

# El Salvador: Desafíos Económicos que Enfrentará la Próxima Administración

## Calificaciones

	Calificaciones Actuales
<b>Moneda Extranjera</b>	
IDR de Largo Plazo	BB+
IDR de Corto Plazo	B
<b>Moneda Local</b>	
Long-Term IDR	BB+
Country Ceiling	BBB-

## Perspectiva

IDR de Largo Plazo	Negativa
Moneda Extranjera	
IDR de Largo Plazo	Negativa
Moneda Local	

## Analistas

Casey Reckman  
+1 212-908-9155  
casey.reckman@fitchratings.com

Shelly Shetty  
+1 212-908-0324  
shelly.shetty@fitchratings.com

## Publicaciones Relacionadas

- [Sovereign Rating Methodology](#)
- [Central America: External Vulnerabilities in Focus](#)
- [Sovereign Review 2008](#)
- [Bank Systemic Risk Report](#)

## Introducción

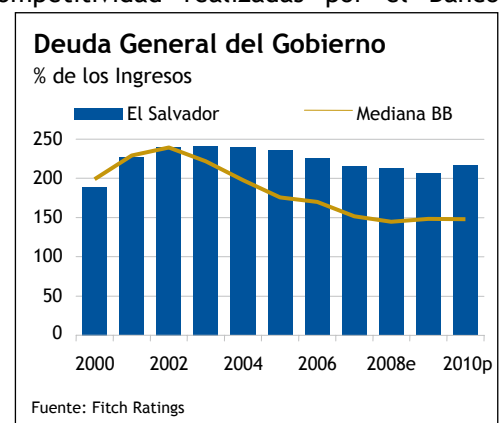
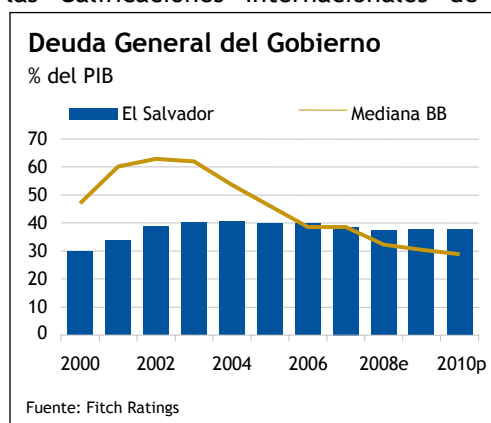
Este reporte especial examina la dinámica del riesgo crediticio de El Salvador conforme el país se acerca al final de un competido ciclo electoral. Las presiones fiscales y de liquidez externa, exacerbadas por la incertidumbre política en el período preelectoral, condujeron a Fitch a modificar las Perspectivas de los IDRs del riesgo soberano para el Largo Plazo en Moneda Extranjera y Local en Octubre 2008.

El próximo gobierno tomará la administración pública en medio de lo que parece ser un creciente y difícil período de ajuste en la economía global, y particularmente para la economía de El Salvador, que se enfrentará al fuerte impacto de la recesión en EEUU y de la ajustada liquidez externa. A pesar de lo anterior, las opciones de políticas del gobierno para hacer frente a este entorno son limitadas bajo un esquema de dolarización y a la luz de las ya ajustadas finanzas públicas de El Salvador.

Un significativo compromiso entre los partidos políticos mayoritarios cimentó el camino para la contratación de un importante paquete precautorio de soporte de liquidez por parte del FMI, así como para otros importantes préstamos de multilaterales, los cuales en conjunto alcanzan un valor cercano a US\$2.5 mil millones (alrededor de 10% del PIB). Estos préstamos han servido para mitigar parcialmente el impacto negativo de ciertas políticas nacionales sobre las finanzas públicas, posibilitando la búsqueda del refinanciamiento de la deuda nacional de corto plazo (Letes) y llevándola a vencimientos posteriores a la elección de Marzo. Una mayor colaboración política de esta naturaleza será crucial para paliar el deterioro en los principales indicadores de riesgo crediticio en el horizonte de proyección de Fitch. Al mismo tiempo, el deterioro de la perspectiva macroeconómica, la persistencia de retos en el financiamiento fiscal, salidas de capital producto de estancamiento político e inadecuadas medidas para hacer frente a las presiones fiscales podrían presionar a la baja las calificaciones soberanas de El Salvador.

## Crecientes Presiones Externas e Internas sobre la Liquidez Amenazan la Calidad Crediticia

Un marco estable de políticas a nivel macro, un manejo prudente de las finanzas públicas y un record de reformas estructurales e indicadores de gobernabilidad, han soportado la calificación soberana de El Salvador en 'BB+'. El Salvador también compara favorablemente en los indicadores de Facilidad para Hacer Negocios y en las Calificaciones Internacionales de Competitividad realizadas por el Banco



Mundial; sin embargo, el país no exhibió mejoras en su perfil crediticio de la misma forma que otros países calificados en 'BB' durante los años de fuerte crecimiento global y de altos precios en las materias primas. Por ejemplo, el nivel de deuda del gobierno, tanto como porcentaje del PIB y de los ingresos, es ahora mayor que la media de los países calificados en las 'BB', el cual se redujo sostenidamente en la medida en que varios países se beneficiaron de mejoras en los términos de intercambio, entre otros factores.

Teniendo en cuenta estas tendencias y en medio de las crecientes presiones fiscales y económicas derivadas de una mayor estrechez en la liquidez interna y externa, así como de unos gastos por subsidios eléctricos superiores a los presupuestados, Fitch modificó la perspectiva de la calificación (IDR) en moneda local y extranjera a 'Negativa' desde 'Estable' en Octubre de 2008. La flexibilidad financiera del país se ha visto presionada por el limitado acceso a préstamos bilaterales y multilaterales para el sector público, dado que es necesaria una mayoría legislativa de dos tercios para la aprobación de fondeo externo.<sup>1</sup> El clima político en El Salvador está extremadamente polarizado y el principal partido de oposición, Frente Farabundo Martí para la Liberación Nacional (FMLN), tradicionalmente ha votado en contra del financiamiento de operaciones gubernamentales vía deuda externa o interna a largo plazo. Como resultado, el gobierno perteneciente al partido Alianza Republicana Nacionalista (ARENA) creó unos fideicomisos a través de los cuales se toman prestados recursos manejados por fondos privados de pensiones, bancos u otras entidades, a cambio de certificados de inversión. Fitch cree que esta estrategia de financiamiento podría obstaculizar la integración internacional y la penetración de los mercados de capitales salvadoreños en el mediano y largo plazo.<sup>2</sup>

Además, los riesgos financieros se han visto exacerbados por el deterioro del entorno internacional, así como de la creciente incertidumbre derivada de la contienda presidencial del 15 de marzo de 2009. Sin acceso a mercados internacionales de capital, el gobierno ha recurrido a los mercados locales para cubrir sus necesidades de financiamiento. Sin embargo, la situación que presenta el financiamiento interno también ha sido dura. Por ejemplo, el refinanciamiento de las Letras del Tesoro local (LETES) ha requerido del pago de mayores tasas de interés, mientras que el apetito por los títulos de esta naturaleza, con vencimientos superiores a marzo, ha disminuido. El financiamiento interno para el sector público, las inversiones de entidades multilaterales en LETES y unas recaudaciones fiscales típicamente mayores en la primera mitad del año, han soportado las finanzas públicas en los meses recientes, pero serán importantes mayores facilidades en las condiciones de los mercados internos de capital para financiar los vencimientos futuros de deuda gubernamental. Adicionalmente, si los ingresos fiscales se reducen inesperadamente, podrían ser necesarias mayores restricciones en el gasto ante la ausencia de una mayor flexibilidad financiera. En este contexto, el resultado de las elecciones conlleva importantes implicaciones para las estrategias de manejo de los actuales shocks externos, las políticas de deuda pública y el logro de financiamiento interno.

### **El Nuevo Gobierno Enfrentará una Dura Realidad Económica**

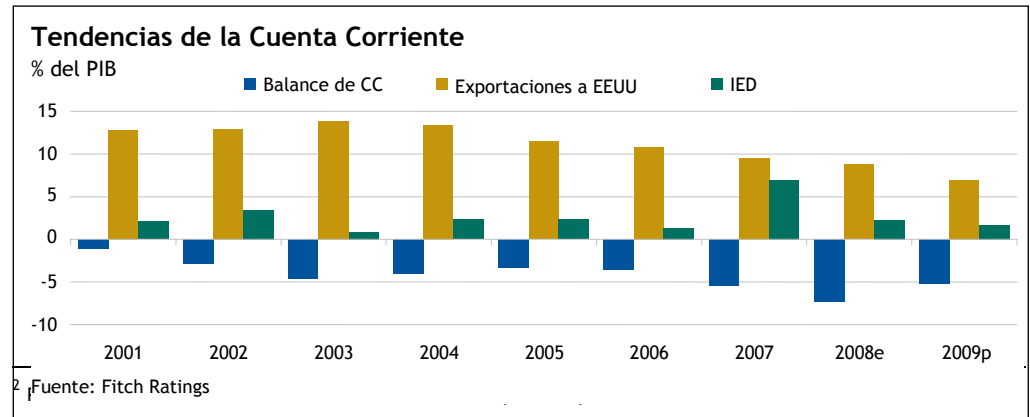
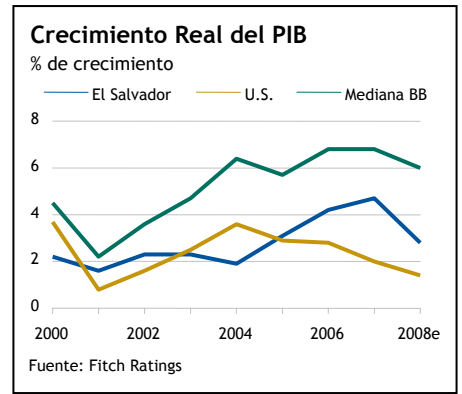
Sin importar el resultado de las elecciones, las opciones de política del soberano, para contener el impacto de la recesión de Estados Unidos así como las mayores

---

<sup>1</sup> Las emisiones de bonos con vencimientos superiores a un año deben ser aprobadas por una mayoría de 2/3 de la Asamblea Legislativa. Lo mismo aplica para las emisiones externas y el financiamiento de multilaterales.

presiones internas y externas de liquidez sobre la economía de El Salvador, son limitadas bajo un esquema de dolarización y a la luz de las ya estrechas finanzas fiscales. Los antecedentes de crecimiento de El Salvador no han sido particularmente dinámicos y han limitado las mejoras en muchos de sus indicadores soberanos durante los años recientes de fuerte crecimiento global y fortalecimiento general de la mediana en la categoría 'BB'. Adicionalmente, la exposición de El Salvador a la recesión de Estados Unidos está realmente comenzando a sentirse a través de una demanda externa más débil y un menor flujo de remesas. Estas últimas representan el 18% del PIB de El Salvador, la proporción más grande entre los soberanos calificados por Fitch en Centroamérica. Como resultado, Fitch anticipa un estancamiento o crecimiento negativo del PIB para el 2009. Sin embargo, los menores precios de las materias primas impactaron favorablemente al país y las proyecciones sobre la inflación y las importaciones son a la baja ahora que los precios han caído abruptamente.

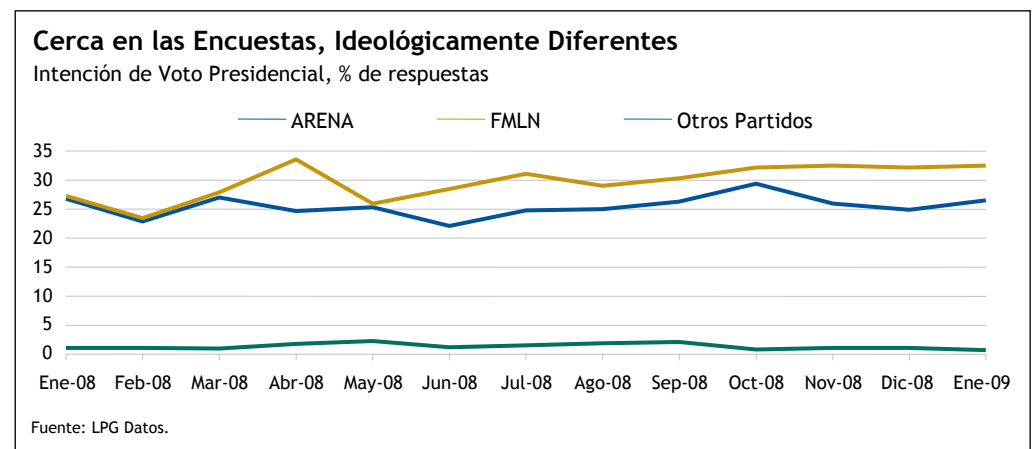
Al mismo tiempo, la recesión global y la estrecha liquidez externa han provocado un severo ajuste en las cuentas externas y de crecimiento de El Salvador. Como resultado, el país está pronto a experimentar la primera prueba importante del mecanismo de auto ajuste para la balanza de pagos desde la implementación de la dolarización en 2001. Hasta ahora, la mayor aunque aún limitada integración financiera con la economía mundial derivó en un creciente endeudamiento del sector privado y suficientes flujos de IED, para permitir al país presentar considerables déficit de cuenta corriente sin repercusiones adversas en su crecimiento. Mientras Fitch estima que el déficit en cuenta corriente de El Salvador se estrechará en el 2009 debido a la contracción de las importaciones de materias primas y al debilitamiento de la economía, las limitadas entradas de capital implican que la economía debe desacelerarse significativamente o contraerse para cubrir la brecha del endeudamiento externo, aunque pudiera accederse a los fondos de contingencia del FMI si fuera necesario para suavizar el proceso de ajuste externo. Desafortunadamente, El Salvador no tiene factores adicionales que le permitan amortiguar los efectos del actual entorno sobre la economía, como reservas fiscales para aliviar el golpe de una profunda corrección económica requerida, en ausencia de una flexibilidad cambiaria o de una política monetaria independiente. De hecho, el índice de actividad económica doméstica (IVAE) ya ha entrado en territorio negativo, reflejando los desafíos económicos futuros. Adicionalmente, a pesar de la dolarización, El Salvador no se ha beneficiado del alivio monetario en Estados Unidos, ya que las altas tasas de interés se han incrementado actualmente debido a la estrecha liquidez doméstica, mayor aversión al riesgo, así como a las mayores reservas de liquidez temporales requeridas a los bancos.



Fitch además percibe que mientras el alto nivel de participación extranjera en el sistema bancario de El Salvador pudiera mejorar la gestión de riesgos y el gobierno corporativo, profundizar la intermediación financiera y tener mayor acceso a mercados de capital internacionales, también expone a la economía al contagio externo y la volatilidad en los flujos de capital, lo que contribuye a ralentizar el crecimiento crediticio en la economía. El soporte multilateral y las medidas preventivas tomadas por el Banco Central mitigan las preocupaciones sobre la estabilidad del sistema financiero, aunque la ausencia de un prestamista de última instancia y de un sistema nacional de seguros de depósitos bien capitalizado podría minar las fortalezas del sistema, donde las salidas de capital se convertirán en un aspecto crítico.<sup>3</sup>

### FMI y Apoyo Multilateral Ayudan a Mitigar Incertidumbre Política

El sistema político de El Salvador se ha caracterizado por un alto nivel de polarización, lo que ha permitido la existencia un alto nivel de incertidumbre. El partido conservador ARENA ha estado en el poder por más de 20 años, mientras que el partido FMLN ha representado tradicionalmente una amenaza para el sector privado debido a sus posiciones en contra de la propiedad privada, la dolarización y el libre comercio, así como también su falta de experiencia en la administración presidencial. El candidato presidencial por el FMLN, Mauricio Funes, es un candidato foráneo que intenta disuadir el miedo que provoca un partido que se mantiene dominado por una ideología de extrema izquierda a través de expresar su compromiso de mantener la política macroeconómica y de gobernar bajo el modelo similar al implementado por Lula Da Silva<sup>4</sup>, el presidente de Brasil.



En las recientes elecciones legislativas y municipales de enero 2009, el partido FMLN incrementó su participación dentro de la Asamblea Legislativa, pero el partido ARENA ganó *momentum* al agenciarse la alcaldía de San Salvador y más

<sup>3</sup> Por ejemplo, el Banco Interamericano de Desarrollo desembolsará al Banco Central un total de US\$400 millones para proveer un soporte de liquidez al sistema bancario local. El Banco Central utilizará estos fondos para comprar una porción de la cartera de préstamos de los bancos. Los bancos destinarán los fondos a sectores productivos.

<sup>4</sup> Mauricio Funes ha afirmado que de ser electo no impondría un régimen socialista, ni revertiría las pasadas privatizaciones, ni alteraría el sistema de propiedad. A su vez ha prometido que no intentará modificar la constitución para extender su periodo en el poder y que pretenderá mantener buenas relaciones con los Estados Unidos de Norteamérica, así como también continuar

puestos en la Asamblea Legislativa que los esperados. Al momento de esta publicación, Funes todavía aventaja por un estrecho margen al candidato de ARENA, Rodrigo Ávila, pero la carrera puede estrecharse aún más ahora que los partidos políticos más pequeños, que tradicionalmente han sido aliados de ARENA, han retirado de la contienda a sus candidatos por la presidencia<sup>5</sup>.

No está claro aún si ARENA y los otros partidos políticos formarán una oposición más constructiva si el FMLN llegara a ganar la presidencia, por lo que el riesgo de que el entrapamiento legislativo persista en El Salvador es importante dada la naturaleza polarizada del ambiente político. Sin embargo, Fitch ha creído tradicionalmente que los partidos políticos de El Salvador se muestran más inclinados a negociar cuando los compromisos económicos o políticos son elevados. En efecto, el reciente y poco común compromiso entre los partidos resultó en la aprobación de \$950 millones de un préstamo multilateral destinado al repago de deuda y al gasto social, demostrando la anuencia a colaborar a pesar de la estrecha carrera presidencial y del deteriorado ambiente externo. Inmediatamente después y siguiendo los compromisos públicos de los candidatos presidenciales para mantener la estabilidad macroeconómica, la dolarización y la prudencia fiscal, el Fondo Monetario Internacional (FMI) les dio su voto de confianza en la continuidad de política macro a través de la aprobación de una línea liquidez precautoria por \$800 millones, mientras que el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) aprobó otros \$400 millones para dotar de liquidez adicional al sector financiero. El acuerdo logrado con el FMI ha logrado calmar en cierta medida a los inversionistas y ayudó a facilitar el refinanciamiento de los vencimientos de deuda de corto plazo.

### Conclusiones

Aunque no existen mayores evidencias de salida de depósitos relacionadas con el entorno electoral, Fitch continuará monitoreando como el sistema financiero de El Salvador hace frente al ciclo electoral y al deterioro de las condiciones externas. El soporte recibido de las multilaterales ha sido clave para mantener la confianza del mercado y ha beneficiado el financiamiento fiscal, en cierta forma facilitando el refinanciamiento de la deuda pública de corto plazo y llevándola a vencimientos más allá de la elección de Marzo. Luego de la elección presidencial, Fitch verificará si hay signos de menores restricciones en el financiamiento nacional y de una renovación en la confianza en los inversionistas. Las finanzas públicas podrían mantenerse ajustadas si los ya considerados bajos niveles de ingreso fiscal se ven impactados a medida que la economía se contraiga y se incrementen las presiones para proveer estímulos fiscales.

Medidas que contribuyan a mejorar la flexibilidad fiscal, reducir las restricciones de financiamiento y aliviar a recuperar la economía del desafiante entorno externo y doméstico, podrían ayudar a mantener la calidad crediticia del país. Por el contrario, el deterioro en la perspectiva macroeconómica, la persistencia de los desafíos de financiamiento fiscal, salidas de capital producto del estancamiento político e inadecuadas medidas para hacer frente a las presiones fiscales podrían presionar a la baja de las calificaciones soberanas de El Salvador.

---

siendo parte del Tratado de Libre Comercio (DR-CAFTA).

<sup>5</sup> Al mismo tiempo, este acontecimiento elimina la posibilidad de irse a votaciones en segunda vuelta y reduce el impacto económico negativo asociado con prolongar el periodo de incertidumbre política.

Copyright © 2008 de Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltda. y de sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Prohibida la reproducción o retransmisión parcial o total sin contar con la autorización correspondiente. Todos los derechos reservados. Toda la información contenida en este documento está basada en información obtenida de los emisores, y suscriptores, y otras fuentes que Fitch considera confiables. Fitch no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información. Como resultado, la información contenida en este reporte se entrega "tal como viene", sin asumir ninguna representación o garantía de ninguna clase. Una clasificación de riesgo de Fitch constituye una opinión de la solvencia que tiene un determinado título valor. La clasificación de riesgo solamente menciona el riesgo de pérdida por concepto de riesgo crediticio y de ningún otro, excepto que tal riesgo se mencione de manera expresa. Fitch no está involucrado en la oferta o venta de ningún valor financiero. Un informe de riesgo crediticio de Fitch, no es ni un folleto informativo ni un sustituto de la información recopilada, confirmada, y presentada a los inversionistas por parte del emisor y de sus agentes en conexión con la venta de los valores en cuestión. Las clasificaciones de riesgo pueden cambiarse, dejarse sin efecto, o retirarse en cualquier momento y por cualquier motivo a la discreción de Fitch. Fitch no proporciona ningún tipo de asesoría en materia de inversiones de ningún tipo. Las clasificaciones de riesgo no son una recomendación para comprar, vender, o mantener algún tipo de valor financiero. Las clasificaciones de riesgo no hacen comentarios respecto a la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia de algún título valor para un inversionista en particular, o la naturaleza de alguna posible extensión tributaria o imposibilidad de los pagos realizados con relación a algún título valor. Fitch recibe honorarios de emisores, aseguradores, garantes, y suscriptores por clasificar los valores financieros. Tales honorarios fluctúan generalmente entre US\$1.000 dólares y US\$750.000 dólares (o el equivalente en la moneda que corresponda) por cada emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todos o un número determinado de emisiones realizadas por un emisor en particular, o aseguradas o garantizadas por un asegurador o garantizador en particular, por un único honorario anual. Tales honorarios, se supone que fluctúan entre US\$10.000 y US\$1.500.000 (o el equivalente en la moneda que corresponda). La asignación, publicación, o difusión de una clasificación de riesgo por parte de Fitch, no deberá constituir un consentimiento de parte de Fitch para utilizar su nombre como el de un experto, en conexión con cualquier declaración inscrita bajo las leyes federales de valores financieros de los EE.UU., el Decreto sobre Servicios Financieros de Gran Bretaña (1986), o la legislación sobre valores financieros de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia que tienen los medios de publicación y distribución electrónicos, los estudios realizados por Fitch pueden estar disponibles para los suscriptores por medios electrónicos con hasta tres días de antelación con respecto a los suscriptores de medios impresos.