



INFORME DE LA COYUNTURA ECONOMICA AL CIERRE DE 2016

AREA DE MACROECONOMÍA Y DESARROLLO

DICIEMBRE 2016

Introducción

La economía siguió una trayectoria inercial de bajo crecimiento en 2016. Las principales variables que permiten medir el pulso de la actividad económica registraron desempeños modestos. Tanto el IVAE, como la recaudación del IVA de operaciones domésticas y la creación de empleo formal, permiten estimar que el crecimiento económico se tendría que situar entre 1.5% y 2.0%.

El empleo, que es uno de los indicadores más reveladores del crecimiento económico ha vuelto a crecer al 1.0%, generando 8,240 nuevos puestos en el último año, quedándose muy lejos del aumento de la PEA, que se estima en al menos 60,000 nuevos elementos. Esto conduce al aumento del empleo informal y en muchos casos en fuente de integrantes de los grupos delictivos.

La caída de los precios del petróleo se ha trasladado al resto de bienes y servicios de la canasta en El Salvador posibilitando la estabilidad. Pero, una deflación no es saludable para un país, pues refleja que la economía está deprimida y las empresas, al ver estancadas o disminuidas sus ventas, recurren a bajar los precios. Internamente no se ha hecho nada por mantener los precios estables, son los shocks externos los que determinan el rumbo.

Las exportaciones e importaciones están en números rojos (-3.9%, -6.6%, respectivamente). Las exportaciones reflejan la baja productividad del país y lo poco competitivos que son los productos salvadoreños en el mercado mundial. La caída de las importaciones, fuera de la baja en la factura petrolera, indica que la economía doméstica está estancada. Bajan los bienes de consumo, las materias primas y los bienes de capital están estancados.

Las entradas de IED del primer semestre de 2016 triplicaron las experimentadas en el mismo período de 2015 (US\$156 millones), pero El Salvador sigue captando el 2.7% del capital que llega a Centroamérica. En esta coyuntura influye el clima de negocios, como principal detonante de la llegada de capital extranjero. El Salvador reprueba dicho examen.

Las remesas familiares siguen creciendo, reflejando una mejora sustancial de la economía estadounidense. El empleo hispano en Estados Unidos ha aumentado en los últimos cuatro años, favoreciendo el envío de dinero a El Salvador. Sin embargo, dicho auge de crecimiento en Estados Unidos, aunado al efecto Trump, conducirá a un incremento en las tasas de interés de referencia (FED, LIBOR), obligando a El Salvador a asumir una carga financiera más pesada en el pago de intereses de la deuda.

El sistema financiero se muestra sólido y así lo refleja el buen comportamiento de los depósitos. Los créditos fluyen a una tasa muy baja y el principal destino es el consumo. Los indicadores

financieros muestran también dicha solidez, a excepción de la “rentabilidad sobre activos”, que ha pasado de 1.59% en 2013 a 0.85% en 2016, ubicándose debajo del límite prudencial.

El aumento del riesgo crediticio del país se está trasladando gradualmente a los costos de los privados. En las últimas semanas, los principales bancos están notificando aumentos en las tasas de interés, lo que incrementará los costos de los agentes económicos.

La situación fiscal se ha mantenido crítica en 2016. El déficit fiscal se mantiene alto, aunque debido a la iliquidez, el gasto se ha contenido, reflejando una aparente disciplina, pero en la práctica, el gobierno mantiene muchos retrasos en los pagos a proveedores de bienes y servicios y transferencias (FODES, programas sociales, financiamiento de escuelas, medicamentos, insumos de seguridad, etc.). En los últimos meses, el gobierno ha tenido que priorizar los compromisos a cubrir, el resto los deja en segundo plano, provocando quiebras e iliquidez en las empresas. Las decisiones de política adoptadas por el gobierno siguen siendo cortoplacistas, por lo tanto, las finanzas públicas siguen en la senda de la insostenibilidad, mientras van agudizándose otros problemas, como la presión de la deuda previsional, tema que no se abordó seriamente en 2016, perdiendo una gran oportunidad para diseñar una reforma integral.

El acuerdo para emitir deuda, logrado en el último mes, es un buen primer paso, pero requiere una gran voluntad para seguir construyendo entendimientos de mediano y largo. Los tomadores de decisiones deben desistir de sus intereses políticos para llegar a acuerdos. De lo contrario, las finanzas públicas no resistirán muchos meses, desencadenando una crisis económica.

2017 se visualiza igual de crítico que 2019. Mientras más se difiera la toma de decisiones importantes, como una reforma tributaria que aborde los problemas estructurales del sistema impositivo; una reforma que atenúe la presión fiscal de la deuda de pensiones y que impulse el sistema previsional hacia mejores indicadores de cobertura, suficiencia y sostenibilidad; la formulación de una política de responsabilidad o disciplina fiscal; y una reforma institucional que lleve a una gestión presupuestaria eficiente y transparente; las finanzas públicas seguirán padeciendo de problemas de insostenibilidad, lo que obligará a las autoridades a seguir gestionando la crisis, sin hacer en lo más mínimo una planificación fiscal con visión de largo plazo.

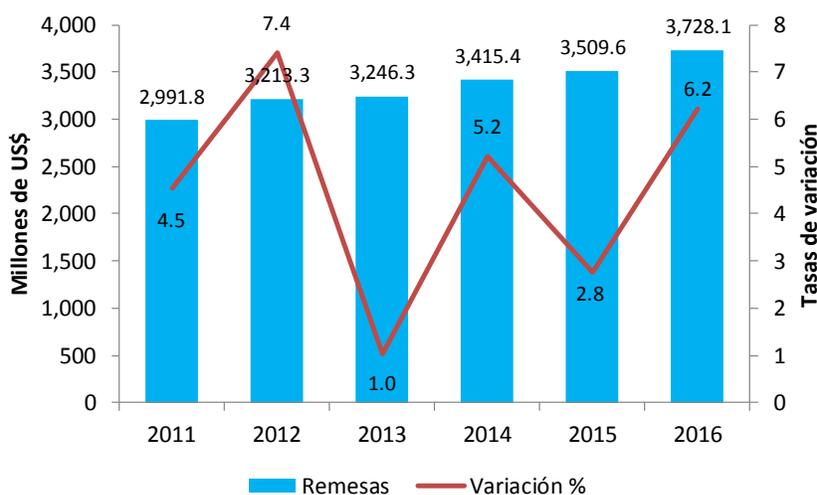
Finalmente, El Salvador necesita de un verdadero diálogo en torno a los retos económicos, sociales y políticos, que permitan allanar el camino hacia la búsqueda de un mejor futuro para el país. Esto es insoslayable, pues de lo contrario se seguirá un proceso de diálogo infructuoso que agota las energías políticas y sin obtener los resultados deseados.

1. Sector Externo

Remesas familiares

Entre los meses de enero y octubre las remesas familiares arribaron a US\$3,728.1 millones, representando un incremento de 6.2% con respecto a lo recibido durante el mismo periodo del año pasado (Gráfico 1). Este aumento es notable, considerando el comportamiento dispar de los dos años anteriores.

Gráfico 1. Remesas familiares recibidas Enero-Octubre de cada año



Fuente: elaboración propia con datos del BCR.

El buen comportamiento de las remesas familiares está relacionado, principalmente, con el favorable desempleo de la economía estadounidense, lo que se refleja en una disminución notable en el nivel de desempleo hispano (Gráfico 2), indicador que ha pasado de 11.6% en 2011 a 5.6% en 2016. Sin embargo, al relacionar dicha tendencia con el flujo de remesas a El Salvador, se puede apreciar cierta falta de correspondencia, pues este último, a pesar de que se ha mantenido creciendo a tasas positivas, no lo ha hecho en forma sostenida, tal como lo sugiere la disminución del desempleo hispano.

Al respecto, en enero de 2017 comienza una nueva administración gubernamental en Estados Unidos, previéndose importantes cambios en la conducción de la economía de dicho país. En el lado positivo se ubican las expectativas de un mayor crecimiento económico, motivadas por fuertes incentivos a los sectores productivos domésticos y medidas proteccionistas. En esta lógica, se espera un incremento sustancial del empleo formal, incluyendo el empleo hispano, lo que puede ser positivo para el flujo de remesas enviadas a El Salvador.

Pero, de manera paralela, existen expectativas de mayores restricciones en la política migratoria, especialmente en la concesión de beneficios a migrantes ilegales. Como resultado, el envío de remesas puede mermar, atenuando el incremento a lograrse por la mayor actividad económica.

Gráfico 2. Nivel del desempleo hispano en Estados Unidos



Fuente: elaboración propia con datos del US Bureau of Labor Statistics.

Balanza comercial

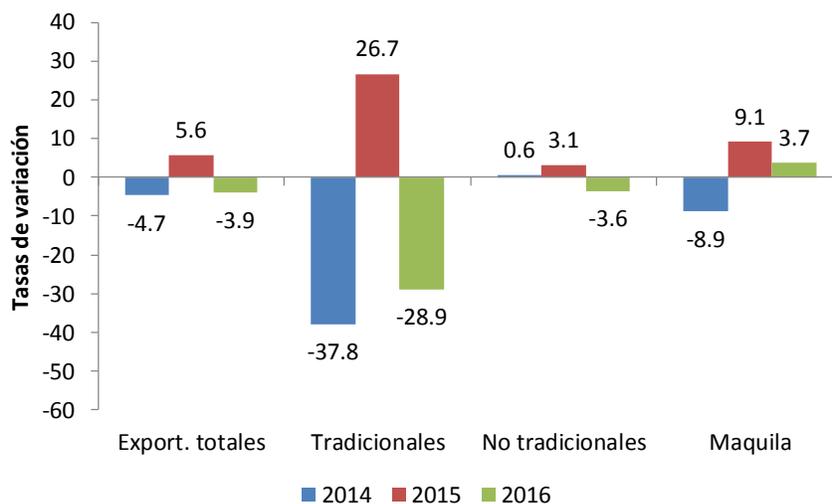
A octubre de 2016, las exportaciones alcanzaron US\$4,514.9 millones, lo que representa una caída de 3.9% (Gráfico 3), desempeño que revierte totalmente el incremento de 5.6% logrado en 2015.

El resultado global se ha visto influenciado por fuertes caídas de las exportaciones de café y azúcar (-26.8% y -30.6%, respectivamente), bienes que, a pesar de su temporaria recuperación en 2015, no levantan su desempeño en el mediano plazo, lo que en buena medida se debe a factores estructurales que afectan la productividad del sector agrícola de El Salvador.

Rompiendo una tendencia de tasas positivas en los últimos cinco años, las exportaciones no tradicionales se contrajeron en 3.6%, contribuyendo a la caída agregada. Aquí, tanto las destinadas al área centroamericana como las ventas hacia fuera de la región, registran un desempeño negativo. Por su parte, las exportaciones de maquila crecieron 3.7%, siendo 2016 el segundo año consecutivo en que terminan en el terreno positivo.

En el quinquenio 2012-2016, el bajo desempeño de los productos tradicionales –especialmente el café, que promedió -18.1% de variación en dicho período– ha limitado el crecimiento de las exportaciones totales, habiendo crecido éstas a una tasa promedio de 0.2%

Gráfico 3. Desempeño de las exportaciones Enero-Octubre de cada año



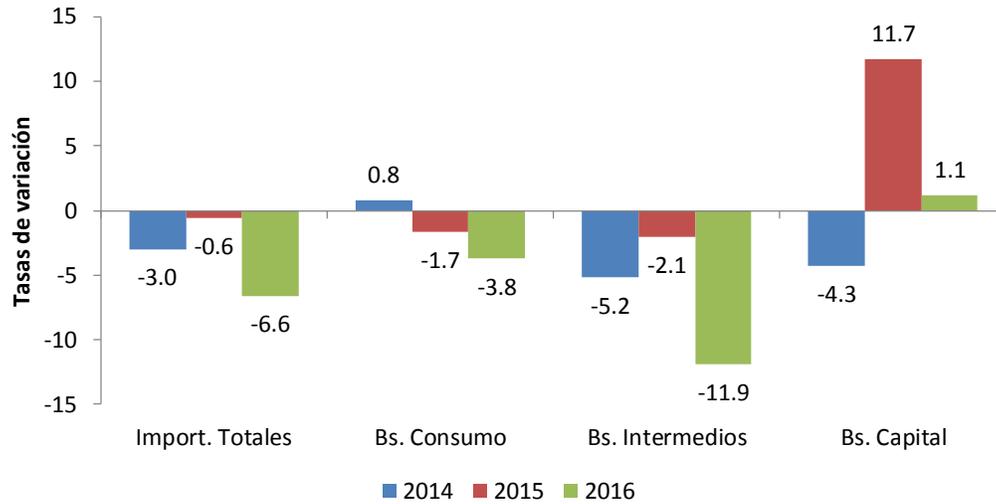
Fuente: elaboración propia con datos del BCR.

Las importaciones entre los meses de enero y octubre ascendieron a US\$8,174.4 millones, cifra que representa una caída de 6.6% (Gráfico 4), siendo éste el tercer año consecutivo con tasas negativas. Se registraron caídas en las importaciones de bienes de consumo y bienes intermedios, de 3.8% y 11.9%, respectivamente. Solamente las importaciones de bienes de capital mostraron un leve incremento de 1.1%, destacando únicamente el sector transporte, mientras que sectores estratégicos para el crecimiento económico, como la industria, el comercio, generación de electricidad, registran comportamientos negativos.

En los últimos años, la caída en los bienes de consumo e intermedios ha sido influida por la reducción de la factura petrolera, pero en 2016, excluyendo las importaciones de derivados del petróleo –que registran una caída de 24.3%–, las importaciones mantienen una contracción de 3.8%. Por su parte, los bienes intermedios sin petróleo caen a una tasa de 8.6%, reflejando una demanda interna deprimida.

A nivel de sectores productivos, todos acumulan importantes caídas, siendo la industria manufacturera y la construcción, los que presentan las mayores contracciones.

Gráfico 4. Evolución de las importaciones Enero-October de cada año

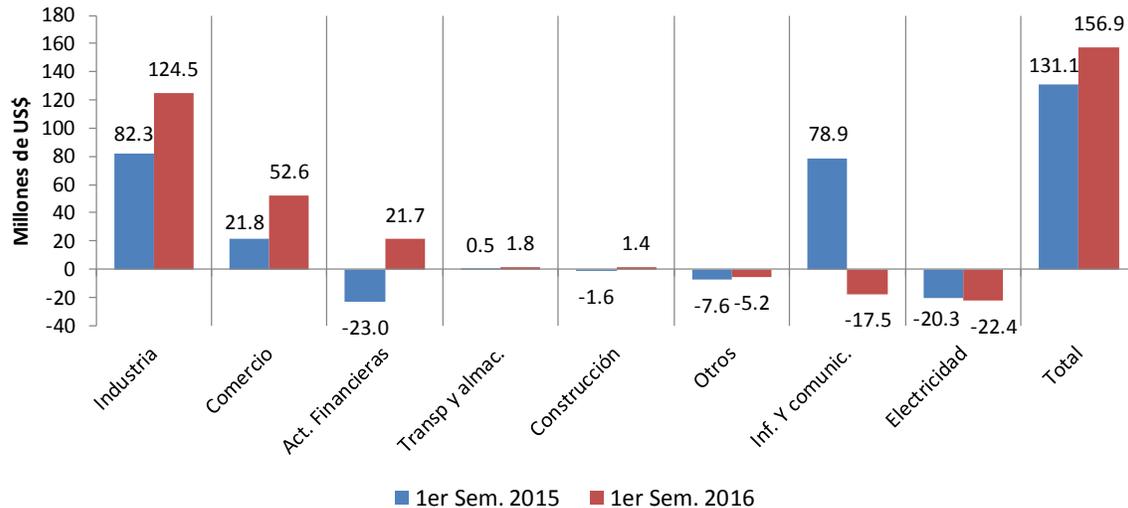


Fuente: elaboración propia con datos del BCR.

Finalmente, el saldo acumulado al mes de octubre arrojó un déficit comercial de US\$3,659.5 millones, cifra que representa un déficit 9.8% menor que el registrado durante el mismo periodo de 2015. La reducción del déficit comercial se debe, principalmente, a la caída sostenida en las importaciones generales y, en particular, a la caída en los precios internacionales del petróleo.

Inversión Extranjera Directa (IED)

Gráfico 5. Entradas de Inversión Extranjera Directa al segundo trimestre de 2016

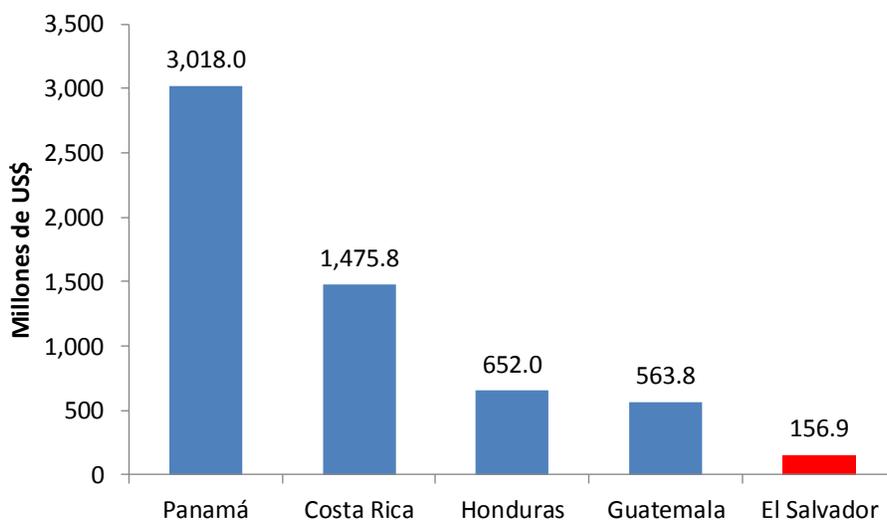


Fuente: elaboración propia con datos del BCR.

Al segundo trimestre del 2016, el flujo de entradas de IED fue de US\$156.9 millones, lo que representa un aumento de US\$25.7 millones (19.6%) con respecto a las entradas netas que se registraron durante el mismo periodo de 2015. A nivel sectorial, la industria manufacturera, el comercio y las actividades financieras, tuvieron incrementos, mientras que la generación de electricidad, información y comunicaciones, así como el resto de sectores, experimentaron flujos negativos (Gráfico 5), por repatriación de utilidades y en algunos casos, por retiro de algunas inversiones.

A nivel regional, El Salvador continúa como el país menos atractivo a la inversión extranjera directa, pues al primer semestre del año, sin incluir las entradas a Nicaragua, solo ha captado el 2.7% de los flujos de capital que entraron a la región. Los US\$156.9 millones de El Salvador contrastan con los US\$3,018 millones que registra como IED Panamá y los US\$1,476 millones que entraron a Costa Rica (Gráfico 6).

Gráfico 6. Entradas de IED en Centroamérica al segundo trimestre de 2016



Fuente: elaboración propia con datos del BCR y publicaciones de cada país.

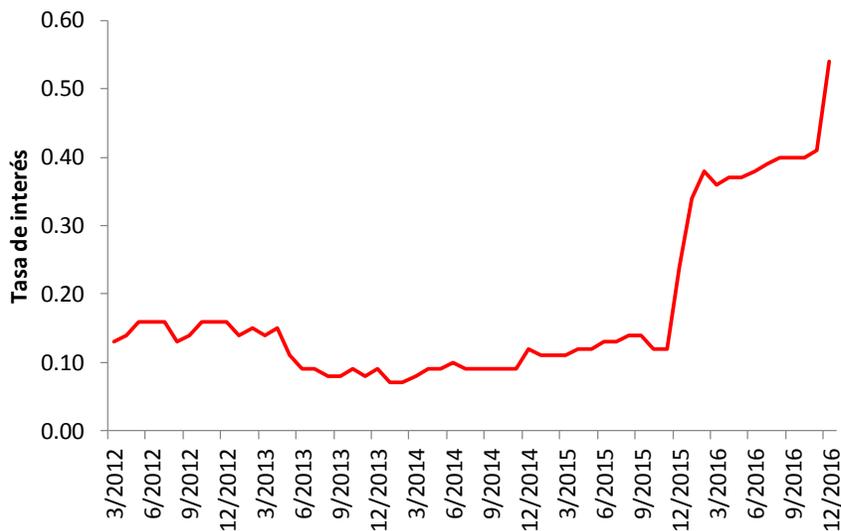
Una conclusión específica aquí es la pérdida de competitividad y el desfavorable clima de negocios de El Salvador, situación que se refleja en las constantes caídas en los rankings internacionales de competitividad, *doing business*, gobernabilidad, etc.

Mercados financieros

Desde la crisis financiera global de 2008-2009, las tasas de interés internacionales de referencia (FED Rate, LIBOR) experimentaron una caída abrupta, desde niveles superiores al 5% a tasas cercanas a 0%, manteniéndose, en el caso de la *FED Rate*, por debajo de 0.10% hasta diciembre

de 2015, cuando la Reserva Federal de Estados comenzó un proceso de subidas para contrarrestar un eventual recalentamiento de la economía estadounidense. Es así como diciembre de 2016, la tasa efectiva ha llegado ya a 0.54% (Gráfico 7).

Gráfico 7. Evolución de tasa efectiva de la FED 2012-2016



Fuente: elaboración propia con datos de la FED.

Para El Salvador, dicha subida de las tasas es una noticia desfavorable, por cuanto las futuras emisiones de deuda pública deberán enfrentar tasas internacionales de referencia más altas, lo que se suma al cada vez mayor riesgo soberano. La consecuencia será una mayor carga financiera para el presupuesto público, lo que además se trasladará a la economía real en la forma de incrementos en los costos de producción y precios.

2. Sector financiero

Durante 2016, la banca salvadoreña se ha mantenido sólida, tal como ha sucedido en los últimos años, lo que refleja un sistema financiero capaz de resistir *shocks* de considerable envergadura sin sufrir una crisis sistémica que conlleve a una crisis económica general. De manera específica, el comportamiento de los depósitos, préstamos bancarios y el desempeño de los principales indicadores prudenciales de alerta temprana, sin perjuicio del estado de sectores específicos, como las finanzas públicas, puede utilizarse como una aproximación de la salud de la economía.

Indicadores de solidez financiera

Tal como ha venido sucediendo en los últimos años, los indicadores de solidez financiera de la banca salvadoreña se mantienen en una posición favorable respecto a los umbrales de alerta establecidos por la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF). En 2016, luego de dos trimestres, dichas características se mantienen. Sin embargo, la rentabilidad sobre los activos del sistema acumula tres años con una tendencia a la baja, llegando en junio de 2016 a 0.85% (Tabla 1), ubicándose por debajo del umbral mínimo exigido por la SSF (1%). Esta situación debe ser una voz de alarma para las autoridades del sistema financiero, por cuanto, una rentabilidad menor puede conducir a la eventual quiebra de algún (os) banco (s), poniendo en riesgo la estabilidad del sistema como un todo.

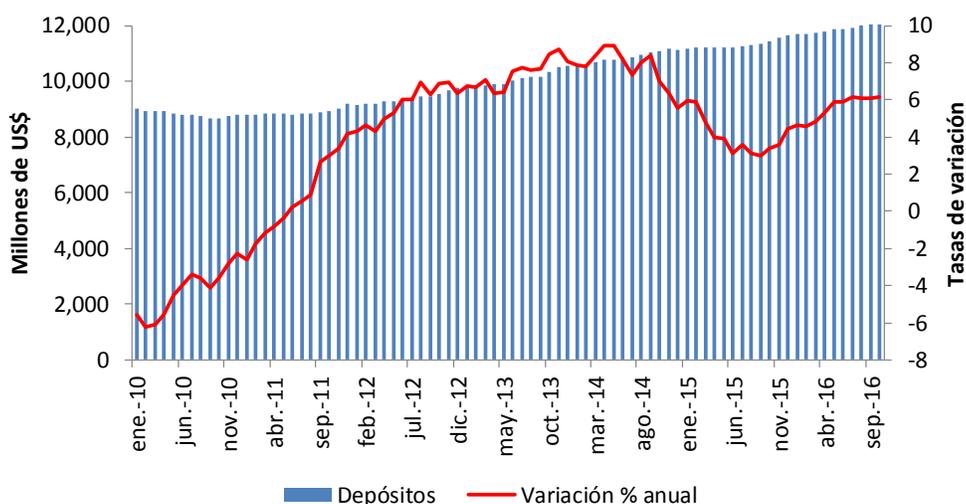
Tabla 1. Indicadores de solidez del sistema financiero

Descripción	sep-13	sep-14	sep-15	jun-16	Parámetro
Liquidez	33.43	28.46	34.6	32.79	17% (Mínimo)
Solvencia	17.5	16.45	16.86	16.89	12% (Mínimo)
Mora	2.55	2.47	2.44	2.13	4% (Máximo)
Cobertura reservas	118.7	115.73	113.75	117.63	100% (Mínimo)
Rentabilidad s/activos	1.59	1.33	1.1	0.85	1% (Mínimo)

Fuente: ABANSA y SSF.

Depósitos y créditos

Gráfico 8. Comportamiento de los depósitos bancarios

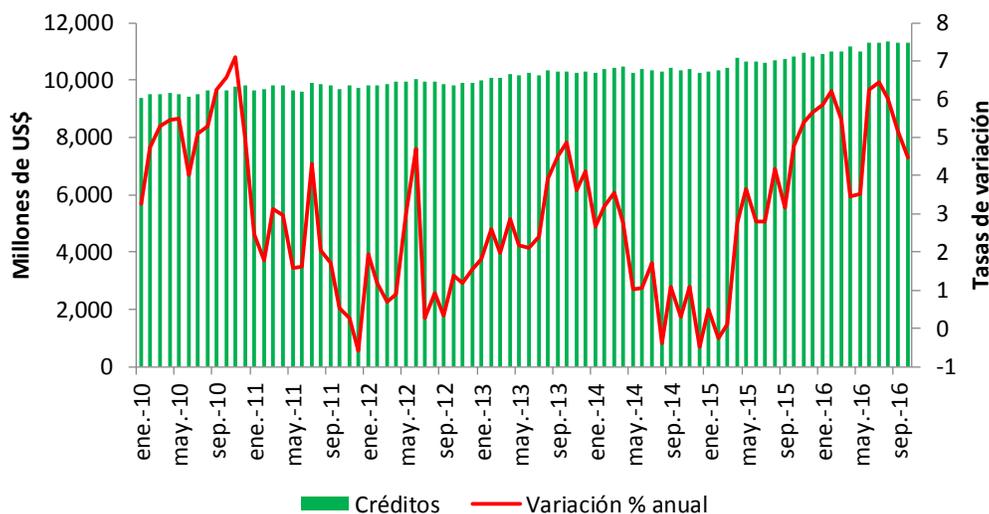


Fuente: elaboración propia con datos del BCR.

Los depósitos muestran un crecimiento promedio de 5.6% en los primeros 10 meses de 2016, lo que alimenta la liquidez del sistema financiero, como se muestra en la Tabla 1. El incremento en los depósitos se da luego de una desaceleración experimentada en el primer semestre de 2015 derivada de la tensión e incertidumbre asociada a la extensa campaña electoral. Sin embargo, no se ha logrado recuperar las tasas de crecimiento vistas en 2013, cuando los depósitos llegaron a crecer a tasas cercanas al 9% anual. La desaceleración puede asociarse a una menor actividad económica, como lo sugieren otros indicadores relevantes, como el desempeño del comercio exterior y la recaudación fiscal.

En cuanto a los préstamos, en términos globales se han recuperado en lo que va de 2016, al registrar un crecimiento interanual de 5.3%, registro relativamente favorable si se compara con el crecimiento promedio obtenido en los 12 meses anteriores (3.0%), lo que refleja que los agentes económicos mantienen cierta confianza de poder sobresalir en un entorno de lento dinamismo de la actividad económica, que se debe principalmente a los crecientes problemas de inseguridad y al difícil clima de negocios, caracterizado éste por un constante ambiente de confrontación e incertidumbre, que tiene como consecuencia la baja en la demanda de recursos para la inversión productiva.

Gráfico 9. Comportamiento de los préstamos bancarios

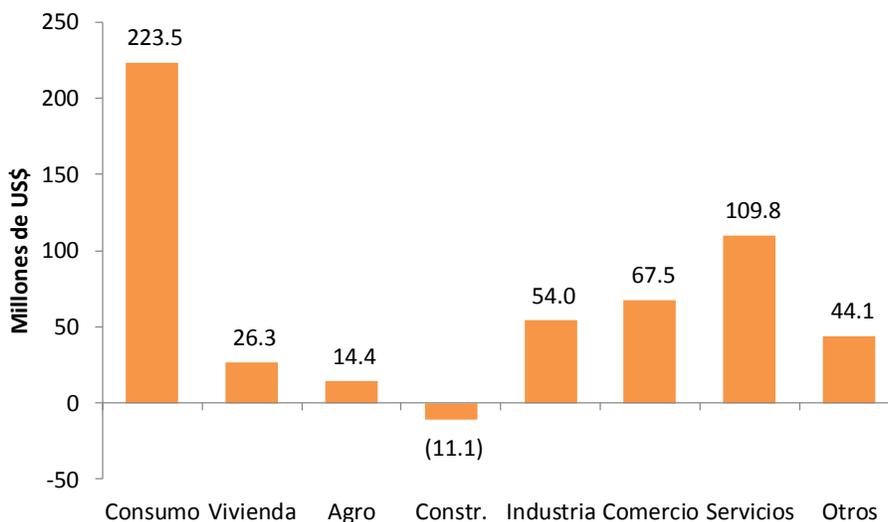


Fuente: elaboración propia con datos del BCR.

A nivel de destino de los recursos, los préstamos para consumo siguen siendo el rubro más dinámico; es así como de enero a octubre de 2016, el 42.3% de los recursos otorgados han ido a

financiar el consumo, el financiamiento de vivienda atrajo el 5%. En este período, la industria, comercio y servicios aumentaron la demanda de financiamiento, al recibir el 43.8% de los recursos, a diferencia del mismo período de 2015, cuando apenas demandaron un 10% de lo otorgado por la banca. De todos los sectores, los únicos que no muestran señales de recuperación son la agricultura y la construcción. En el caso de la construcción, son varios años en los que su cuota de financiamiento viene deteriorándose, como producto de la poca inversión en dicho rubro.

Gráfico 10. Préstamos otorgados por destino Enero-octubre 2016

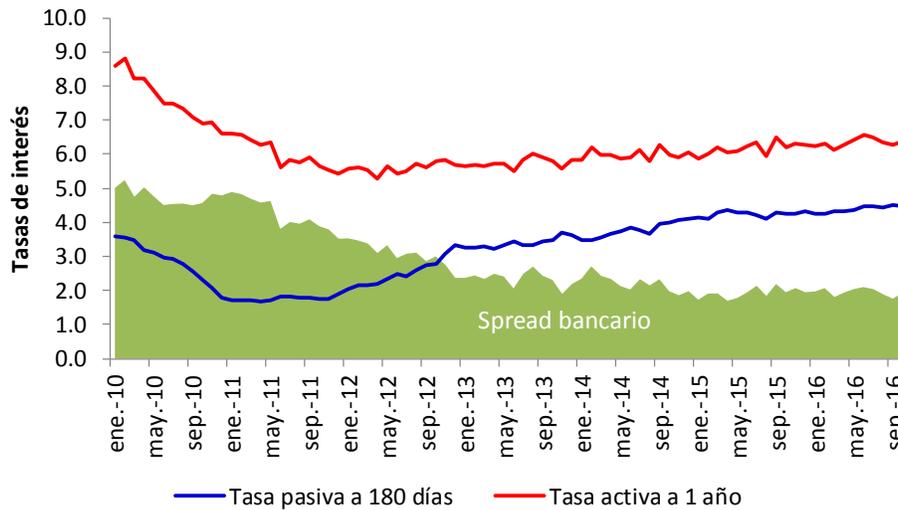


Fuente: elaboración propia con datos del BCR.

Las tasas de interés activas se han mantenido estables en los últimos años y en 2016 se ubican en torno al 6.3%; pero no sucede lo mismo con las tasas pasivas, que llevan cuatro años con una tendencia al alza, lo que le ha permitido bajar el margen de intermediación (*spread*) desde 3.5% a inicios de 2010, hasta 1.76% en septiembre de 2016. Este cambio tiene que ver con la política adoptada por la banca en 2012 para atraer capital y mantener la liquidez del sistema ante el crecimiento que mostraron los créditos hasta dicho año.

La disminución en el margen de intermediación está directamente vinculada con la caída de la rentabilidad sobre los activos del sistema financiero y puede ser la causa de problemas de sostenibilidad del sistema, razón por la cual algunos bancos han comenzado a subir las tasas activas en los últimos meses, especialmente en los créditos hipotecarios. Los aumentos oscilan entre 0.25% y 1.0%.

Gráfico 11. Tasas de interés del sistema financiero



Fuente: elaboración propia con datos del BCR.

3. Sector fiscal

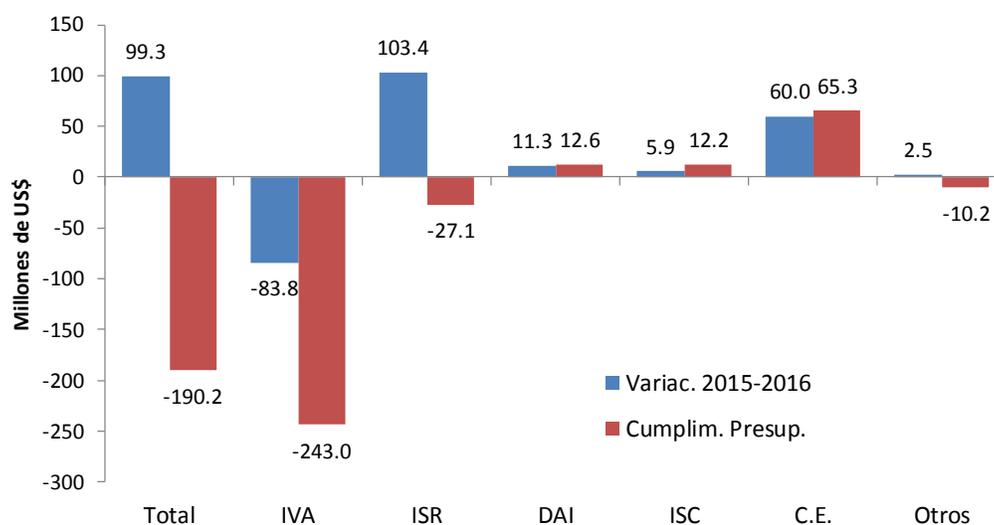
La situación fiscal del país se ha mantenido crítica en 2016. Los problemas de liquidez han sido llevados al extremo, obligando al gobierno a priorizar compromisos de gasto y a sacrificar algunas obligaciones, incluso algunas que antes eran ineludibles, como las transferencias del FODES. Las decisiones de política adoptadas por el gobierno siguen siendo cortoplacistas, por lo tanto, las finanzas públicas siguen en la senda de la insostenibilidad, mientras van agudizándose otros problemas, como la presión de la deuda previsional, tema que no se abordó en este año, salvo en los primeros meses, pero luego la discusión de una eventual reforma se entrampó en la Asamblea Legislativa, a lo que se sumó un conflicto de intereses partidarios que impidió hacer un análisis técnico del tema.

Ingresos fiscales

Los ingresos totales netos muestran a noviembre de 2016 un incremento de 7.5%, casi duplicando el crecimiento del mismo período en 2015 (3.8%). Los ingresos tributarios brutos por su parte, registran también un incremento de 2.6%, pero al igual que lo sucedido en el mismo período de 2015, se ubican US\$190.2 millones (-4.6%) por debajo de los ingresos presupuestados para los primeros 11 meses del año (Gráfico 12), situación que impacta negativamente en la liquidez del gobierno.

A nivel de rubros específicos, el IVA registra una caída de 4.7% (US\$83.8 millones) respecto a la recaudación obtenida en el período enero-noviembre de 2015. En particular, el IVA de operaciones domésticas registra un leve crecimiento del 1.7%, fiel reflejo del lento ritmo de la actividad económica interna. No sucede lo mismo con el IVA importaciones, rubro muy sensible a los precios de las materias primas, en especial del petróleo. Es así como a noviembre registra una caída del 9.9%, esperándose que al final del año la caída sea mayor, debido a la caída de las importaciones en general. Respecto a lo presupuestado, el IVA total se ubicaba a noviembre un 12.5% por debajo de la meta, lo que equivale a US\$243 millones.

Gráfico 12. Desempeño de los ingresos tributarios enero-octubre 2014



Fuente: elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda.

En cuanto al Impuesto sobre la renta, en 2016 ha tenido un mejor desempeño que en 2015, pues a noviembre ha crecido 7.0%, habiendo crecido sus tres componentes (liquidaciones anuales, pago a cuenta y retenciones). Sin embargo, al igual que el IVA, a pesar del crecimiento acotado, el ISR se ubica 1.7% por debajo de lo presupuestado hasta octubre.

El resto de impuestos (DAI, selectivos al consumo, contribuciones especiales y otros), presentan al mes de noviembre, en conjunto, un crecimiento del 14.4%, pero este excedente se explica por el Impuesto a la telefonía y tecnología, tributo que entró en vigencia a finales de noviembre de 2015. Si se excluye dicho impuesto, el conjunto de impuestos mencionados creció a una tasa de 5.1%. Con relación a lo programado, estos tributos sobrepasaron la meta también en 14.4%.

Observando los resultados obtenidos al mes de noviembre, se estima que al cierre del ejercicio 2016 los ingresos tributarios brutos rondarán los US\$4,240 millones, con lo que se quedarán US\$200 millones por debajo de lo presupuestado, convirtiéndose en la principal causa de los problemas de liquidez del gobierno.

Finalmente, a raíz del bajo desempeño de los principales pilares de la recaudación, la carga tributaria bruta de 2016 alcanzará el 16.0% del PIB, registrando un aumento 0.2 puntos respecto a 2015.

El resto de rubros de ingresos muestran a noviembre un crecimiento de 13.5%, donde destacan los ingresos no tributarios y las contribuciones a la seguridad social, con crecimientos de 11.6% y 14.6%, respectivamente. El superávit de empresas públicas no financieras también se recupera de la caída de 2015 (-15.9%) y a noviembre de 2016 registran un aumento del 29.5%.

Gasto público

En el período enero-noviembre de 2016, el gasto total muestra un incremento de 1.2% respecto al mismo período en 2015, resultado aparentemente plausible, pero al analizar con mayor detalle puede observarse que el gasto en consumo se ha contraído en 0.3%, desempeño atípico para dicho rubro y que basa su explicación en la contención “obligada” que está haciendo el gobierno derivado de los problemas de liquidez.

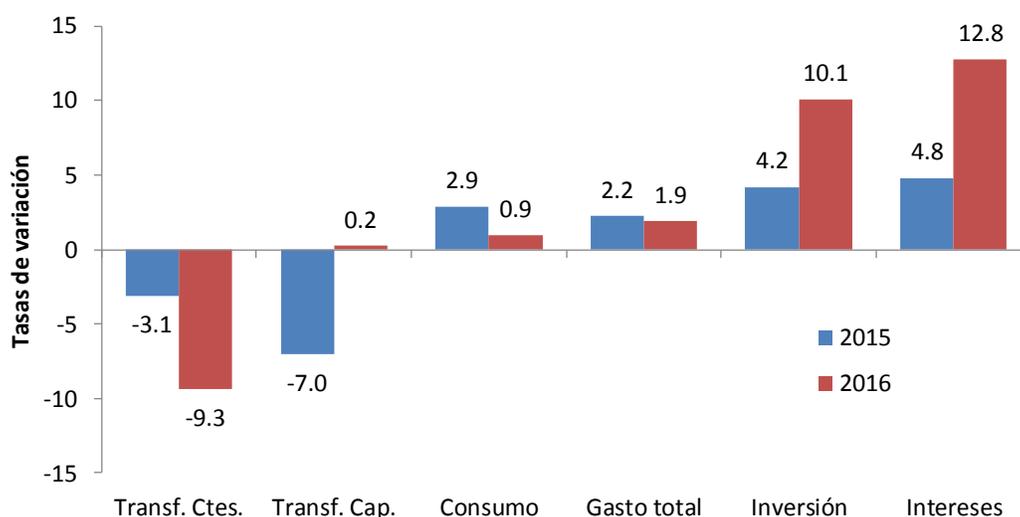
Entre los rubros destaca el gasto de capital, en especial la inversión pública, al registrar a noviembre un crecimiento del 16.4%, previéndose que al final del ejercicio pueda llegar a los US\$716 millones, lo que equivale a un 2.7% del PIB y que representa una leve mejora respecto al 2.5% del PIB logrado en 2015.

Al final del ejercicio, de mantenerse el ritmo de ejecución actual y, si se logran los acuerdos necesarios para obtener los recursos para cubrir los compromisos diferidos, se cerrará con un gasto total de alrededor de US\$5,630 millones, con lo que habrá crecido 1.9% respecto a 2015 (Gráfico 13).

Como se acotó, el ritmo de gasto parece conservador y aparenta una política de contención, pero en la práctica, la eventual contención se debe a los problemas de liquidez del gobierno, es decir, si el gobierno no gasta, no es por una política conservadora, sino por la escasez de recursos (iliquidez). El principal problema de esta política es que la iliquidez está obligando a sacrificar partidas de gasto que deberían ser prioritarias para el Estado. Algunos ejemplos son: los bonos a las escuelas; medicamentos y materiales de los hospitales; mantenimiento de

instalaciones, vehículos e implementos básicos de la Policía Nacional Civil (uniformes, munición, combustible, alquileres); entre otros. En los últimos meses se ha agregado a dicha lista las transferencias FODES a los gobiernos locales y el servicio de la deuda del tercer trimestre de 2016 de los Certificados de Inversión Previsional (CIP), el que derivado de una reforma a la Ley del Fideicomiso de Obligaciones Previsionales (FOP) ha sido cancelado con los recursos obtenidos de una nueva emisión de CIP. Esta reforma está actualmente suspendida por la Sala de lo Constitucional de la Corte Suprema de Justicia (CSJ).

Gráfico 13. Evolución del gasto del SPNF



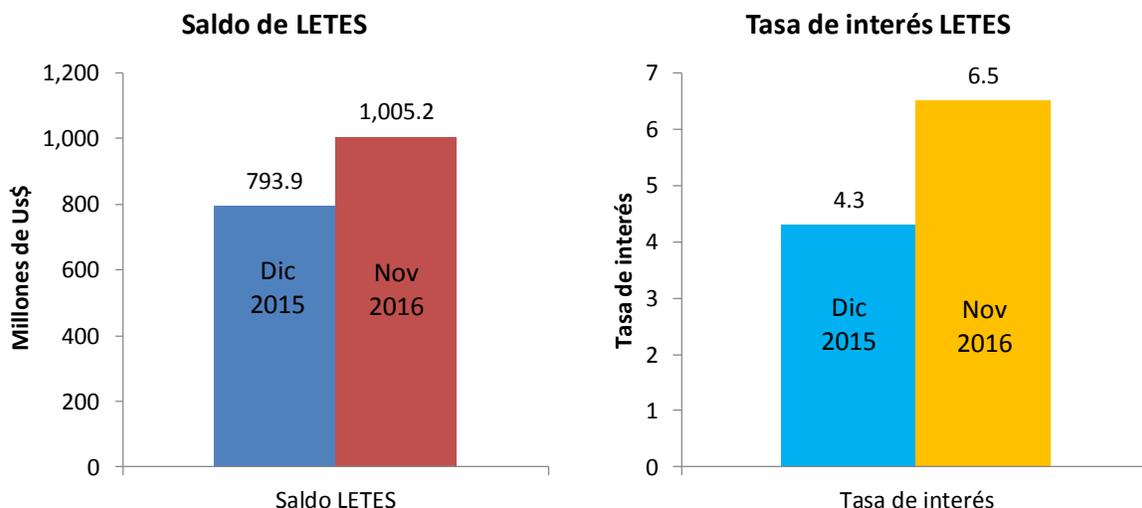
Fuente: elaboración propia con datos del BCR.

En la misma línea, las cifras de gasto corriente publicadas por el gobierno siguen ocultando un conjunto de gastos que no se pagan oportunamente a sus proveedores y que constituyen deuda flotante, estos son los gastos en concepto de adquisición de bienes y servicios y pago de transferencias devengadas que el gobierno difiere su pago por la insuficiencia de recursos generada por la práctica de programar en el presupuesto gastos por un valor menor al real, como es el caso de las devoluciones de impuestos, subsidios, costos de los programas sociales y otras partidas ineludibles. Todos estos conceptos aparecen como compromisos efectivos en el transcurso del ejercicio, por lo que el gobierno recurre a sus tres instrumentos de deuda de corto plazo para liquidarlos: la emisión de Notas de Crédito del Tesoro Público (NCTP), diferir el pago por varios meses o hasta el año siguiente (deuda flotante) y la emisión de Letras del Tesoro (LETES).

Respecto de las LETES, a mediados de 2016, la Sala de lo Constitucional declaró inconstitucional la emisión de bonos por US\$900 millones aprobada en abril de 2015, con la que se reestructuraría la deuda de corto plazo. Al no realizar dicha emisión, en febrero de 2016, el gobierno solicitó a la Asamblea Legislativa la emisión de US\$1,200 millones, pero éstos tampoco han sido emitidos, esta vez por no lograr reunir los votos necesarios para la ratificación (56 votos). A raíz de ello, el saldo de LETES asciende a diciembre a US\$1,005 millones, habiendo alcanzado por primera vez el valor máximo de emisiones autorizado por la Ley del Presupuesto General del Estado.

Un problema adicional es que, en la medida que el saldo de las LETES se mantenga alto, las nuevas emisiones de LETES irán acompañadas de un aumento en la tasa de interés, pues los inversionistas, al notar la escasez de recursos y la urgente necesidad de colocar nueva deuda, exigirán un premio más alto en respuesta al mayor riesgo del emisor. Este aumento ya se ha reflejado en las emisiones hechas en 2016 (Gráfico 14) y es probable que siga aumentando en las emisiones venideras, pudiendo llegar o sobrepasar los niveles vistos en el primer semestre de 2009, cuando las LETES pagaron tasas de hasta 7.82%.

Gráfico 14. Saldo de LETES y tasa de interés



Fuente: elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda.

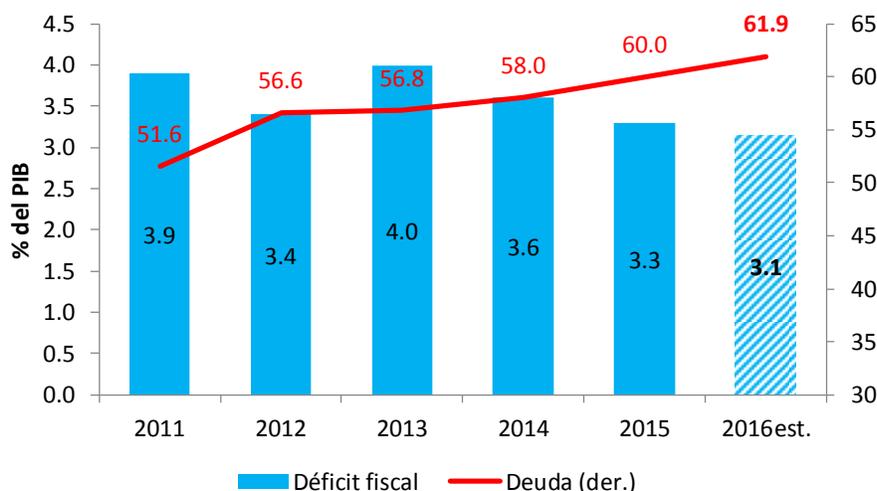
Déficit y deuda pública

Considerado el crecimiento de los ingresos, el comportamiento del gasto público y si se logran obtener los recursos necesarios para cumplir los compromisos atrasados (transferencias FODES, pago a proveedores, programas sociales, etc.), en 2016 se estima un déficit global en torno a los

US\$827 millones (3.1% del PIB). Aquí es importante destacar que este resultado podría ser mayor, pero los problemas de liquidez han obligado a una involuntaria contención del gasto, lo que ha incidido en que la brecha no financiada se mantenga por debajo de los US\$1,000 millones.

En cuanto a la deuda pública, considerando el déficit fiscal estimado para 2016, se espera que el saldo sobrepase los US\$16,300 millones, llegando al 61.9% del PIB, continuando la trayectoria ascendente que comenzó en 2009 y que ya lleva un alza de 22 puntos en tan solo ocho años (Gráfico 15).

Gráfico 15. Déficit fiscal y deuda del SPNF



Fuente: elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda.

Riesgo crediticio

En los últimos ocho años, la gestión de la política fiscal no ha logrado estabilizar las finanzas públicas del país. Como se ha visto, de 2009 a 2016, el déficit fiscal se ha mantenido en torno al 4% del PIB, mientras la deuda ha aumentado a niveles sin precedentes en la historia reciente de El Salvador. En la misma línea, las decisiones de política implementadas no han sido suficientes para generar y garantizar los espacios óptimos de maniobra y cumplir con los objetivos del Estado. Como consecuencia, en los últimos tres años, la sostenibilidad de las finanzas públicas se ha visto comprometida seriamente, siendo la iliquidez la manifestación más clara.

A raíz de los altos déficits y el aumento desmesurado de la deuda pública, el rating crediticio de El Salvador se ha deteriorado mucho, desde ostentar grado de inversión en 2008 –junto a Chile– a ubicarse como uno de los países con más alto riesgo en América Latina –junto a Venezuela– (Tabla 2).

Tabla 2. Evolución del rating crediticio de El Salvador 2008-2016

Calificadora	2008	2013	Dic. 2016
Standard & Poor's	BB+ Estable	BB- Negativa	B- Negativa
Fitch Ratings	BB+ Estable	BB- Estable	B+ Estable
Moody's investors	Baa3**	Ba3 Estable	B3 Negativa

Fuente: elaboración propia con datos de las Calificadoras de riesgo.

** Grado de inversión

La consecuencia de un bajo rating es una inminente alza en las tasas de interés de la deuda pública, aumento que se traslada a la contratación de deuda privada, afectando el desempeño de la economía real.

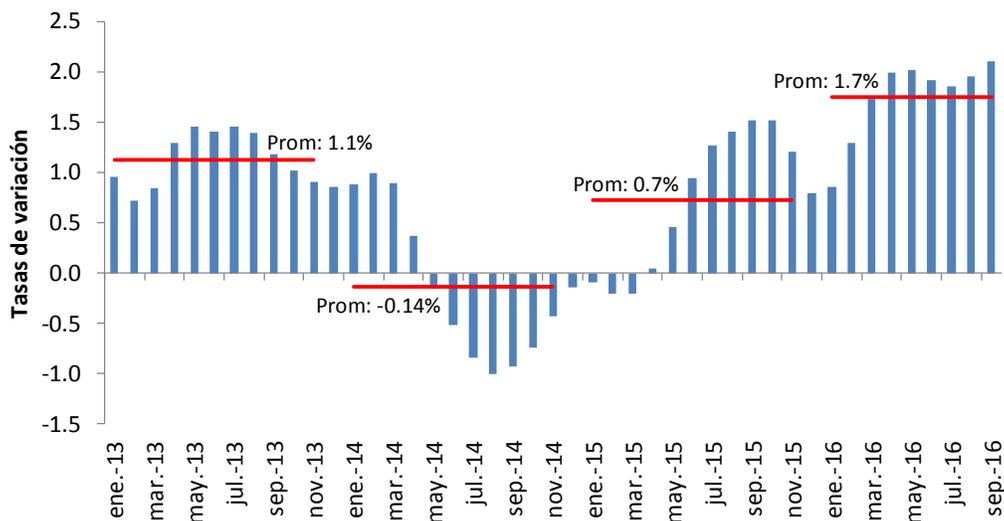
4. Sector Real

Índice de Volumen de la Actividad Económica (IVAE)

En octubre de 2016 el IVAE mostró una tasa de crecimiento anual de 2.1%, promediando 1.7% en los primeros 10 meses de 2016 (Gráfico 16). Dicho comportamiento supera el crecimiento anual promedio que se registró en 2015 (0.7%), lo que es un indicio de que la actividad económica está funcionando, a pesar de los grandes obstáculos a la inversión y a la operatividad de los negocios. A octubre de 2016, los sectores que promedian mayor dinamismo fueron: Transporte, almacenaje y comunicaciones (7.0%) y la agricultura (3.6). Estos resultados son plausibles, pero por el peso que ambos sectores tienen en el PIB, su efecto en el crecimiento agregado es limitado.

Por el contrario, los sectores más representativos de la economía nacional: la industria manufacturera y el comercio y restaurantes, exhibieron tasas de crecimiento modestas: 1.1%, 0.2%, respectivamente. Por su parte, la construcción, un sector clave para el crecimiento y el desarrollo económico, reporta una variación anual en el IVAE de 1.0%, reflejando un leve despunte luego de varios años de permanecer con números rojos.

Gráfico 16. Evolución del IVAE



Fuente: elaboración propia con datos del BCR.

Finalmente, el IVAE brinda una aproximación preliminar del comportamiento del PIB, por lo que es de esperar que el crecimiento económico en 2016 se ubique entre el 1.7% y 2.0%.

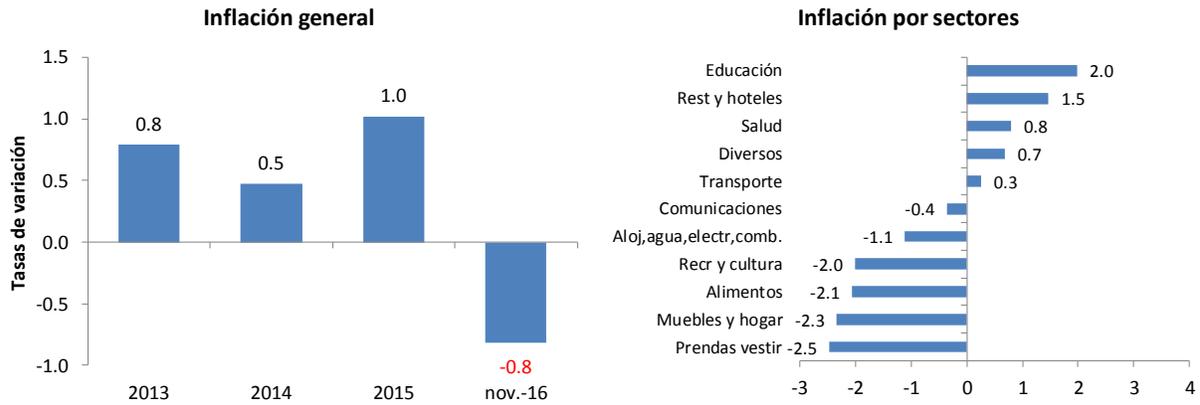
IPC e inflación

A noviembre de 2016, los precios domésticos reflejan una caída de 0.8% (Gráfico 17). Este resultado exhibe, en primer lugar, el traslado del impacto de los bajos precios del petróleo a otros sectores de la economía, pero también expresa de cierta manera el bajo dinamismo de la actividad económica, ya que las empresas operan con base a incentivos, siendo los precios el más importante. Así pues, si un país tiene deflación, las empresas no se sienten motivadas a incrementar su producción, con lo que la demanda agregada se deprime, conduciendo a bajas tasas de crecimiento económico.

A nivel de divisiones, la educación, restaurantes y hoteles, salud y transporte, son los sectores con incrementos en sus precios entre 0.3% y 2.0%; mientras que el resto presenta caídas de entre 0.4% y 2.5%. Al cierre del año, se estima que la inflación cierre en el alrededor de -0.9%.

Un aspecto a tomar en cuenta es que el precio del petróleo ha comenzado a subir nuevamente, registrando a la fecha cotizaciones de hasta US\$54.00 por barril, elevando inmediatamente el precio de los combustibles en el país, por lo que se espera que luego se traslade al resto de la economía.

Gráfico 17. Evolución de la Inflación

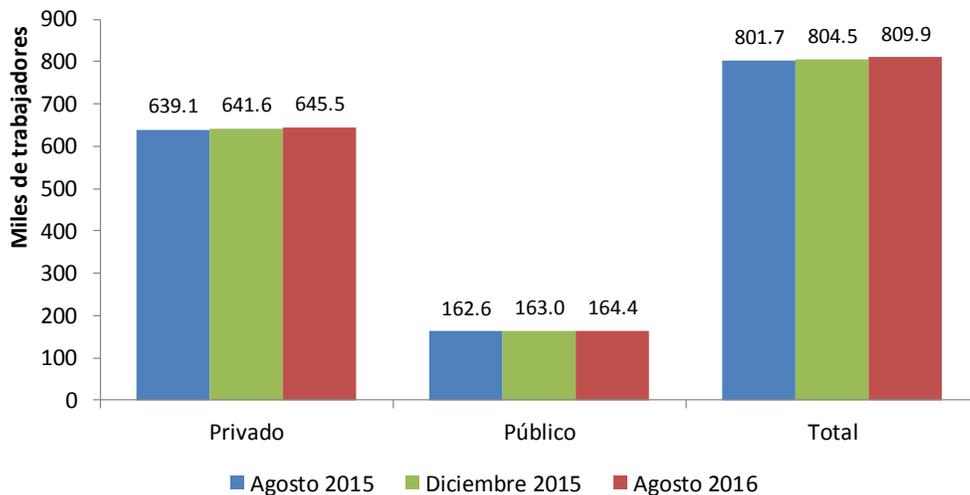


Fuente: elaboración propia con datos del BCR.

Evolución del empleo

En lo concerniente al mercado laboral, entre agosto 2015 y agosto 2016, el número de cotizantes activos al ISSS aumentó en 8,240, lo que equivale a un crecimiento anual de 1.0% (Gráfico 18). Al desglosar por sectores, el empleo formal en el sector privado creció en 6,434 cotizantes (1.0%); mientras que el sector público aumentó su planilla en 1,806 empleados (1.1%).

Gráfico 18. Evolución del empleo privado y público

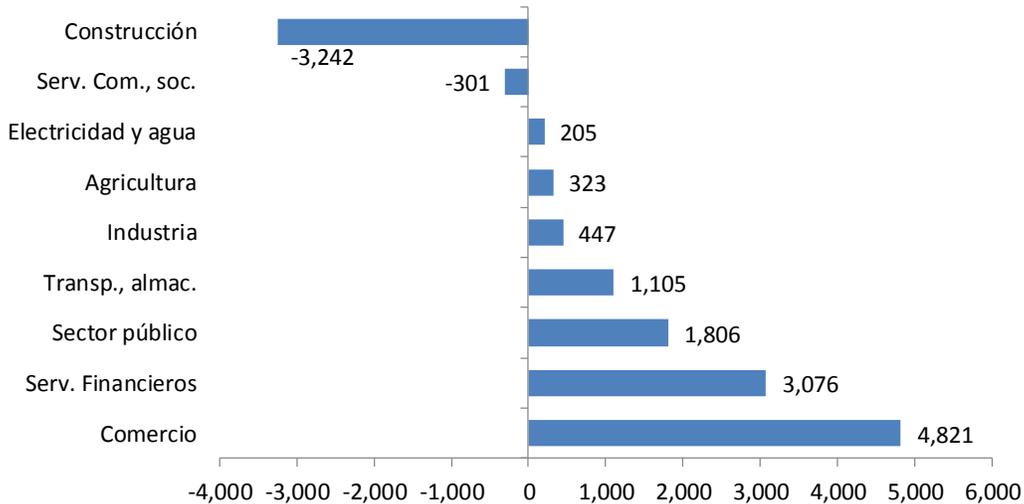


Fuente: elaboración propia con datos del ISSS.

A nivel de sectores, el empleo en la construcción se contrajo en 12.6%, lo que refleja la baja actividad en dicho sector. Al otro extremo, el comercio, los servicios financieros y el sector

público, fueron los sectores con mayores crecimientos, los que oscilan entre el 1.1% y el 3.1%. El resto de sectores también han crecido a tasas entre 0.3% y 3.6%, pero su peso en el empleo total es bajo.

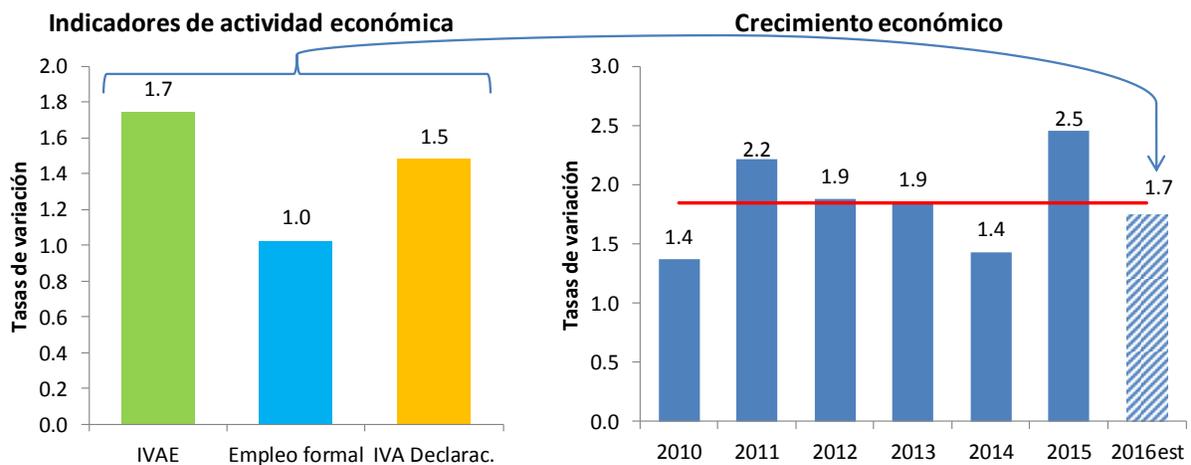
Gráfico 19. Variación del empleo privado formal (Agosto 2015-Agosto 2016)



Fuente: elaboración propia con datos del ISSS.

En resumen, al analizar el desempeño de ciertos indicadores del sector real y fiscal, sumados a los indicadores del sector externo, el crecimiento de 2016 debería situarse entre 1.7% y 2.0%.

Gráfico 20. Expectativas de crecimiento económico para 2016



Fuente: elaboración propia con datos del BCR, Ministerio de Hacienda e ISSS.

5. Perspectivas 2017

El año 2017 se visualiza como un año crítico. Los problemas del gobierno y las fuerzas políticas para alcanzar acuerdos en materia económica y fiscal harán que la situación económica del país no despegue y la crisis fiscal empeore. A finales de este año se suscribieron algunos acuerdos que solo atenúan la problemática fiscal de corto plazo: la falta de liquidez, pero las medidas acordadas no son permanentes y la fuente de recursos es el endeudamiento; mientras no se ha abordado la adopción de medidas importantes y estratégicas, como una reforma tributaria que aborde los problemas estructurales del sistema impositivo; una reforma que atenúe la presión fiscal de la deuda de pensiones y que impulse el sistema previsional hacia mejores indicadores de cobertura, suficiencia y sostenibilidad; y una reforma institucional que lleve a una gestión presupuestaria eficiente y transparente. Sin estas acciones, la aprobación reciente de la Ley de Responsabilidad Fiscal no servirá de mucho y las finanzas públicas seguirán padeciendo de problemas de insostenibilidad, lo que obligará a las autoridades a seguir gestionando la crisis, sin hacer en lo más mínimo una planificación fiscal con visión de largo plazo.

Los primeros meses de 2017 se perfilan difíciles para el gobierno. La deuda de corto plazo supera los US\$1,000 millones y aunque se apruebe el presupuesto de 2017, lo que abriría nuevamente un espacio para emitir LETES por más de US\$900 millones y luego de amortizar una parte del saldo con la emisión de bonos por US\$550 millones autorizada recientemente, la ratificación de nueva deuda se vuelve difícil debido a la tensa comunicación entre el gobierno y el principal partido de oposición en la Asamblea Legislativa. Ante ello, es probable que las LETES sobrepasen nuevamente su umbral de sostenibilidad antes que finalice 2017; pero las nuevas emisiones enfrentarán dificultades para colocarse y los acreedores exigirán tasas de rendimiento más altas –las últimas LETES se han colocado al 6.5% a plazos de 180 y 360 días–. El gobierno deberá, además, buscar nuevos inversionistas, incluso obligar a las instituciones autónomas a adquirir LETES.

La situación fiscal tendrá un efecto negativo en las expectativas de los agentes económicos, lo que puede minar los esfuerzos del sector privado por generar mayores tasas de crecimiento. Aunado a ello, la calificación crediticia del país seguirá deteriorándose, pues es probable que las calificadoras de riesgo, al no observar o percibir reformas importantes, sigan degradando el rating soberano, tal como ha sucedido en los últimos meses. La consecuencia: mayores tasas de interés para toda la economía.

En 2016 se anunció la realización de diferentes proyectos de infraestructura privada. Estos darán cierto impulso al comercio y servicios, pero no será suficiente para hacer que la economía se dispare. La inversión pública, por su parte, seguirá limitada por la ineficiencia de las entidades ejecutoras y por malas prácticas, que harán que lo invertido no incida de manera sustancial en el crecimiento económico.

La complicada situación fiscal y la llegada de la pre-campaña electoral generará incertidumbre en los agentes privados, con lo que el crecimiento de la economía se mantendrá en torno al 2.0%-2.5% en los próximos dos o tres años y solo en la nueva administración (2019-2024), si existe predictibilidad y transversalidad de las políticas, así como garantía de la seguridad física y jurídica, es posible pensar en tasas mayores, quizá del 3% o más.