sector privado	9,215	8,753	8,755	9,199	9,559	9,748	9,953
Otros	-1,118	-1,200	-1,493	-1,793	-1,774	-1,819	-1,854
Pasivos frente al sector privado	14,201	14,906	15,838	16,331	17,226	18,025	18,818
Dinero	1,875	2,183	2,542	2,669	2,681	2,748	2,812
Cuasidinero	7,780	7,584	7,562	7,415	7,614	7,797	7,975
Contribuciones a fondos de pensiones	4,547	5,139	5,734	6,247	6,931	7,481	8,031
Partidas informativas:	(Variac. porcent. en relación con pasivos frente sector privado del año anterior)						
Activos internos netos	4.4	-0.8	3.9	6.7	2.9	4.4	5.1
Sector público no financiero	3.6	3.0	5.9	5.8	0.6	3.6	4.2
Crédito al sector privado	3.3	-3.3	0.0	2.8	2.2	1.1	1.1
Pasivos frente al sector privado	3.6	5.0	6.3	3.1	5.5	4.6	4.4
(Porcentaje del PIB)							
Crédito al sector privado	43.0	42.4	40.9	39.8	40.1	39.6	38.9
Pasivos frente al sector privado	66.3	72.1	73.9	70.7	72.3	73.2	73.5
Excluidas contribuciones a fondos de pensiones	45.0	47.3	47.2	43.7	43.2	42.8	42.1
(Variación porcentual anual, salvo indicación en contrario)							
Crédito al sector privado	5.1	-5.0	0.0	5.1	3.9	2.0	2.1
Depósitos del sector privado en socied. de depósito	-0.1	1.8	4.8	-0.6	2.4	2.5	2.3
Depósitos líquidos de sociedades de depósito en el banco central							
(Porcentaje del total de depósitos)	24.1	24.1	22.4	23.0	23.1	22.5	22.5
(Porcentaje de RIN)	89.8	76.1	82.4	91.9	70.8	94.8	94.7

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

1/ A partir de 2010, el oro en reservas internacionales es valorado al precio determinado por London Bullion Market (resultando en un aumento de valuación de US\$170 millones).

2/ Incluye los fondos generados por la deuda soberana emitida en noviembre de 2012 (US\$800 millones) para prefinanciar la amortización de deuda a corto plazo en 2013.

3/ Incluye los fondos de pensiones privados, las compañías de seguros y el Banco de Desarrollo estatal.

Cuadro 6. El Salvador: Indicadores seleccionados de vulnerabilidad

(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

	2008	2009	2010	2011	Prel. 2012	Proyecciones	
						2013	2014
Indicadores fiscales							
Balance global del sector público no financiero	-3.2	-5.7	-4.3	-3.9	-3.9	-3.9	-3.8
Balance primario del sector público no financiero	-0.8	-3.1	-1.9	-1.7	-1.6	-1.4	-1.3
Necesidades de financiamiento brutas del sector público	6.0	10.2	8.0	9.0	7.9	8.8	7.3
Deuda del sector público (bruta) 1/	42.4	51.0	52.2	52.3	54.3	56.4	58.0
Deuda externa del sector público	24.5	30.0	30.3	28.8	31.7	31.3	30.8
Pagos de intereses externos/ingresos fiscales totales (porcentaje)	9.3	9.6	8.0	7.3	6.7	7.1	7.2
Pagos de amortización externa/ingresos fiscales totales (porcentaje) 2/	8.0	8.6	8.2	22.4	6.4	5.3	5.4
Indicadores financieros							
Dinero en sentido amplio (variación porcentual, fin de período)	0.0	1.2	3.5	-0.2	2.1	2.4	2.3
Crédito al sector privado (variación porcentual, fin de período)	5.1	-5.0	0.0	5.1	3.9	2.0	2.1
Capital regulatorio/activos ponderados por riesgo	15.1	16.5	17.6	17.1	17.3	...	...
Préstamos vencidos más de 90 días/préstamos totales	2.8	3.7	3.9	3.6	2.9	...	...
Provisiones/préstamos totales	3.1	4.0	4.3	3.8	3.3	...	...
Provisiones/préstamos vencidos más de 90 días	110.4	109.9	107.9	107.8	113.3	...	...
Rendimiento promedio del capital	8.7	2.8	7.3	12.2	12.4	...	...
Rendimiento promedio de los activos totales	1.0	0.3	0.9	1.5	1.6	...	...
Préstamos como porcentaje de depósitos	101.4	91.3	84.7	88.9	93.7	...	...
Activos líquidos/depósitos totales	35.7	41.3	42.0	37.0	31.9	...	...
Indicadores externos							
Exportaciones de bienes y servicios (variación porcentual, de 12 meses)	10.7	-16.8	15.9	16.6	3.0	4.4	4.6
Importaciones de bienes y servicios (variación porcentual, de 12 meses)	9.7	-25.0	14.8	17.2	4.3	4.4	4.2
Balance de la balanza en cuenta corriente	-7.1	-1.5	-2.7	-4.6	-5.3	-5.0	-4.8
Balance de la cuenta de capital y financiera	7.9	0.2	0.3	4.0	8.8	1.8	5.0
Reservas internacionales brutas (millones de dólares) 3/	2,545	2,987	2,883	2,504	3,154	2,359	2,416
Meses de importaciones de bienes y servicios, excluida maquila	4.1	4.3	3.5	3.0	3.6	2.5	2.5
Porcentaje de la deuda a corto plazo	158	329	343	205	229	169	162
Porcentaje de las necesidades brutas de financiamiento externo	65	101	161	91	83	95	72
Porcentaje del dinero en sentido amplio	26.4	30.6	28.5	24.8	30.6	22.4	22.4
Servicio de la deuda externa del sector público 2/	2.2	2.4	2.4	5.2	2.6	2.3	2.2
Deuda externa/exportaciones de bienes y servicios (porcentaje)	163	199	179	167	171	179	184
Pagos de intereses externos/exportaciones de bienes y servicios (porcentaje)	9.5	12.8	10.7	10.4	14.6	12.4	11.6
Amortización externa/exportaciones de bienes y servicios (porcentaje) 2/	35.2	46.1	27.2	32.4	28.0	29.4	28.7
TCER, depreciación es negativa (variación porcentual, fin de período)	7.0	-4.3	-0.6	1.7	-1.7	...	...

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

1/ Incluye la deuda bruta del sector público no financiero y la deuda externa del banco central. Excluye la deuda soberana emitida en noviembre de 2012 (3/4 por ciento del PIB) para prefinanciar la amortización de deuda a corto plazo en 2013.

2/ En 2011, incluye la amortización de un bono externo que fue refinanciado.

3/ A partir de 2010, el oro en reservas internacionales es valuado al precio determinado por London Bullion Market (resultando en un aumento de valuación de US\$170 millones).

Cuadro 7. El Salvador: Necesidades de financiamiento del sector público y fuentes

	Prel.		Proyecciones					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	(Millones de dólares de EE.UU.)							
Necesidades de financiamiento brutas	2,089	1,885	2,171	1,881	1,945	2,202	2,120	2,173
Déficit global	908	919	962	971	1,018	1,061	1,110	1,162
Amortización de deuda pública	1,181	965	1,209	910	926	1,141	1,009	1,011
Externa	946	287	252	272	313	353	374	355
<i>De la cual:</i> Multilateral y bilateral	946	287	252	272	313	353	374	355
Interna	235	679	957	639	614	788	635	656
<i>De la cual:</i> Deuda a corto plazo (letes)	191	570	867	250	550	550	550	550
Fuentes de financiamiento brutas	2,089	1,885	2,171	1,881	1,945	2,202	2,120	2,173
Externas	1,067	1,190	401	447	391	398	442	457
Multilaterales y bilaterales	413	390	401	447	391	398	442	457
Bonos	654	800	0	0	0	0	0	0
Internas	1,022	695	1,483	1,001	1,020	1,041	1,063	1,086
Fondos de pensiones privados	406	419	433	451	470	491	513	536
Uso de depósitos del sistema bancario	361	-708	800	0	0	0	0	0
Deuda a corto plazo (letes)	570	867	250	550	550	550	550	550
Otras, incluida deuda flotante	-314	117	0	0	0	0	0	0
Financiamiento no identificado	0	0	287	433	534	764	614	630
	(Porcentaje del PIB)							
Necesidades de financiamiento brutas	9.0	7.9	8.8	7.3	7.3	7.9	7.3	7.1
Déficit global	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
Amortización de deuda pública	5.1	4.1	4.9	3.6	3.5	4.1	3.5	3.3
Externa	4.1	1.2	1.0	1.1	1.2	1.3	1.3	1.2
<i>De la cual:</i> Multilateral y bilateral	4.1	1.2	1.0	1.1	1.2	1.3	1.3	1.2
Interna	1.0	2.9	3.9	2.5	2.3	2.8	2.2	2.2
<i>De la cual:</i> Deuda a corto plazo (letes)	0.8	2.4	3.5	1.0	2.1	2.0	1.9	1.8
Fuentes de financiamiento brutas	9.0	7.9	8.8	7.3	7.3	7.9	7.3	7.1
Externas	4.6	5.0	1.6	1.7	1.5	1.4	1.5	1.5
Multilaterales y bilaterales	1.8	1.6	1.6	1.7	1.5	1.4	1.5	1.5
Bonos	2.8	3.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Internas	4.4	2.9	6.0	3.9	3.8	3.7	3.6	3.6
Fondos de pensiones privados	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Uso de depósitos del sistema bancario	1.6	-3.0	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Deuda a corto plazo (letes)	2.5	3.6	1.0	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8
Otras, incluida deuda flotante	-1.4	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Financiamiento no identificado	0.0	0.0	1.2	1.7	2.0	2.7	2.1	2.1

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

Cuadro 8. El Salvador: Necesidades de financiamiento externo y fuentes

	2011	Prel. 2012	2013	2014	Proyecciones			
					2015	2016	2017	2018
	(Millones de dólares de EE.UU.)							
Necesidades de financiamiento brutas	2,756	3,777	2,470	3,341	3,553	3,801	4,057	4,258
Déficit en cuenta corriente	1,070	1,258	1,238	1,224	1,222	1,253	1,290	1,326
Amortización de deuda	2,100	1,870	2,027	2,060	2,276	2,491	2,694	2,858
Sector público	946	287	252	272	313	353	374	355
Sector privado	1,154	1,583	1,775	1,788	1,963	2,138	2,320	2,503
Acumulación de RIN	-414	650	-795	57	56	58	73	74
Fuentes de financiamiento brutas	2,756	3,777	2,470	3,341	3,553	3,801	4,057	4,258
Desembolsos del sector público	1,067	1,190	401	447	391	398	442	457
Afluencia neta del sector privado	1,690	2,588	2,070	2,894	3,163	3,404	3,615	3,801
Inversión extranjera directa	385	515	250	271	290	307	325	327
Otros flujos	1,304	2,073	1,820	2,623	2,873	3,097	3,290	3,474
	(Porcentaje del PIB)							
Necesidades de financiamiento brutas	11.9	15.9	10.0	13.0	13.3	13.6	13.9	14.0
Déficit en cuenta corriente	4.6	5.3	5.0	4.8	4.6	4.5	4.4	4.4
Amortización de deuda	9.1	7.9	8.2	8.0	8.5	8.9	9.2	9.4
Sector público	4.1	1.2	1.0	1.1	1.2	1.3	1.3	1.2
Sector privado	5.0	6.6	7.2	7.0	7.4	7.7	8.0	8.2
Acumulación de RIN	-1.8	2.7	-3.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2
Fuentes de financiamiento brutas	11.9	15.9	10.0	13.0	13.3	13.6	13.9	14.0
Desembolsos del sector público	4.6	5.0	1.6	1.7	1.5	1.4	1.5	1.5
Afluencia neta del sector privado	7.3	10.9	8.4	11.3	11.8	12.2	12.4	12.5
Inversión extranjera directa	1.7	2.2	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Otros flujos	5.6	8.7	7.4	10.2	10.8	11.1	11.3	11.4

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

Cuadro 9. El Salvador: Marco de sostenibilidad de la deuda del sector público, 2008–18

(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

	Proyecciones											Balance primario de estabilización de la deuda 7/ 0.1
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Deuda del sector público 1/	42.4	51.0	52.2	52.3	54.3	56.4	58.0	59.5	60.8	62.0	63.1	
<i>De la cual: Denominada en moneda extranjera</i>	42.4	51.0	52.2	52.3	54.3	56.4	58.0	59.5	60.8	62.0	63.1	
Variación de la deuda del sector público	2.9	8.6	1.1	0.1	2.0	2.1	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1	
Flujos generadores de deuda	0.7	7.3	2.5	0.1	2.3	2.1	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1	
Déficit primario	0.8	3.1	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1	
Ingreso y donaciones	17.4	16.4	17.8	18.3	18.9	19.5	19.6	19.6	19.7	19.8	19.8	
Gasto primario (excluye intereses)	18.2	19.6	19.7	20.0	20.5	20.9	20.9	20.9	20.9	20.9	20.9	
Dinámica automática de la deuda 2/	0.0	4.2	0.6	-1.5	0.7	0.7	0.3	0.2	0.1	0.0	0.1	
Contribución del diferencial entre la tasa de interés y el crecimiento 3/	0.0	4.2	0.6	-1.5	0.7	0.7	0.3	0.2	0.1	0.0	0.1	
De la cual: Contribución de la tasa de interés real	0.4	2.8	1.2	-0.6	1.5	1.5	1.2	1.1	1.1	1.2	1.3	
De la cual: Contribución del crecimiento del PIB real	-0.5	1.4	-0.7	-1.0	-0.8	-0.8	-0.9	-0.9	-1.0	-1.2	-1.2	
Contribución de la depreciación del tipo de cambio 4/	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Otros flujos generadores de deuda	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Ingresos por privatizaciones (negativo)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Registro de pasivos implícitos o contingentes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Otros (especificar, por ejemplo, recapitalización bancaria)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Partida residual, incluidas variaciones de activos	2.1	1.3	-1.3	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Relación deuda del sector público/ ingresos 1/	244	310	294	286	287	290	296	303	309	314	318	
Necesidades de financiamiento brutas 5/	6.3	10.2	8.0	9.0	7.9	8.8	7.3	7.3	7.9	7.3	7.1	
Millones de dólares de EE.UU.	1,351	2,099	1,720	2,089	1,874	2,171	1,881	1,945	2,202	2,120	2,173	
Principales supuestos macroeconómicos y fiscales												Promedio proyectado
Crecimiento del PIB real (porcentaje)	1.3	-3.1	1.4	2.0	1.6	1.6	1.6	1.7	1.8	2.0	2.0	1.8
Tasa de interés nominal promedio de la deuda pública (porcentaje) 6/	6.5	5.8	4.8	4.6	4.5	4.7	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
Tasa de interés real promedio (tasa nominal menos variación del deflactor del PIB, porcentaje)	1.3	6.3	2.5	-1.1	3.0	3.0	2.2	2.1	2.0	2.1	2.2	2.1
Apreciación nominal (aumento del valor de la moneda local en dólares de EE.UU., porcentaje)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tasa de inflación (deflactor del PIB, porcentaje)	5.3	-0.5	2.3	5.7	1.5	1.7	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
Crecimiento del gasto primario real (deflactado por el deflactor del PIB, porcentaje)	9.6	4.2	2.0	3.4	4.5	3.5	1.6	1.7	1.8	2.0	2.0	1.8
Déficit primario	0.8	3.1	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1	1.2

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

2/ Derivada como $[(r - p(1+g) - g + ae(1+r))/(1+g+p+gp)]$ multiplicado por el coeficiente de deuda pública del período anterior, siendo r = tasa de interés; p = tasa de crecimiento del deflactor del PIB; g = tasa de crecimiento del PIB real; a = proporción de la deuda denominada en moneda extranjera, y e = depreciación del tipo de cambio nominal (medida según el aumento del valor de la moneda local en dólares de EE.UU.)

3/ La contribución de la tasa de interés real se deriva del denominador de la nota de pie 2/ como $r - \pi(1+g)$ y la contribución del crecimiento real como $-g$.

4/ La contribución del tipo de cambio se deriva del numerador de la nota de pie 2/ como $ae(1+r)$.

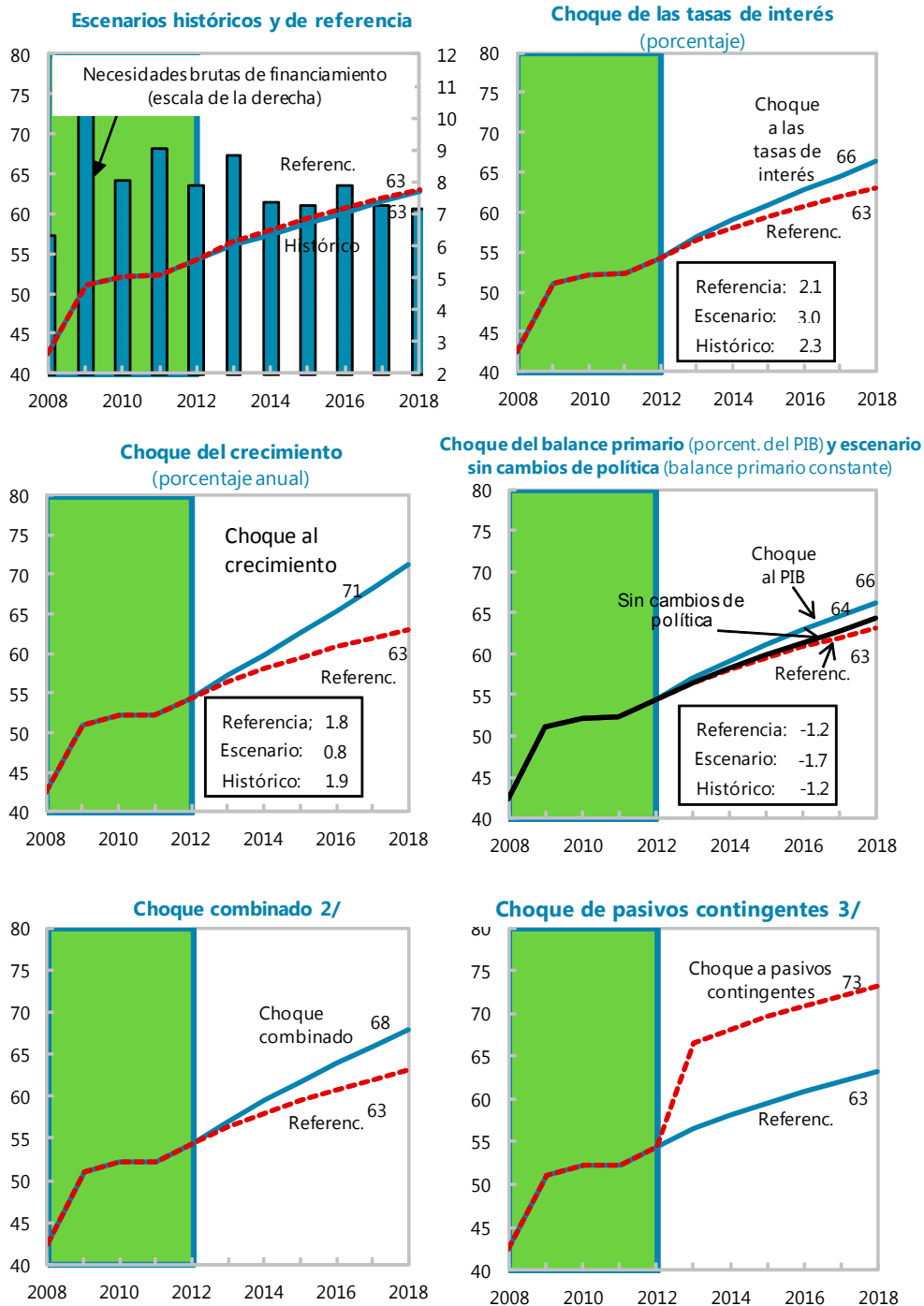
5/ Definidas como déficit del sector público, más amortización de la deuda del sector público a mediano y largo plazo, más deuda a corto plazo al final del período anterior.

6/ Derivada del gasto nominal en intereses dividido por el saldo de deuda del período anterior.

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

Gráfico 6. El Salvador: Sostenibilidad de la deuda pública: Pruebas consolidadas¹

(Deuda pública en porcentaje del PIB)



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

1/ Las áreas sombreadas representan datos observados. Los choques individuales son choques permanentes equivalentes a una desviación estándar de 0.5.

2/ Choques permanentes de una desviación estándar de 1/4 aplicados a la tasa de interés real, la tasa de crecimiento y el saldo primario.

3/ Choques de pasivos contingentes de 10 por ciento del PIB.

Cuadro 10. El Salvador: Marco de sostenibilidad de la deuda externa, 2008–18

(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

						Proyecciones						Cuenta corriente sin intereses que estabiliza la deuda 6/ -0.4
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Deuda externa	43.8	46.1	46.3	46.9	47.8	50.1	51.6	52.5	53.3	53.9	54.5	
Variación de la deuda externa	-4.5	2.3	0.2	0.6	1.0	2.3	1.5	1.0	0.8	0.6	0.5	
Flujos generadores de deuda	0.3	1.4	0.5	-0.4	1.7	2.5	1.8	1.4	1.2	1.0	1.0	
Déficit en cuenta corriente, excluidos los pagos de intereses	4.9	-1.0	0.3	2.2	2.1	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5	1.3	
Déficit de la balanza de bienes y servicios	22.8	15.5	16.9	18.5	18.2	18.7	18.8	18.7	18.7	18.7	18.7	
Exportaciones	26.9	23.2	25.9	28.0	28.1	28.0	28.1	28.1	28.1	28.2	28.3	
Importaciones	49.7	38.7	42.8	46.6	46.2	46.7	46.8	46.8	46.8	46.9	47.0	
Entrada neta de capitales no generadores de deuda (negativo)	-3.8	-1.8	-0.5	-1.7	-2.2	-1.0	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	
Dinámica automática de la deuda 1/	-0.7	4.2	0.8	-0.9	1.8	1.3	0.8	0.7	0.6	0.6	0.7	
Contribución de la tasa de interés nominal	2.3	2.5	2.4	2.5	3.2	2.9	2.8	2.8	2.8	2.9	3.0	
Contribución del crecimiento del PIB real	-0.6	1.4	-0.6	-0.8	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0	
Contribución de las variaciones de precios y del tipo de cambio 2/	-2.4	0.2	-1.0	-2.5	-0.7	-0.8	-1.2	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	
Partida residual, incl. variac. de activos externos brutos 3/	-4.8	0.9	-0.3	1.0	-0.7	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	
Relación deuda externa/exportaciones (porcentaje)	163.1	198.9	178.6	167.3	170.5	179.3	183.9	186.7	189.6	191.2	192.4	
Necesidades de financiamiento externo brutas 4/	18.2	14.3	8.4	11.9	15.9	10.0	13.0	13.3	13.6	13.9	14.0	
Miles de millones de dólares de EE.UU.	3.9	2.9	1.8	2.8	3.8	2.5	3.3	3.6	3.8	4.1	4.3	
Escenario con principales variables en sus promedios históricos 5/	...	...	...	...	...	50.1	49.3	48.5	47.6	46.7	45.8	-2.1
Principales supuestos macroeconómicos del escenario de referencia												
Crecimiento del PIB real (porcentaje)	1.3	-3.1	1.4	2.0	1.6	1.6	1.6	1.7	1.8	2.0	2.0	
Deflactor del PIB en dólares de EE.UU. (variación porcentual)	5.3	-0.5	2.3	5.7	1.5	1.7	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5	
Tasa de interés nominal externa (porcentaje)	5.0	5.6	5.5	5.8	7.0	6.3	5.7	5.6	5.6	5.7	5.8	
Crecimiento de las exportaciones (dólares de EE.UU., porcentaje)	10.7	-16.8	15.9	16.6	3.2	3.0	4.4	4.6	4.3	4.8	4.9	
Crecimiento de las importaciones (dólares de EE.UU., porcentaje)	9.7	-25.0	14.8	17.2	2.4	4.3	4.4	4.2	4.4	4.6	4.8	
Saldo de la balanza de cuenta corriente, excluidos los pagos de intereses	-4.9	1.0	-0.3	-2.2	-2.1	-2.1	-2.0	-1.8	-1.6	-1.5	-1.3	
Entrada neta de capitales no generadora de deuda	3.8	1.8	0.5	1.7	2.2	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	

1/ Derivada como $[r - g - r(1+g) + ea(1+r)] / (1+g+r+gr)$ multiplicado por el saldo de deuda del período anterior, siendo r = tasa de interés efectiva nominal; r = variación del deflactor interno del PIB en dólares de EE.UU.;

g = tasa de crecimiento del PIB real; e = apreciación nominal (aumento del valor de la moneda local en dólares de EE.UU.), y a = proporción de la deuda denominada en moneda nacional en la deuda externa total.

2/ La contribución de las variaciones de precios y del tipo de cambio se define como $[-r(1+g) + ea(1+r)] / (1+g+r+gr)$ multiplicado por el saldo de deuda del período anterior. r aumenta al apreciarse la moneda nacional ($e > 0$) y al aumentar la inflación (basada en el deflactor del PIB).

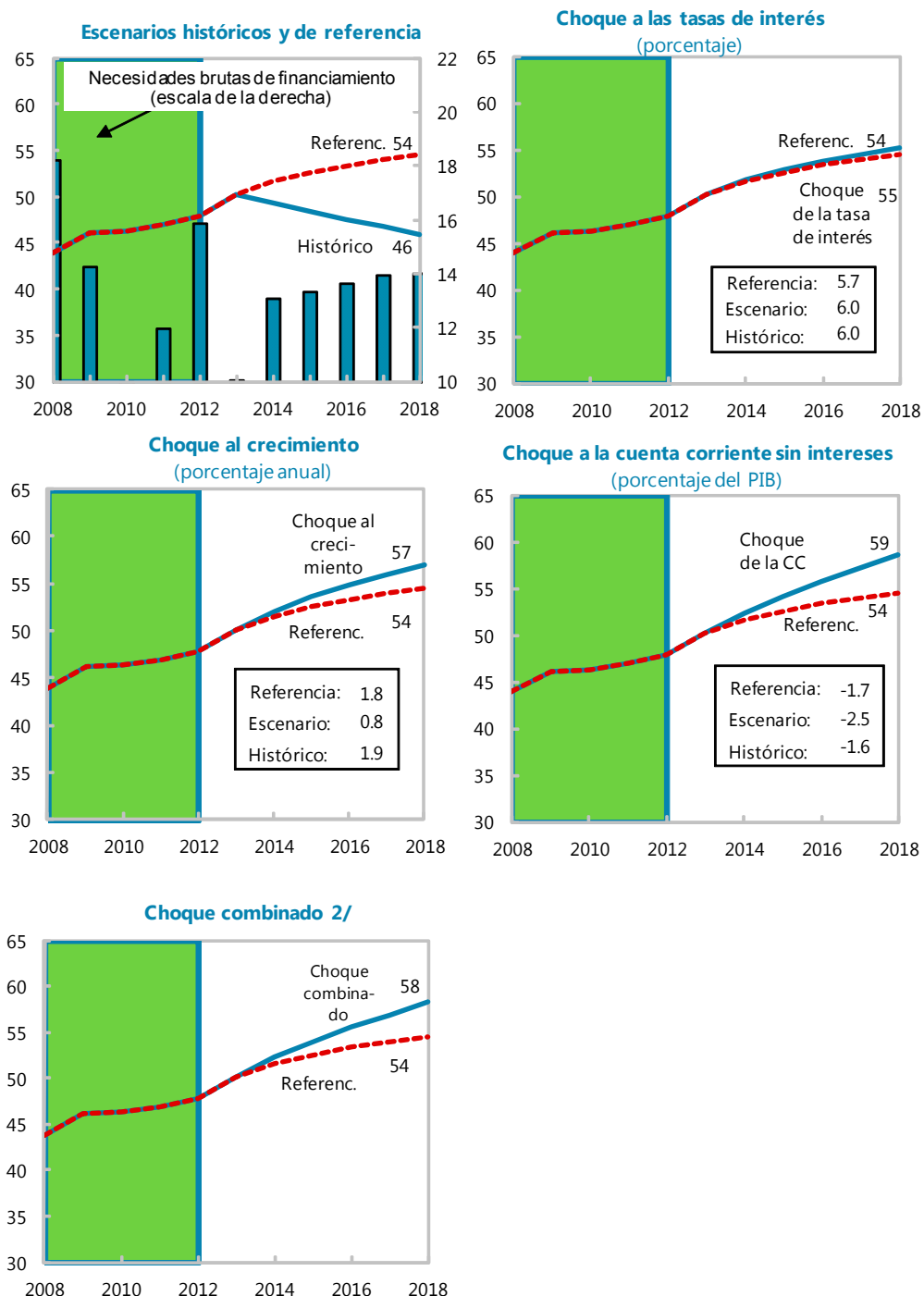
3/ Para las proyecciones, la línea incluye el impacto de las variaciones de precios y del tipo de cambio.

4/ Definidas como déficit en cuenta corriente, más amortización de la deuda a mediano y largo plazo, más deuda a corto plazo al final del período anterior.

5/ Las principales variables incluyen el crecimiento del PIB real, la tasa de interés nominal, el crecimiento del deflactor en dólares, y tanto la cuenta corriente, excluidos los pagos de intereses, como los flujos no generadores de deuda como porcentaje del PIB.

6/ Saldo constante a largo plazo que estabiliza el coeficiente de deuda pública suponiendo que las principales variables (crecimiento del PIB real, tasa de interés nominal, crecimiento del deflactor del PIB y flujos no generadores de deuda como porcentaje del PIB) se mantienen en los niveles del último año de proyección.

Gráfico 7. El Salvador: Sostenibilidad de la deuda externa: Pruebas consolidadas¹
(Deuda externa en porcentaje del PIB)



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

1/ Las áreas sombreadas representan datos observados. Los choques individuales son choques permanentes de una desviación estándar de 0.5.

2/ Choques permanentes de una desviación estándar de 1/4 aplicados a la tasa de interés real, la tasa de crecimiento y el saldo en cuenta corriente.

Anexo I. El Salvador: Evaluación del producto potencial¹

Durante muchos años, el crecimiento económico en El Salvador ha sido inferior al ritmo observado en la región. Esto se debe principalmente a las bajas tasas de inversión asociadas sobre todo con el deterioro del clima empresarial, la pérdida de competitividad y la vulnerabilidad a choques externos. Elevar el crecimiento potencial en El Salvador requerirá de reformas que incrementen sustancialmente la inversión y la productividad.

Antecedentes

1. **Históricamente, el crecimiento económico de El Salvador ha sido inferior al observado en la región CAPRD².** El crecimiento del PIB real se desaceleró de casi 4 por ciento durante el período 1993—2002, el cual incluye la etapa de reconstrucción posterior al fin de la guerra civil en 1992, a menos de 2 por ciento durante 2003—12. En cambio, durante el mismo período el crecimiento de la región se aceleró en cierta medida, de 4 por ciento a 5 por ciento. Esta diferencia puede ser explicada en gran medida por la fuerte brecha de inversión con respecto al resto de la región. En los últimos 20 años, la tasa de inversión interna en El Salvador fue de 16 por ciento del PIB, frente a 23 por ciento en los otros países de la región (gráfico AI.1). Además, durante la mayor parte de la última década, El Salvador atrajo solo la mitad de la inversión extranjera directa que recibieron los otros países de CAPRD (5 por ciento del PIB). Desde una perspectiva de más largo plazo, la brecha de inversión con respecto a la región también persistió durante 1960—90.
2. **Los factores subyacentes que explican este desempeño en crecimiento son, entre otros, la pérdida de competitividad y la vulnerabilidad a choques.**
 - Las autoridades han determinado que la baja productividad y los altos costos de operación de las empresas (incluidos los derivados del crimen violento) han sido factores clave que han limitado el crecimiento en años recientes^{3,4}. El crecimiento también se ha visto obstaculizado por deficiencias en la infraestructura física, en el capital humano y en el financiamiento de pequeñas y medianas empresas. En particular, según indicadores de la UNESCO correspondientes a 2010, más del 40 por ciento de la población o bien carecía educación o no había concluido su educación primaria, en comparación con 23 por ciento en América Latina, sumado a que la emigración constituye una importante fuga de trabajadores calificados en El Salvador. Por otra parte, los indicadores de competitividad también se han deteriorado en años recientes en comparación con la región (anexo II).

¹ Preparado por B. Sbrancia y Y. Ustyugova.

² CAPRD comprende Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana.

³ Véase el informe Partnership for Growth de 2011 en: http://photos.state.gov/libraries/elsavador/92891/PFG/ES%20Constraints_Analysis.pdf

⁴ Según las Naciones Unidas, El Salvador ocupó el puesto 87 de 88 países en tasas de homicidio en 2010.

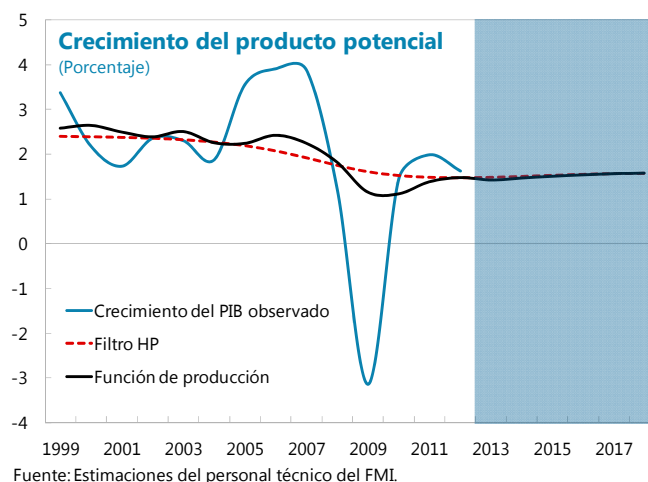
- Además de los efectos de contagio del extranjero (anexo III), El Salvador es muy vulnerable a las catástrofes naturales. Se ha estimado que los costos directos e indirectos por pérdidas de infraestructura existente, cultivos, vivienda y otras pérdidas de ingresos ascendieron a 20 por ciento del PIB durante el período 2000—12, frente a un promedio de tan solo 1½ por ciento en otros países de la región⁵.

Estimaciones del producto potencial

3. **El crecimiento potencial promedio en El Salvador durante 1998—2012 fue el más bajo de la región.** Se emplearon dos metodologías estándares para estimar el producto potencial (el filtro Hodrick-Prescott (HP) y el método de la función de producción (FP))⁶. Se seleccionó el período de 1998—2012 para descartar el repunte del crecimiento experimentado inmediatamente después del fin de la guerra civil, y analizar así un período que pueda captar el crecimiento subyacente. Los resultados muestran que el crecimiento potencial promedio de este período fue de 2 por ciento, frente al 4½ por ciento en la región⁷.

4. **Por otro lado, el crecimiento potencial parece haberse desacelerado a lo largo del período.** Ambas metodologías indican que el crecimiento potencial se contrajo de aproximadamente 2½ por ciento en 1998 a 1½ por ciento en 2012⁸. Las estimaciones también indican que durante la crisis mundial de 2008—09, la brecha del producto llegó a ser negativa y alcanzó aproximadamente 1½ por ciento, pero se redujo a ¾ por ciento en 2012.

5. **De mantenerse la actual tendencia en la inversión, el crecimiento potencial permanecerá estable en el largo plazo.** Si la tasa de inversión se mantiene constante en el nivel observado en los últimos tres años (14 por ciento del PIB), el método de FP proyecta un crecimiento promedio de 2 por ciento anual en el



⁵ Base de datos internacional sobre desastres de OFDA/CRED (EM-DAT), Universidad Católica de Lovaina, Bélgica (www.emdat.net).

⁶ El método de FP emplea una función de producción Cobb-Douglas, suponiendo una elasticidad de la mano de obra de 0.5 y una tasa de depreciación del capital de 5 por ciento por año.

⁷ Las estimaciones son sensibles al período de la muestra seleccionada: el crecimiento potencial de El Salvador fue 2.6 por ciento en el período 1964—2012; 3 por ciento en el período 1990—2012; y 2.5—2.8 por ciento en 1994—2011.

⁸ Basado en la metodología Bai-Perron, se observaron reducciones estructurales en el crecimiento del producto potencial en 1994, 1997 y 2007, y se identificó un aumento estructural del crecimiento en 2003.

período 2013—23. Las proyecciones macroeconómicas preparadas para el informe del personal técnico del FMI muestran que El Salvador crecerá en términos generales conforme a su potencial a mediano plazo. Se elaboraron dos escenarios a título ilustrativo:

- **Escenario pesimista.** Un crecimiento débil persistente podría crear un entorno incierto que podría reducir la tasa de inversión, con repercusiones negativas en el crecimiento. Para ilustrar esta trampa de crecimiento bajo, una reducción de la inversión (de una desviación estándar) reduciría el crecimiento potencial a 1.2 por ciento a largo plazo.
- **Escenario optimista.** Para retornar a la tasa de crecimiento de 4 por ciento observada en 1993-2003 se necesitaría un aumento sustancial tanto de la contribución del capital, acorde con una tasa de inversión interna de 20 por ciento del PIB, como de la contribución de la productividad, que exigirá reformas para mejorar la eficiencia.

Otros escenarios según contabilidad del crecimiento
(Contribución en puntos porcentuales)

	PIB real	Capital	Mano de obra	Productividad total de factores
1998—2012	2.0	1.1	0.6	0.3
2010—2012	1.7	0.9	0.9	-0.1
2019—2023 (pesimista)	1.2	0.4	0.6	0.2
2019—2023 (base)	2.0	0.9	0.6	0.5
2019—2023 (optimista)	4.0	2.2	0.6	1.2

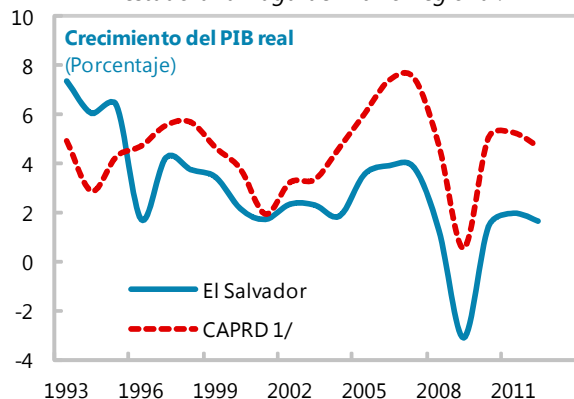
Fuentes: Estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

6. **Un método alternativo también indica que para elevar el producto potencial se precisarían aumentos sustanciales de la inversión y la productividad.** A partir del sistema GMM (paneles dinámicos), Swiston y Barrot (2012)⁹ estiman que el crecimiento potencial de El Salvador aumentaría a alrededor de 4—4½ por ciento anual si el país elevara su capital físico y humano a niveles comparables con los de Chile, México y Perú; es decir, si elevara a 25 por ciento del PIB la tasa de inversión y si aumentara en dos años el nivel medio de educación. Adicionalmente, El Salvador podría incrementar el crecimiento potencial entre 1 y 1½ puntos porcentuales realizando reformas en otros ámbitos (principalmente, profundizando la intermediación financiera y ampliando la base de exportaciones, por ejemplo, mediante una mayor integración regional).

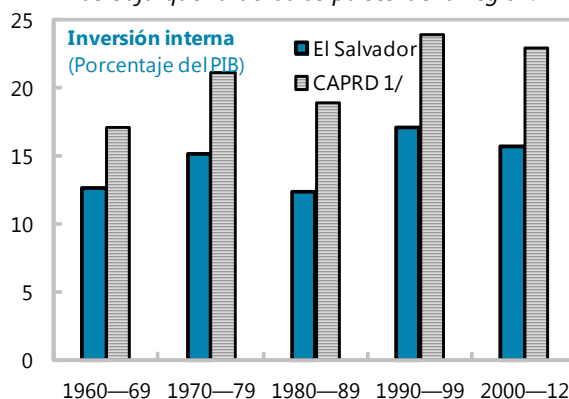
⁹ Swiston, A. y L. D. Barrot, 2012, "El desafío de estimular el crecimiento", *Centroamérica, Panamá y la República Dominicana: Desafíos tras la crisis mundial de 2008—09*, págs. 71—94. Washington: Fondo Monetario Internacional.

Gráfico AI.1. El Salvador: Indicadores de crecimiento real y potencial

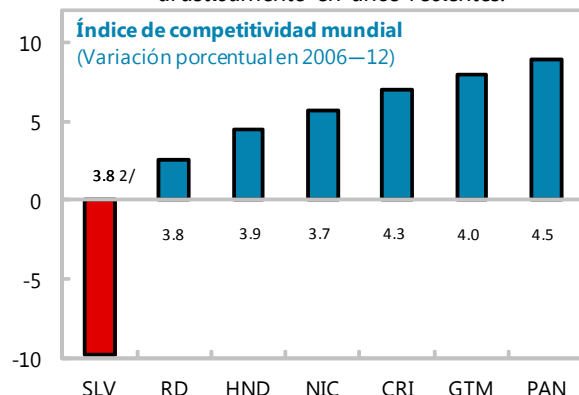
El crecimiento económico de El Salvador ha estado a la zaga del ritmo regional.



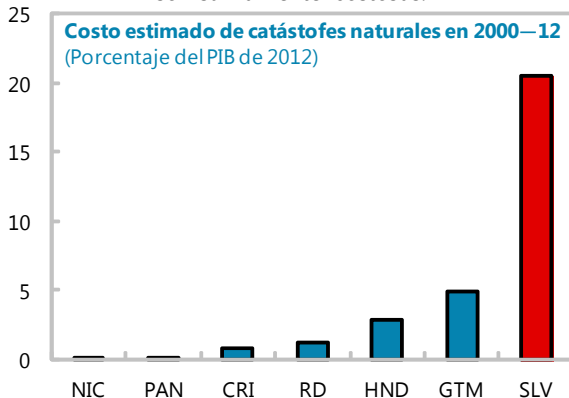
La tasa de inversión ha sido persistentemente más baja que la de otros países de la región.



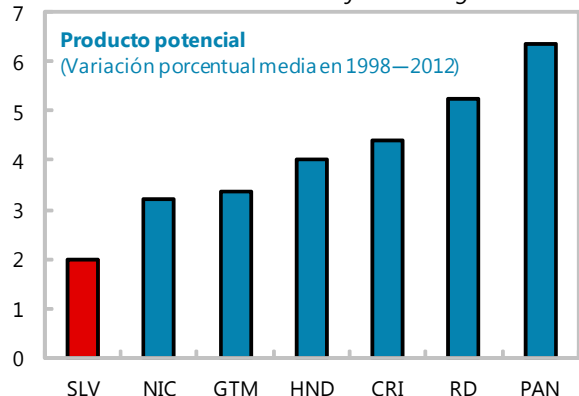
La competitividad se ha deteriorado drásticamente en años recientes.



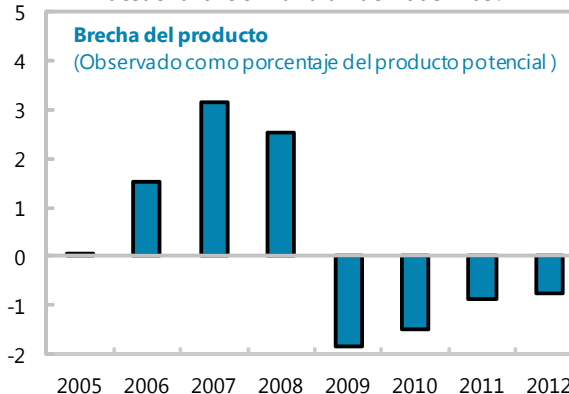
Las catástrofes naturales en El Salvador son sumamente costosas.



El crecimiento del producto potencial de El Salvador es el más bajo de la región.



La brecha del producto se ha reducido desde la crisis mundial de 2008—09.



Fuentes: Autoridades nacionales; estimaciones del personal técnico del FMI, y Foro Económico Mundial.
 1/ Promedio simple de Costa Rica, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana.
 2/ Clasificación actual; un número más alto denota mayor competitividad.

Anexo II. El Salvador: Evaluación de la estabilidad de la balanza de pagos¹

El tipo de cambio real efectivo (TCRE) de El Salvador parece estar, en términos generales, en línea con los fundamentos económicos. Sin embargo, los desafíos de competitividad y vulnerabilidades financieras podrían amenazar la estabilidad de la balanza de pagos a largo plazo, en tanto que la posición de las reservas internacionales podría fortalecerse para ofrecer una mejor protección contra los choques adversos.

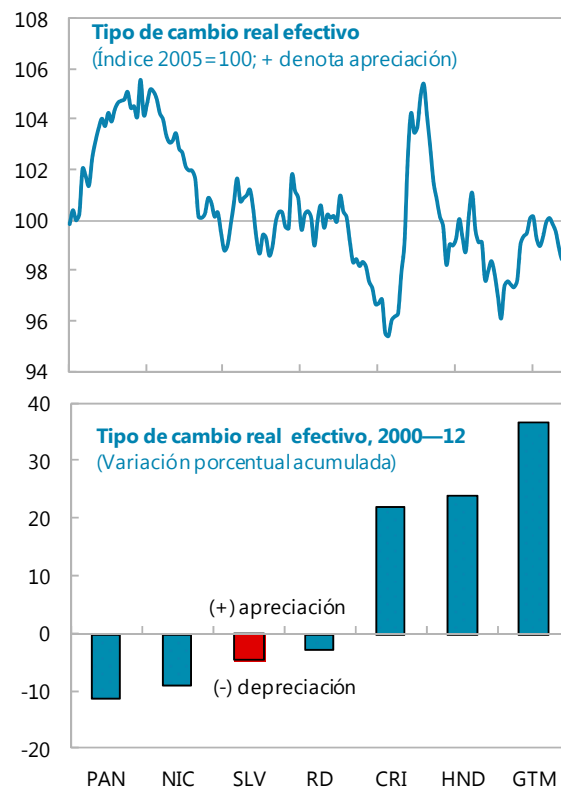
Balanza de cuenta corriente, tipo de cambio y competitividad

Evaluación del Grupo Consultivo sobre Tipos de Cambio (CGER)

1. **Evolución.** El TCRE de El Salvador ha permanecido relativamente estable a lo largo de la última década, dado que la inflación interna se ha mantenido en niveles similares a la de sus socios comerciales. Desde 2000, el TCRE se ha depreciado alrededor de un 5 por ciento, en tanto que en otros países de la región se observaron variaciones mucho más marcadas del TCRE (desde una apreciación de 37 por ciento en Guatemala hasta una depreciación de 10 por ciento en Panamá).

2. **Resultados de la evaluación.** Las metodologías elaboradas por el CGER indican que el TCRE de El Salvador está, en términos generales, en línea con los fundamentos económicos, con estimaciones que van desde una sobrevaloración de 8 por ciento hasta una subvaloración de 2 por ciento.

- De acuerdo con el **método del equilibrio macroeconómico**, se estima que la norma del déficit en la cuenta corriente externa de El Salvador es 3.3 por ciento del PIB teniendo en cuenta los fundamentos económicos a mediano plazo, incluida una trayectoria sostenible del déficit fiscal. Mientras tanto, se proyecta que el déficit en cuenta corriente subyacente será de 4.4 por ciento del PIB,



Resultados de la evaluación del tipo de cambio 1/

Método	Saldo en cuenta corriente 2/		Brecha del TCER
	Norma	Subyacente	3/
Equilibrio macroeconómico	-3.3	-4.4	7.8
Sostenibilidad externa	-3.4	-4.4	7.0
TCRE de equilibrio	...	...	-1.9

1/ Basados en la metodología del CGER del FMI.

2/ Porcentaje del PIB.

3/ Porcentaje.

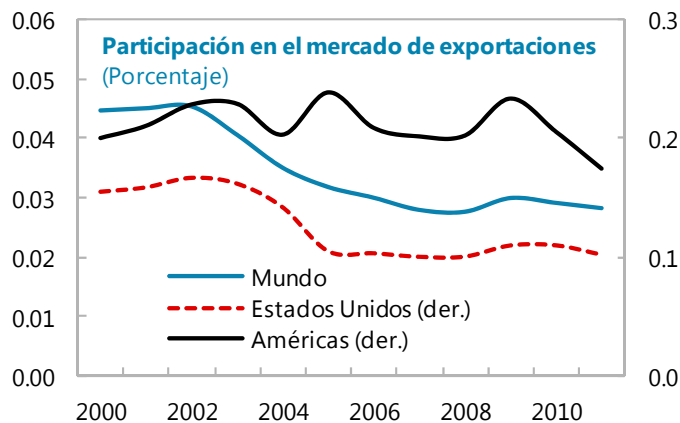
¹ Preparado por F. Roch y Y. Ustyugova.

teniendo en cuenta la trayectoria del déficit fiscal en el escenario base. Una comparación de la norma de la cuenta corriente con el saldo de la cuenta corriente subyacente, y utilizando elasticidades estándares de comercio internacional, arroja una sobrevaloración de 8 por ciento, que refleja en gran medida el impacto del alto déficit fiscal.

- De acuerdo con el **método de estabilidad externa**, la posición de los activos externos netos (AEN), medida por la posición de inversión internacional neta (véase más adelante), se estabilizaría en el nivel de referencia de 2011 (-54 por ciento del PIB) con una norma del déficit en cuenta corriente de 3.4 por ciento por PIB. Esto indica que el TCRE está sobrevalorado un 7 por ciento. Sin embargo, si se utilizara como nivel de referencia el nivel de los AEN antes de las crisis (-44 por ciento del PIB), la sobrevaloración estimada del TCRE sería mayor, de aproximadamente 11½ por ciento.
- La metodología del **tipo de cambio real de equilibrio** indica una pequeña subvaloración de aproximadamente 2 por ciento.

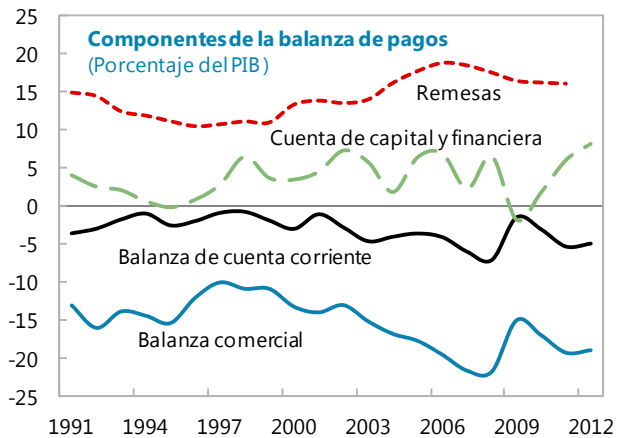
Otras evaluaciones

3. **Evolución de las exportaciones.** La evolución de las exportaciones indica una cierta pérdida de competitividad, dada la disminución de la participación de El Salvador en el mercado mundial de exportaciones durante la última década. La relación exportaciones/PIB también rondó el 21 por ciento. Respecto a la estructura de las exportaciones, la proporción de las exportaciones tradicionales (café, camarón y azúcar) ha permanecido estable en términos generales (aproximadamente 9 por ciento de las exportaciones totales), en tanto que la disminución de la proporción de exportaciones netas de maquila (a 10 por ciento de las exportaciones totales, frente a 28 por ciento una década antes) se ha visto compensada por un aumento sostenido de las exportaciones no tradicionales, principalmente alcohol etílico, hierro, acero y productos relacionados, hilo de algodón, jugo de frutas y otros (a 81 por ciento de las exportaciones totales).



Fuentes: *International Financial Statistics* y cálculos del personal técnico del FMI .

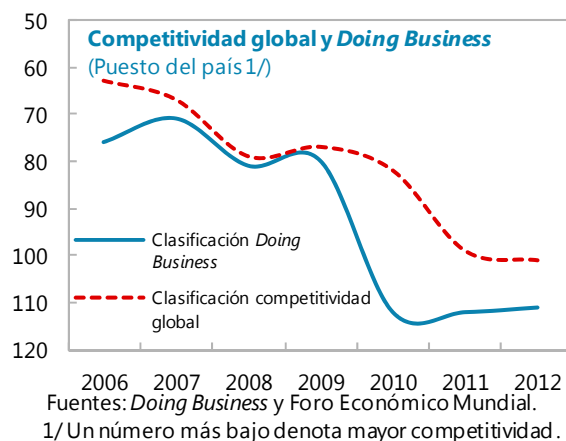
4. **Remesas.** El sector externo de El Salvador depende fuertemente de las remesas de los trabajadores. Las entradas abundantes de remesas (del orden de 16—19 por ciento del PIB) se han mantenido en general estables y han aumentado en cierta medida en la última década, provocando un aumento de las importaciones de bienes de consumo, resultando en un



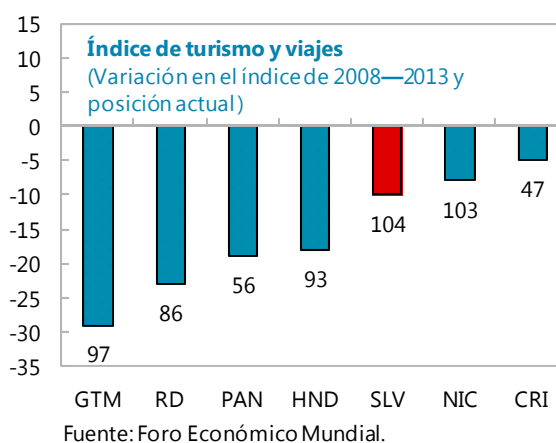
Fuentes: Aut. nacionales y cálc. del pers.onal técnico del FMI.

deterioro de la balanza comercial. Si bien no se podría descartar el riesgo de una pérdida gradual de remesas a largo plazo, la estabilidad externa de El Salvador bajo este escenario no se vería amenazada, ya que el gasto de los hogares en importaciones está alta y positivamente correlacionado con las entradas de remesas. Esto sugiere que el ajuste del saldo en cuenta corriente no sería brusco.

5. **Clima empresarial.** Los indicadores basados en encuestas también destacan un deterioro de la competitividad en años recientes. Concretamente, El Salvador descendió en la clasificación del índice de competitividad global del Foro Económico Mundial, del puesto 63 en 2006 al puesto 101 en 2012—13 (entre 144 países). La debilidad de las instituciones, la ineficiencia del mercado laboral y la escasa innovación, sumadas a la calidad deficiente de la educación superior, son un obstáculo para la competitividad del país. El Salvador también se sitúa en la parte inferior del índice *Doing Business* del Banco Mundial, en el puesto 113 entre 185 países, frente al puesto 77 donde estaba ubicado en 2006. En cuanto a los indicadores de gestión de gobierno, El Salvador ocupa un puesto particularmente bajo en lo que se refiere a “Estado de derecho”, es decir, las percepciones sobre el grado en que los agentes confían en las reglas de la sociedad y las respetan, y en particular a la calidad de la protección de los derechos contractuales, los derechos de la propiedad, la policía y los tribunales, así como la probabilidad de crimen y violencia.



6. **Turismo.** El Salvador descendió en la clasificación del índice de viajes y turismo del Foro Económico Mundial, del puesto 94 en 2008 (año de la primera compilación) al puesto 104 en 2013 (entre 140 países). El Salvador ocupa un puesto relativamente bajo debido a los altos costos empresariales (incluidos los provenientes del crimen) y la baja calidad del medio ambiente. Sin embargo, El Salvador fue uno de los países de la región que menos descendió en la clasificación durante este período.



Cuenta de capital y financiera, y posición de inversión internacional

7. **Cuenta de capital y financiera.** La estructura financiera del déficit en cuenta corriente revela vulnerabilidades externas. Las entradas de IED durante la última década rondaron alrededor de 2 por ciento del PIB, excluidas las ventas excepcionales de bancos internos, y solo financiaron aproximadamente 40 por ciento del déficit en cuenta corriente. La brecha restante se cubrió con otros capitales privados y con préstamos externos al sector público. En caso de que el acceso al

crédito externo disminuyera debido, por ejemplo, a un aumento de la aversión al riesgo mundial u otros acontecimientos adversos externos o internos, El Salvador podría tener que enfrentar un fuerte ajuste externo.

8. **Posición de inversión internacional.** La posición de inversión internacional (PII) de El Salvador ha venido reduciéndose de manera sostenida, en especial en años recientes a medida que los activos han disminuido y que los pasivos han seguido aumentando. Como se señaló, la PII neta es negativa y disminuyó de -44 por ciento del PIB en los años previos a la crisis a -54 por ciento en 2011. Los pasivos ascendieron a 83 por ciento del PIB (US\$19,000 millones), de cuyo total 44 por ciento corresponde a IED y 35 por ciento a pasivos del sector público.



Suficiencia de las reservas internacionales

9. **Indicador compuesto de la suficiencia de las reservas.** Un nivel adecuado de reservas internacionales brutas cubriría las necesidades potenciales de la balanza de pagos. En el caso de las economías emergentes, la suficiencia de las reservas podría evaluarse mediante un indicador ponderado en función del riesgo sobre los ingresos derivados de las exportaciones y la estructura de los pasivos²:

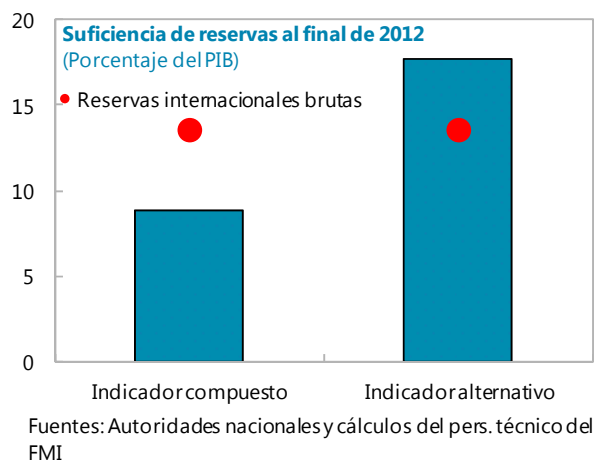
$$\text{Indicador suficiencia de reservas} = 10 \text{ por ciento (exportaciones)} + 30 \text{ por ciento (deuda a corto plazo)} + 10 \text{ por ciento (M2)} + 15 \text{ por ciento (otros pasivos de cartera)}$$

Según esta medición, la posición de reserva de El Salvador estaría dentro del rango recomendado de suficiencia (100—150 por ciento), ya que cubriría aproximadamente 150 por ciento de este indicador compuesto al cierre de 2012.

10. **Indicador alternativo para El Salvador.** No obstante, el indicador anterior tiene que modificarse para tener en cuenta las características específicas del régimen dolarizado de El Salvador. Concretamente, los componentes de exportaciones y cartera deben excluirse del cálculo del indicador porque el banco central no interviene en la gestión del tipo de cambio. En cambio, las necesidades de balanza de pagos podrían ser consecuencia de la presión en el sistema financiero y las finanzas públicas. En este contexto, un indicador alternativo debería agregar dos colchones de

² Véase "Assessing Reserve Adequacy", IMF Board Paper SM/11/31, 2011, Washington: Fondo Monetario Internacional.

reserva. Uno vinculado al objetivo de las autoridades de salvaguardar la estabilidad financiera³, y otro diseñado para cubrir la deuda pública de corto plazo y el gasto público de un mes. Este último ofrecería protección frente a un choque adverso en los ingresos tributarios. De acuerdo con el indicador alternativo, la posición de las reservas internacionales de El Salvador sería algo débil, ya que cubriría un 76 por ciento del indicador. Cabe señalar, sin embargo, que el indicador alternativo es sumamente exigente, dado que el objetivo de la política de estabilidad financiera es hacer frente a la eventualidad poco probable de una salida masiva de depósitos del sistema bancario.



³ La reserva para este riesgo abarcaría los recursos derivados de la política actual para el sistema financiero, incluidos i) los requisitos de liquidez (22 por ciento de los depósitos), ii) el servicio de prestamista de última instancia (hasta 8 por ciento de los depósitos a mediano plazo), y iii) el fondo de garantía de depósitos (5 por ciento de los depósitos).

Anexo III. El Salvador: Evaluación de los efectos de contagio¹

El contagio de las perturbaciones externas a la economía salvadoreña se produce principalmente a través de sus vínculos comerciales y financieros. Los choques de crecimiento en Estados Unidos, el principal socio comercial, parecen repercutir con fuerza en la actividad económica del país, mientras que se estima que la consolidación fiscal prevista en el extranjero y las tensiones financieras en la zona del euro tendrán efectos entre pequeños y moderados en El Salvador. Los efectos de contagio originados en El Salvador que se propagan a la región parecen ser insignificantes.

Principales vínculos

1. El Salvador es una economía pequeña y abierta con importantes vínculos con el extranjero:
 - **Comercio.** Si bien los flujos comerciales son relativamente grandes (más del 60 por ciento del PIB), la diversificación de los socios comerciales de El Salvador es bastante limitada. El principal socio comercial es Estados Unidos (que absorbe aproximadamente un 40 por ciento del comercio salvadoreño), seguido de los países de CAPRD (25 por ciento del comercio) y otros países latinoamericanos (15 por ciento del comercio). El comercio con Europa y Asia es moderado, aunque China está convirtiéndose en una importante fuente de importaciones (7 por ciento del total).

El Salvador. Flujos comerciales, 2011

Origen / Destino	Exportaciones		Importaciones		Saldo
	Valor 1/	Propor. (%)	Valor 1/	Propor. (%)	Valor 1/
Total	5,161	100	9,518	100	-4,357
Estados Unidos	2,325	45	3,709	39	-1,383
Canadá	131	3	40	0	91
Zona del euro	348	7	451	5	-103
Alemania	212	4	98	1	114
España	66	1	65	1	1
China 2/	149	3	694	7	-546
América Latina y el Caribe	1,970	38	3,968	42	-1,998
Guatemala	687	13	930	10	-243
Honduras	442	9	313	3	129
Nicaragua	266	5	207	2	59
Costa Rica	179	3	317	3	-138
México	110	2	734	8	-624
Panamá	93	2	8	0	84
República Dominicana	93	2	14	0	78

Fuentes: *Direction of Trade Statistics* y cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Millones de US\$.

2/ Incluye China continental, Hong Kong, Macao y la provincia china de Taiwan.

¹ Preparado por Y. Ustyugova.

- **Remesas.** El Salvador depende mucho de las remesas de trabajadores. En 2012, las remesas se aproximaron a 17 por ciento del PIB, y provinieron sobre todo de los sectores de la construcción y los servicios en Estados Unidos (casi el 90 por ciento del total de remesas).
- **Inversión.** El volumen de inversión extranjera directa ascendió a 35 por ciento del PIB al final de 2011. Estados Unidos y Panamá son las principales fuentes de inversión en El Salvador (juntos representan un 60 por ciento del volumen total), seguidos por México. El volumen de inversión directa de El Salvador en el extranjero es reducido y está concentrado en Nicaragua.
- **Financiero.** Según datos del Banco de Pagos Internacionales (BPI), los bancos internacionales poseen importantes derechos frente a prestatarios salvadoreños. En 2012, estos activos alcanzaron el 30 por ciento del PIB, y la mayoría se originan en Estados Unidos (un tercio de todos los activos) y también en Europa (un tercio del total), con el Reino Unido a la cabeza. Los bancos extranjeros que operan en El Salvador (principalmente de Estados Unidos, Canadá, Colombia y Panamá) representan un 95 por ciento de los activos totales del sistema bancario.

Dirección de la inversión directa, 2011

	Entrante		Saliente	
	Valor 1/	Propor. (%)	Valor 1/	Propor. (%)
Total	8,172	100	Total	6 100
Estados Unidos	2,695	33	Nicaragua	5 83
Panamá	2,290	28	Otros	1 17
México	823	10		
Islas Vírgenes Brit.	509	6		
Guatemala	249	3		
Otros	1,607	20		

Fuente: Encuesta Coordinada sobre la Inversión Directa del FMI.
1/ Millones de US\$.

Activos consolidados de bancos extranjeros frente a El Salvador 1/ (Millones de US\$)

	2011-T1	2011-T4	2012-T3
Todos los bancos declarantes	7,081	6,622	6,847
Estados Unidos	2,634	2,204	2,303
Bancos Europeos	2,127	2,061	2,138
Reino Unido	1,842	1,800	1,747
Alemania	144	176	265
Suiza	65	27	61
España	35	20	21
Bélgica	2	3	3
Suecia	2	2	2
Portugal	1	2	1
Otros	2,320	2,357	2,406

Fuente: BPI, Cuadro 9D.

1/ Solo bancos que declaran datos al BPI.

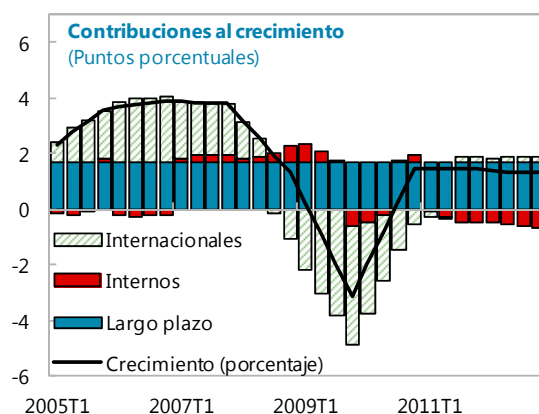
Efectos de contagio del exterior

Impacto en el crecimiento

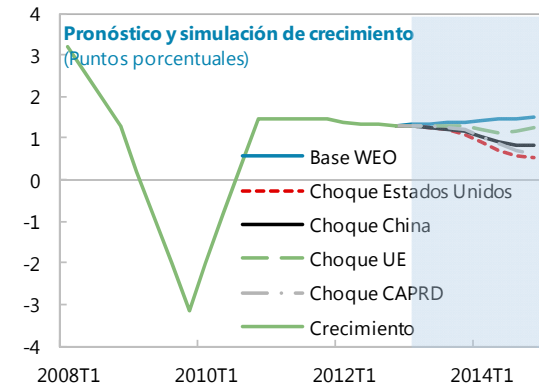
2. **Se aplicó un análisis de vectores autorregresivos (VAR) a un conjunto de países para evaluar el impacto en El Salvador de una contracción de la demanda interna en los principales socios comerciales.** Siguiendo el método descrito en Poirson y Weber (2011), el PIB real se desglosó en crecimiento a largo plazo, factores internos y factores externos². Este análisis refleja que los factores externos provocaron desviaciones respecto del crecimiento a largo plazo de El Salvador, estimulando la economía antes de 2008 y deprimiendo el crecimiento durante la crisis mundial, mientras que los factores internos desempeñaron un papel marginal.

3. **Se tomaron como supuestos cuatro escenarios distintos de choques para evaluar sus impactos en el crecimiento en El Salvador.** Cada escenario comprendía una reducción de media desviación estándar del componente de crecimiento interno correspondiente a 2013 (en relación a las proyecciones de *Perspectivas de la Economía Mundial* (informe WEO)) de Estados Unidos, China, CAPRD y los principales socios comerciales europeos. En cada escenario se estimó el impacto generado en el crecimiento para los 18 países de la muestra, manteniendo intacto su componente interno³. Los resultados sobre efectos de contagio derivados del análisis VAR son los siguientes:

- Estados Unidos.** El choque adverso en el crecimiento de Estados Unidos tendría un impacto importante, ya que el crecimiento en El Salvador disminuiría 0.2 puntos porcentuales en 2013 y 1 punto porcentual en 2014. Esta gran sensibilidad se debe al estrecho vínculo de comercio entre El Salvador y Estados Unidos. Además, en vista del vínculo de El Salvador con CAPRD, el crecimiento también se vería perjudicado por un menor



Fuentes: Informe WEO; OCDE, y cálculos del personal técnico del FMI.



Fuentes: Informe WEO; OCDE, y cálculos del personal técnico del FMI.

² Poirson, H. y Weber, Sebastian, 2011, "Growth Spillover Dynamics from Crisis to Recovery?", IMF Working Paper 11/218, Washington: Fondo Monetario Internacional.

³ Los resultados del VAR subestiman el efecto de contagio en el crecimiento porque no considera los efectos de segunda ronda en el componente interno de otros países, pero tiene en cuenta los efectos de terceros países a través del componente externo, por ejemplo, el impacto en El Salvador de la caída de la demanda interna en China transmitido por el canal de Estados Unidos. El VAR incluye los siguientes países para el período 1975—2012: Alemania, Bélgica, Canadá, China, España, Estados Unidos, Italia, México, Perú, la RAE de Hong Kong y Suecia, así como los países de CAPRD.

crecimiento a escala regional, dado que Estados Unidos es el principal socio comercial de los otros países de CAPRD⁴.

- **CAPRD.** El choque adverso de crecimiento en CAPRD tendría un fuerte impacto negativo en el crecimiento debido a los estrechos vínculos de comercio con la región (0.2 y 0.9 puntos porcentuales en 2013 y 2014, respectivamente). Basado en lo ocurrido en el pasado, la probabilidad de un choque que afecte a toda la región es baja.
- **China.** El choque de crecimiento en China sería de una intensidad similar al choque en CAPRD. El choque se propagaría a El Salvador principalmente a través de su impacto en el crecimiento en Estados Unidos.
- **Europa.** Un choque de crecimiento en Europa tendría un efecto insignificante en El Salvador, ya que el crecimiento en Estados Unidos no se vería considerablemente afectado por dicho choque.

4. **En cuanto a los efectos de contagio fiscal, el impacto de los recortes automáticos del gasto en Estados Unidos sería moderado.** Dicho recorte automático en Estados Unidos (el llamado “fiscal sequestration”) desaceleraría el crecimiento en El Salvador un 0.2 por ciento en el corto plazo, y hasta un 0.6 por ciento en cifras acumuladas en un período de dos años. Este efecto ha sido incorporado en la proyección base del presente informe. En cambio, la consolidación fiscal prevista en Europa tendría un efecto insignificante en El Salvador.

⁴ El efecto de contagio del choque de crecimiento a través de las remesas parece ser débil en El Salvador, véase Swiston, A., 2012, “Vinculaciones externas e integración económica desde 2009”, *Centroamérica, Panamá y la República Dominicana: Desafíos tras la crisis mundial de 2008—09*, págs. 5—34, Washington: Fondo Monetario Internacional.

Efectos de contagio de tensión bancaria y soberana

5. **Los efectos de contagio directo en El Salvador derivados de la tensión en los bancos internacionales se evaluaron utilizando el módulo de contagio bancario RES/MFU⁵.** El módulo estima la vulnerabilidad potencial de la economía salvadoreña derivada de los bancos internacionales que operan en El Salvador o que realizan préstamos directos transfronterizos⁶.

6. **La disponibilidad del crédito del exterior para los prestatarios salvadoreños se vería moderadamente afectada por fuertes pérdidas de los bancos internacionales en ciertas economías.** Basándose en las tasas de incumplimiento de los activos bancarios en el sector privado y público que se plantean en el siguiente cuadro, el módulo estima las pérdidas de los sistemas bancarios internacionales. Si los bancos no mantienen un excedente de capital para cubrir esas pérdidas, tendrían que desapalancarse (reducir sus activos externos e internos) para restablecer sus coeficientes de suficiencia de capital mínimo obligatorio, lo cual ocasionaría una contracción de las líneas de crédito a El Salvador y otros países⁷. El impacto directo más importante de este choque en términos de reducción del crédito de los bancos extranjeros a prestatarios salvadoreños se debería a las pérdidas combinadas en activos de Estados Unidos y Canadá (casi 5 por ciento del PIB), seguido por choques de incumplimiento de los activos europeos (3½ por ciento del PIB). Estos choques implicarían una reducción del crédito a El Salvador de aproximadamente 8 y 6 por ciento, respectivamente.

⁵ Véanse los detalles metodológicos en Cerutti, Eugenio, Stijn Claessens y Patrick McGuire, 2012, "Systemic Risks in Global Banking: What can Available Data Tell Us and What More Data are Needed?", BIS Working Paper 376, Banco de Pagos Internacionales.

⁶ Este análisis puede subestimar los efectos de contagio potenciales porque no capta la exposición de bancos residentes que no reportan datos al BPI. Esta omisión podría ser importante, ya que los bancos colombianos (no incluidos en los datos del BPI) son propietarios de aproximadamente dos quintos del sistema bancario salvadoreño. El análisis tampoco tiene en cuenta los efectos indirectos negativos del desapalancamiento de los bancos internacionales debido a cambios en el nivel de confianza de los mercados mundiales, los balances de las empresas y la actividad económica, que podrían repercutir en los bancos salvadoreños y extranjeros, por ejemplo, mediante un aumento de la cartera en mora.

⁷ No se supone recapitalización de los bancos ni otras medidas de política de apoyo en el país anfitrión o en el país de origen.

Contagio en El Salvador por exposiciones de bancos internacionales

Origen del choque:	Magnitud 1/	Impacto (Porcentaje del PIB) 2/
Grecia	30	0.0
Grecia, Irlanda y Portugal	30	0.0
Italia	10	-0.1
España	10	-0.1
Francia	10	0.0
Alemania	10	-1.1
Bélgica	10	0.0
Suiza	10	0.0
Reino Unido	10	-2.0
Ciertos países europeos 3/	10	-3.4
Estados Unidos y Canadá	10	-4.8

Fuente: Módulo de contagio bancario RES/MFU basado en datos del BPI, el BCE e IFS.

1/ Denota el porcentaje de activos bancarios en todos los sectores que pierden valor.

2/ Reducción del crédito de bancos extranjeros a El Salvador, suponiendo un desapalancamiento uniforme de activos internos y externos.

3/ Grecia, Irlanda, Portugal, Italia, España, Francia, Alemania, Bélgica, Suiza y el Reino Unido.

7. **Un choque de incumplimiento de la deuda soberana de ciertos países europeos no afectaría directamente la disponibilidad de crédito externo en El Salvador.** El impacto de las pérdidas simuladas en los balances de los bancos internacionales que prestan activamente a prestatarios de El Salvador sería prácticamente cero, ya que dichos bancos tienen una exposición soberana limitada frente a esos países europeos.

Contagio en El Salvador por exposiciones soberanas de bancos internacionales

Origen del choque:	Magnitud 1/	Impacto (porcentaje del PIB) 2/
Grecia	50	0.0
Grecia, Irlanda y Portugal	50	0.0
España	25	0.0
Italia	25	0.0

Fuente: Módulo de contagio bancario RES/MFU basado en datos del BPI, el BCE e IFS.

1/ Denota porcentaje de activos relacionados con entidades soberanas que pierden valor.

2/ Reducción del crédito de bancos extranjeros a El Salvador, suponiendo un desapalancamiento uniforme de activos internos y externos.

Efectos de contagio hacia el exterior

8. **La importancia de los efectos de contagio de El Salvador a los países vecinos parece ser limitada.** El principal canal de transmisión de los choques de El Salvador a la región es a través del vínculo comercial, pero la proporción del comercio salvadoreño en el comercio total de cada uno de los países vecinos es modesta, lo cual hace pensar que los efectos potenciales de contagio reales provenientes de la economía salvadoreña son pequeños. El otro canal de propagación es el sector financiero (por ejemplo, los vínculos de crédito bancario transfronterizo, inversión de cartera e inversión extranjera directa), pero estos vínculos entre El Salvador y sus vecinos también son pequeños. Podría haber potencial para un contagio puro de mercado por la vía de la percepción de

EL SALVADOR

los inversionistas sobre el riesgo regional, por ejemplo, en respuesta a acontecimientos económicos o políticos adversos en El Salvador o en los países vecinos, pero este fenómeno es difícil de medir, y en la actualidad no hay señales de contagio de este tipo.

Anexo IV. El Salvador: Análisis de sostenibilidad de la deuda pública¹

La deuda pública de El Salvador es alta y continúa creciendo, lo cual representa un riesgo para la sostenibilidad fiscal a largo plazo. Un retorno a los niveles de deuda previos a la crisis global restablecería el espacio fiscal necesario para enfrentar choques y reducir las necesidades de financiamiento público a niveles más manejables, pero un ajuste gradual también podría dar lugar a brechas moderadas del producto.

Panorama general

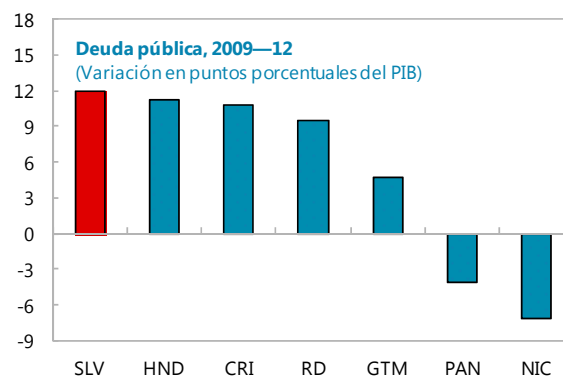
1. **Evolución.** La relación deuda pública/PIB aumentó sustancialmente de alrededor de 42½ por ciento a finales de 2008 a 54¼ por ciento a finales de 2012. Los factores principales fueron los siguientes:

- En el período 2003—08, el coeficiente de deuda pública aumentó levemente dado que la magnitud del déficit primario era moderada y estaba compensada en gran medida por el efecto del resultado positivo del diferencial de crecimiento y tasas de interés.
- En cambio, la fuerte acumulación de deuda pública en los cuatro años siguientes fue el resultado de un aumento del déficit primario producto de la crisis mundial de 2008—09, que solo se revirtió parcialmente, y el efecto de un diferencial negativo entre crecimiento y tasas de interés, ya que el crecimiento se debilitó (anexo I).
- Desde una perspectiva regional, El Salvador experimentó uno de los mayores aumentos de la deuda pública en ese último período, dado que el déficit primario era relativamente elevado. Esta trayectoria se vio agravada por el efecto de un bajo crecimiento en relación con los otros países de la región (gráfico AIV.I). Para finales de 2012, El Salvador tenía el mayor coeficiente de deuda pública de la región, incluso si se excluye la deuda pública derivada

Desglose de la dinámica de la deuda
(Porcentaje del PIB)

	2003—08	2009—12
Variación de la deuda pública	3.1	11.9
Déficit primario	3.4	8.3
Crecimiento	-6.4	-1.1
Tasa de interés real	4.2	4.9
Otro	1.8	-0.3
Partidas informativas:		
Deuda pública (fin del período)	42.4	54.3
Tasa de interés nominal implícita	6.0	4.9

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



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

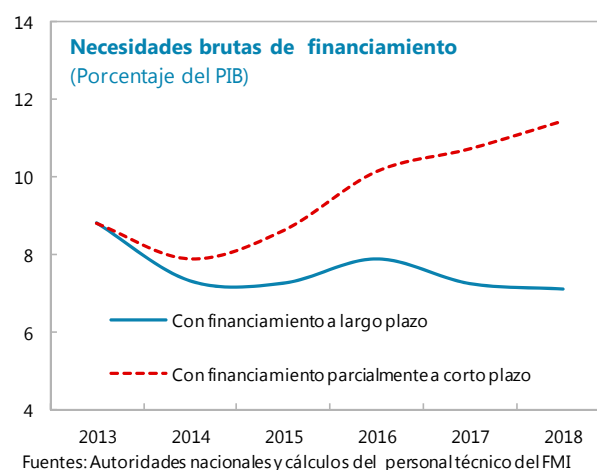
¹ Preparado por P. Druck y M. Garza.

de la transición a cuentas de pensiones individuales².

2. **Escenario de base.** Se proyecta que el coeficiente de deuda pública aumentará a 63 por ciento para 2018 y a 66 por ciento para 2020, ya que el déficit primario permanecería por encima del 1 por ciento del PIB a mediano y largo plazo. Esta trayectoria está sujeta a riesgos sustanciales:

- Las pruebas de límites indican que la trayectoria de la deuda pública es sensible a los choques, ya que desviaciones del déficit primario, un menor crecimiento o un aumento de las tasas de interés acelerarían aún más el crecimiento de la deuda. La probabilidad de estos choques es alta, dada la experiencia histórica (cuadro 9 y gráfico 6).
- De acuerdo a simulaciones estocásticas, la deuda pública promedio superaría el 80 por ciento del PIB en 2018³. Estos pronósticos superan consistentemente las proyecciones base de la deuda pública y están sujetos a importantes riesgos a mediano plazo, como lo evidencia la amplitud del gráfico de abanico que figura en el texto principal del presente informe (parr. 12).

3. **Necesidades de endeudamiento.** Las necesidades brutas de financiamiento en el escenario base superarían el financiamiento disponible; esto haría vulnerable a las finanzas públicas a un cambio en la percepción de los inversionistas. Se proyecta que las necesidades de financiamiento público serán de entre 7 y 9 por ciento del PIB por año, siempre que el volumen de deuda pública a corto plazo permanezca en 2 por ciento del PIB y que las brechas de financiamiento se cubran con préstamos a largo plazo de acreedores oficiales y privados. En cambio, las necesidades brutas de financiamiento alcanzarían el 11 por ciento del PIB en 2018 si la mitad de las brechas de financiamiento proyectadas se cubrieran con financiamiento público de corto plazo.



4. **Estructura de la deuda⁴.** La estructura de deuda pública relativamente sólida mitiga los riesgos. A finales de 2012, el vencimiento promedio de la deuda pública era de ocho años, y tan solo un 15 por ciento del saldo estaba sujeto a vencimientos en los siguientes cinco años (o una amortización media de 1½ por ciento al año). Una proporción importante del saldo de deuda

² La exclusión de la deuda relacionada con pensiones hace que el saldo de deuda pública de El Salvador sea más comparable con el de los países vecinos, que tienen regímenes jubilatorios de reparto.

³ Las simulaciones estocásticas se realizaron: i) estimando la función de reacción fiscal implícita ante la evolución de la deuda pública y la brecha del producto de acuerdo con el comportamiento fiscal pasado, y ii) produciendo distribuciones de frecuencia de las trayectorias de la deuda en función de choques de crecimiento, tasas de interés y fiscales de magnitudes similares a las observadas en el pasado.

⁴ Basado en "Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis", IMF Board Paper SM/11/211, 2011, Washington: Fondo Monetario Internacional.

pública (70 por ciento del total) estaba sujeta a tasas de interés fijas, lo cual limitaba la exposición a la volatilidad de las tasas de interés. Otra fuente de solidez es la existencia de una base estable de inversionistas, en la que a los fondos privados de pensiones internos y a los acreedores oficiales les correspondía una proporción importante de deuda pública (70 por ciento).

5. **Percepción del riesgo.** La percepción del riesgo de la deuda soberana es moderada, ya que el diferencial de rendimiento entre la deuda pública salvadoreña y los bonos del Tesoro estadounidense promedió 450 puntos básicos en 2012, frente a 180 puntos básicos en los países con las calificaciones más altas en América Latina. El Salvador mantuvo la clasificación de grado de inversión durante 2002—09, pero desde entonces dos de las agencias calificadoras han rebajado gradualmente su calificación de riesgo de deuda soberana, y en la actualidad el país se sitúa tres puestos por debajo del nivel de grado de inversión.

Restablecimiento de la sostenibilidad de la deuda

6. **Se utilizaron metas alternativas de deuda a largo plazo para evaluar el esfuerzo que sería necesario para lograr la sostenibilidad de la deuda.** El tamaño estimado de la brecha fiscal para alcanzar la sostenibilidad depende de la velocidad del ajuste fiscal y del alcance de la meta de deuda pública⁵.

- **Estabilidad de la deuda.** Para mantener el coeficiente de deuda pública en 55 por ciento del PIB en 2013 y los años posteriores sería necesario un esfuerzo fiscal sostenido de 2 por ciento del PIB; para esto, el déficit primario se debería convertir en un pequeño superávit (0.2 por ciento del PIB). No obstante, este tipo de consolidación fiscal seguiría generando necesidades brutas de financiamiento relativamente altas y un espacio fiscal limitado para reaccionar ante choques adversos.
- **Nivel de deuda previo a la crisis global.** Una reducción del coeficiente de deuda pública a los niveles previos a la crisis (42 por ciento del PIB) para 2020 daría lugar a una brecha de sostenibilidad fiscal de 5 por ciento del PIB en relación con los niveles de 2012. El cierre de esta brecha elevaría el superávit primario a 3¼ por ciento del PIB y generaría un pequeño superávit en el balance fiscal consolidado, en tanto que las necesidades de financiamiento se reducirían a niveles manejables (3—4 por ciento del PIB). Se proyecta que un ajuste gradual, con una concentración moderada de las medidas en el período inicial y distribuido a lo largo de un período de seis años hasta 2018, produciría brechas moderadas del producto (véase más adelante).
- **Nivel de deuda para mejorar las percepciones de riesgo.** Para reducir el coeficiente de deuda pública a niveles que podrían ser compatibles con el grado de inversión (35 por

⁵ Véanse más detalles sobre esta metodología en Garza, M., P. Morra y D. Simard, 2012, "La posición fiscal: perspectivas y opciones de ajuste", *Centroamérica, Panamá y la República Dominicana: Desafíos tras la crisis mundial de 2008—09*, págs. 115-147, Washington: Fondo Monetario Internacional.

ciento del PIB para 2020) se necesitaría un esfuerzo sostenido de 7 por ciento del PIB, suponiendo que el ajuste se distribuye a lo largo del mismo período de seis años⁶.

Cabe señalar que el ajuste previsto en estos escenarios podría suavizarse posteriormente al año 2020, ya que un superávit pequeño estabilizaría la deuda una vez alcanzada la meta. Además, si la consolidación fiscal también se propusiera fortalecer la posición de las reservas internacionales al nivel de adecuación analizado en el anexo II, el ajuste gradual previsto en estos escenarios tendría que complementarse con un esfuerzo adicional de 0.8 por ciento del PIB por año.

7. **Los escenarios de reducción de la deuda consideran un esfuerzo fiscal moderado al inicio del ajuste para mitigar las pérdidas del producto.** El Salvador se enfrenta al desafío de emprender una consolidación fiscal y al mismo tiempo reducir a un mínimo su impacto en el crecimiento. Para conciliar ambos objetivos, las simulaciones se prepararon basándose en un modelo de consolidación fiscal óptima⁷. En vista de la pequeña brecha en el producto en 2012, la simulación correspondiente al escenario que propone regresar al nivel de deuda previo a la crisis predice un ajuste fiscal de alrededor del 2 por ciento del PIB en 2013—14 y un ajuste adicional más pequeño en los cuatro años posteriores. En este escenario, la brecha del producto es negativa y se mantendría en 0.6 por ciento del producto potencial en el primer año, y se cerraría lentamente de ahí en adelante.

Escenario ilustrativo de consolidación fiscal en un modelo de preferencias cuadráticas 1/

(Porcentaje del PIB, salvo indicación en contrario)

	Proyección									
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ajuste fiscal discrecional	1.3	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Brecha de sostenibilidad fiscal	3.4	2.6	1.9	1.3	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Brecha del producto (porcentaje del PIB potencial)	-0.6	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.2	-0.1	0.0	0.0

Fuentes: Estimaciones y proyecciones del personal técnico del FMI.

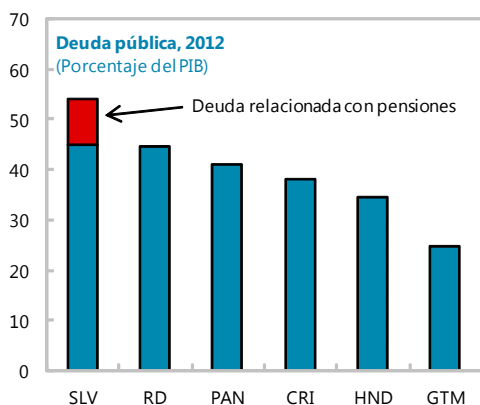
1/ Escenario de nivel de deuda previo a la crisis.

⁶ Véase una estimación de las calificaciones de riesgo de la deuda soberana basadas en modelos de intolerancia de la deuda pública en Bannister, G. y L.D. Barrot, 2012, "Un marco para evaluar el nivel de deuda pública", *Centroamérica, Panamá y la República Dominicana: Desafíos tras la crisis mundial de 2008—09*, págs. 95—113, Washington: Fondo Monetario Internacional.

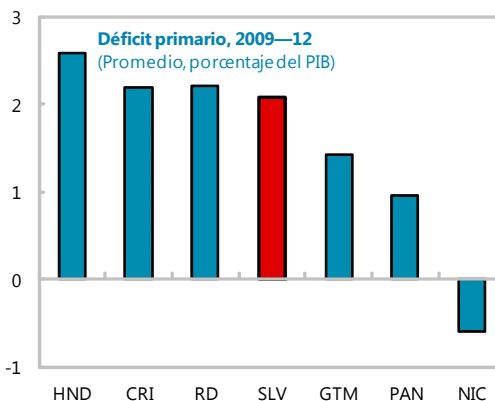
⁷ Véase Kanda, Daniel, 2011, "Modeling Optimal Fiscal Consolidation Paths in a Selection of European Countries", IMF Working Paper 11/164, Washington: Fondo Monetario Internacional.

Gráfico AIV.1. El Salvador: Dinámica de la deuda pública

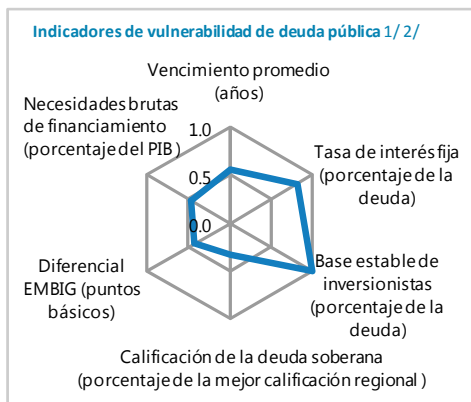
El Salvador tiene el mayor nivel de deuda pública en la región...



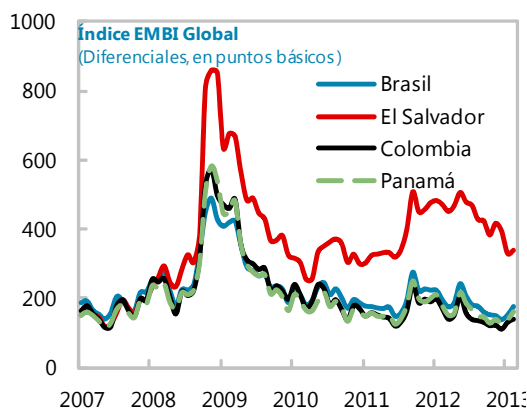
...el déficit primario también es relativamente alto.



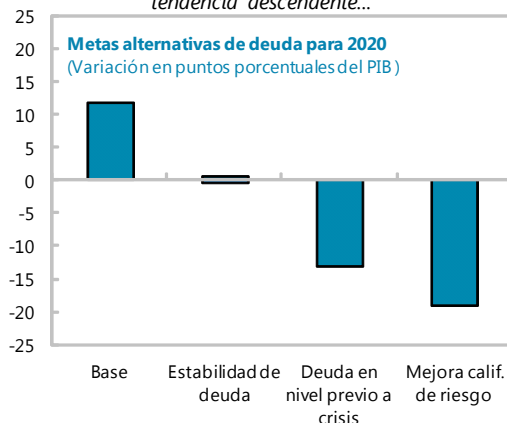
La estructura de la deuda presenta ciertas ventajas...



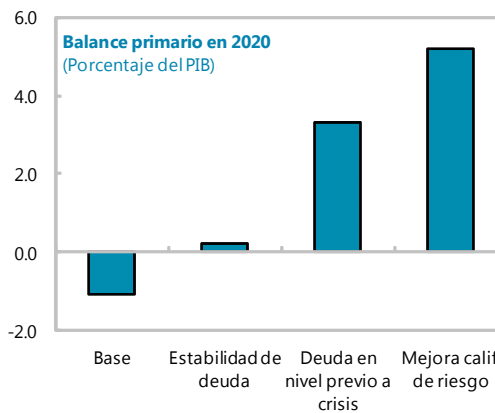
...pero la percepción de riesgo ha aumentado debido a debilidades en la posición fiscal.



Es necesario colocar la deuda en una firme tendencia descendente...



...y se precisa un importante esfuerzo fiscal.



Fuentes: Bloomberg y estimaciones del personal técnico del FMI.

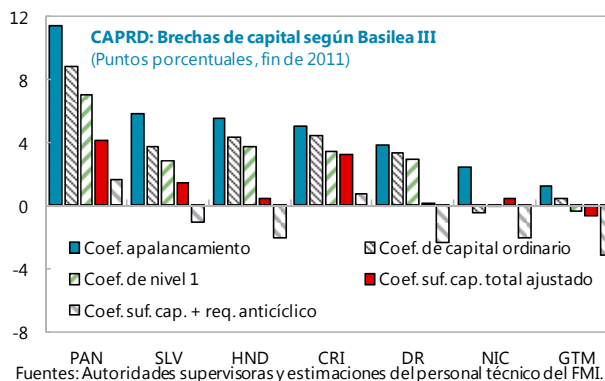
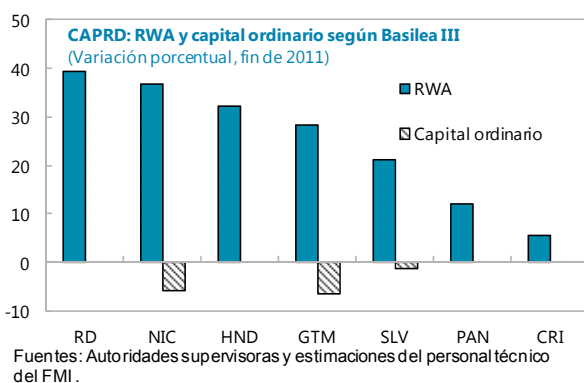
1/ Un valor de uno significa que el indicador está en el nivel umbral. Cuanto más se aproxima el indicador al centro, mayor es la vulnerabilidad en esta dimensión.

2/ Para cada indicador, el umbral es el país de la región con mejor desempeño entre los países con acceso al mercado (Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Panamá y la República Dominicana).

Anexo V. El Salvador: Aplicación de las normas de Basilea III¹

Gracias a los elevados niveles de capital y liquidez existentes en el sistema bancario, El Salvador está en condiciones de realizar una transición gradual hacia las normas de Basilea III, sin impactar la oferta de crédito y la actividad económica a corto plazo

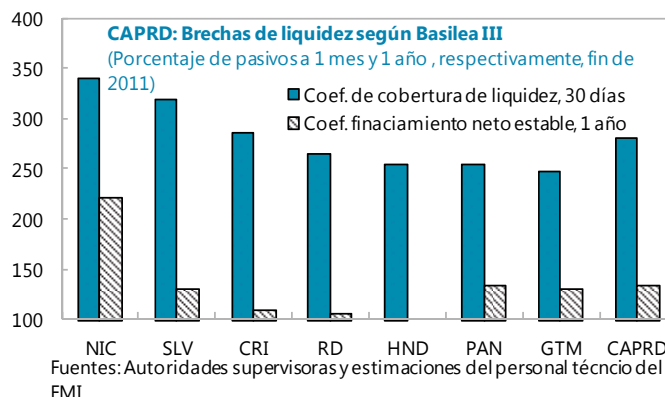
1. **Si bien las normas de Basilea III tienen como finalidad reforzar la solidez del sistema bancario, la adopción de reglas más exigentes puede desacelerar el crecimiento.** Con el fin de subsanar las deficiencias que dejó al descubierto la crisis mundial de 2008—09, las normas de Basilea han sido actualizadas con directrices más estrictas de capital y nuevos requerimientos de liquidez. Sin embargo, el cumplimiento de normas más estrictas puede llevar a una reducción transitoria de la oferta de crédito bancario y, por ende, afectar la actividad económica.
2. **El Salvador está en condiciones de adoptar gradualmente algunas regulaciones clave de Basilea III.** El sistema bancario ya cumple la mayoría de las normas de Basilea I y ha avanzado satisfactoriamente en la aplicación de los principios básicos de Basilea. A fin de 2012, el coeficiente de suficiencia de capital promedio de los bancos era del 17 por ciento, muy superior al 8 por ciento exigido por las normas de Basilea I (12 por ciento según las normas salvadoreñas). Además, la adopción de la supervisión basada en riesgos está avanzando, en tanto que la integración de las superintendencias de bancos, fondos de pensiones y valores en 2011 ha facilitado la aplicación de la supervisión consolidada.
3. **Los bancos podrían tener pequeñas brechas de capital bajo normas más estrictas.** El ajuste en función de las definiciones de Basilea III supondría que los activos ponderados en función del riesgo (RWA, por sus siglas en inglés) en el sistema bancario salvadoreño aumentarían un 20 por ciento, en tanto que el capital ordinario disminuiría ligeramente en 1½ por ciento; este efecto es inferior al observado en otros países de la región. Gracias al nivel de capital existente, los bancos estarían en condiciones de cumplir todos los nuevos requerimientos de capital; aunque la introducción de un requerimiento anticíclico del 2½ por ciento de los RWA generaría una brecha de capital de 1½ por ciento de los RWA, ésta sería menor a la que podría surgir en otros países de la región.



¹ Preparado por F. Delgado. Basado en Basso, O., F. Delgado y M. Meza, 2013, "Strengthening Bank Capital and Liquidity in Central America: the Road to Basel III", IMF, Working Paper (inédito).

4. **Los niveles de liquidez en el sistema bancario de El Salvador también exceden los mínimos regulatorios.** El coeficiente de cobertura de liquidez a 30 días se sitúa en más de 300 por ciento del mínimo regulatorio, una vez ajustando en función de las metodologías de Basilea III. El coeficiente de financiamiento a un año se situaría un 30 por ciento por encima del nivel recomendado².

5. **El impacto macroeconómico de la transición a las normas de capital de Basilea III sería insignificante para El Salvador.** En términos generales, la adopción de normas más estrictas no debería tener un efecto transitorio ni en el crédito ni en la actividad económica, dado que el cumplimiento del sistema ya excede la mayoría de esas normas, salvo que se introduzca además un requerimiento de capital anticíclico. Para medir el efecto real de la adopción de las normas de Basilea III se aplicó un modelo de vectores autorregresivos (VAR). Este modelo sugiere que un aumento del coeficiente de suficiencia de capital de un punto porcentual reduciría la actividad económica en El Salvador tan solo 0.05 por ciento, y que el efecto se disiparía en dos años. El impacto estimado es bajo en comparación con las estimaciones sobre otros países realizadas por el Grupo de Análisis Macroeconómico del Banco Internacional de Pagos (BIP).



6. **La transición a las normas de Basilea III debe adaptarse a las características del sistema bancario.** El tamaño y la complejidad del sistema bancario salvadoreño sugieren que los estándares de Basilea III serían apropiados para El Salvador y que además, servirían de guía para mejorar las prácticas y las capacidades de supervisión, así como los marcos regulatorios y de gestión del riesgo.

- A corto plazo, la prioridad consiste en actualizar las definiciones e introducir los nuevos requerimientos de capital, aunque la adopción del requerimiento anticíclico debe ser gradual. Sin embargo, los niveles exigidos de liquidez actuales no deben reducirse hasta que las facilidades de liquidez previstas por el banco central estén completamente activas, en particular la ventanilla de prestamista de última instancia.
- A mediano plazo, es importante reforzar los procesos de supervisión (el denominado "Pilar II" en el marco del acuerdo de Basilea) y mejorar las prácticas de disciplina y transparencia del mercado (Pilar III).

² Ambos requisitos de liquidez ofrecen cobertura total de los pasivos que vencen dentro de un período de 30 días y un año.

- A largo plazo deberían considerarse componentes adicionales, como instrumentos macroprudenciales y cargos de capital para instituciones financieras de importancia sistémica.
7. **No parece haber obstáculos sustanciales para la transición a normas de Basilea III.** El banco central está facultado para efectuar la mayoría de las modificaciones regulatorias asociadas con la adopción de estas normas. Desde el punto de vista sectorial, la presencia en El Salvador de grandes grupos financieros internacionales sujetos a prácticas prudenciales más estrictas en sus países de origen debería facilitar la transición.