

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
ESCUELA DE ECONOMIA



PROYECTO DE GRADO EN MODALIDAD TRABAJO DE INVESTIGACIÓN:
“SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA EN EL SALVADOR PERIODO 2010-2022”

PRESENTADO POR:

CHRISTOPHER ENRIQUE OJEDA ROMERO

JORGE ALBERTO DÍAZ GÓMEZ

OSIEL ESTEBAN DÍAZ MIRANDA

PARA OPTAR AL GRADO DE:

LICENCIADO EN ECONOMIA

DOCENTE ASESOR:

MSC. KENNY JAZMIN MENDOZA DE ESCOBAR

NOVIEMBRE 2024

CIUDAD UNIVERSITARIA DR. FABIO CASTILLO FIGUEROA

SAN SALVADOR,

EL SALVADOR,

CENTROAMÉRICA.

AUTORIDADES.

RECTOR

MSC. JUAN ROSA QUINTANILLA

VICERECTOR ACADEMICO

DRA. EVELYN BEATRIZ FARFÁN

SECRETARIO GENERAL:

LIC. PEDRO ROSALIO ESCOBAR
CASTANEDA

**DECANO/A DE LA FACULTAD DE
CIENCIAS ECONOMICAS**

LICDA. CELINA AMAYA DE CALDERON

**SECRETARIO/A GENERAL DE
CIENCIAS ECONOMICAS:**

LIC. PEDRO JAVIER RIVAS MEJÍA

**DIRECTOR DE LA ESCUELA DE
ECONOMIA:**

MSC. PEDRO ANTONIO SALGUERO
DUARTE

**COORDINADOR GENERAL DEL
PROCESO DE GRADUACION**

MSC. RONALD EDGARDO GALVEZ
RIVERA

**COORDINADOR DEL PROCESO DE
GRADUACION DE LA ESCUELA DE
ECONOMIA:**

LIC. LUIS ALBERTO PARRILLAS
RODRIGUEZ

DOCENTE ASESORA:

MSC. KENNY JAZMIN MENDOZA DE
ESCOBAR

JURADO EXAMINADOR:

MSC. RICARDO BALMORE LOPEZ

MSC. MAURICIO MEJIA COLORADO

AGRADECIMIENTOS

Agradezco profundamente a mis padres, Carmen y Jorge, por su amor, apoyo y enseñanzas. A mis hermanas Diana, Astrid y Patricia, y a mi hermano Alberto, por inspirarme a crecer. A mis compañeros de tesis, Christopher y Osiel, por su colaboración y apoyo. A mi perro Luke, por su compañía en las largas noches de estudio. A Lesly, por su apoyo incondicional, su confianza en mí y por estar siempre a mi lado en este camino. Finalmente, gracias a Dios, a mi asesora Kenny. Cada día me acerco más a dejar un mundo mejor que el que encontré.

Jorge Díaz

Quiero agradecer a Dios primeramente por poder llegar hasta este momento, a mis padres que con mucho esfuerzo y sacrificio han logrado sacarme adelante pese a las dificultades, a mis hermanos y amigos que me apoyaron durante toda la vida académica, a mis compañeros y amigos Jorge y Christopher con quienes he compartido altos y bajos a lo largo de la carrera, a nuestra asesora Kenny Mendoza quien nos apoyó en cada momento. A Osiel en un futuro, si se ha superado todos los obstáculos a hasta el día de hoy, los obstáculos del futuro serán superados también, todo es posible para los que creen.

Osiel Díaz

Agradezco en primer lugar, a mí mismo, por nunca haberme rendido y dado lo mejor de mí; a mi papá, por haberme apoyado como nadie más lo había hecho en toda mi vida; a mi familia por estar conmigo en toda mi etapa de desarrollo; a mis mascotas que me alegraron todas las penas; a mis amigos con quienes pude cosechar amistades duraderas y a la vida por dejar que todo pasara como pasó.

Christopher Ojeda

INDICE.

I	CAPITULO I: MARCO REFERENCIAL	1
1.1	Generalidades.....	1
1.1.1	Objetivos General y Específicos	1
1.1.2	Hipótesis General.....	2
	General.....	2
1.1.3	Metodología de abordaje de la investigación.....	2
1.2	Marco Teórico Conceptual.....	4
1.2.1	El enfoque keynesiano.	4
1.2.2	Política Fiscal Keynesiana	7
1.2.3	Conceptos claves.....	12
1.3	Marco Normativo y Legal.....	15
1.3.1	Constitución de la República de El Salvador.....	15
1.3.2	Ley Orgánica de Administración Financiera del Estado	16
1.4	Marco Contextual.....	17
1.4.1	Panorama económico	18
1.4.2	Panorama fiscal	23
1.4.3	Endeudamiento público.	28
II	CAPITULO 2: SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA DE EL SALVADOR.....	39
2.1	Diagnóstico de la situación	40
2.1.1	Dinámica del Crecimiento Económico	40

2.1.2 Dinámica de los Intereses de la Deuda	41
2.1.3 Dinámica del ahorro corriente del SPNF El Salvador	42
2.1.4 Dinámica del Endeudamiento	44
2.2 Método Tradicional del Análisis de la Deuda.....	61
2.2.1 Consideraciones Técnicas	66
2.2.2 Supuestos de construcción de escenarios.....	67
2.3 Presentación de resultados	68
2.3.1 Escenario Base	69
2.3.2 Escenario Optimista	76
2.3.3 Escenario Pesimista.....	80
III Capitulo III: Conclusiones y Recomendaciones.....	85
3.1 Conclusiones	85
3.2 Recomendaciones.....	92
IV BIBLIOGRAFIA	98
V ANEXOS	103

INDICE DE GRÁFICAS

Gráfica 1: PIB y Tasa de Crecimiento de El Salvador Periodo 2010-2022 Millones de US\$	19
Gráfica 2: PIB por Rama de Actividad Económica	21
Gráfica 3: Déficit Global: Ingresos y Gastos del SPNF Millones de US\$.	24
Gráfica 4: Deuda Pública Total en Millones de US\$ y Ratio Respecto al PIB	29
Gráfica 5: Deuda Pública Total, Deuda del Sector Público No Financiero, Deuda Previsional y Ratio Deuda del SPNF entre Deuda Total	31
Gráfica 6: Tipo de Deuda por Acreedor: En Millones de US\$	33
Gráfica 7: Tasa de Crecimiento del PIB periodo 2010 – 2023	40
Gráfica 8: Intereses de la Deuda Pública y Tasa de Interés Efectiva	41
Gráfica 9: Dinámica del ahorro corriente SPNF como porcentaje del PIB	43
Gráfica 10: Puntaje de EMBI El Salvador 2010-2024	49
Gráfica 11: Asignación del presupuesto por Ramo y Gasto	52
Gráfica 12 Comparativa del Nivel de Deuda de El Salvador con principales Estándares internacionales	57
Gráfica 13: Interés Deuda Pública vs Crecimiento del PIB	69
Gráfica 14: Déficit efectivo vs Déficit estabilizador de la deuda	71
Gráfica 15: Descomposición de la dinámica de la deuda	72
Gráfica 16: Ratio Deuda sobre PIB	75
Gráfica 17: Interés Deuda Pública vs Crecimiento del PIB	77
Gráfica 18: Déficit efectivo vs Déficit estabilizador de la deuda	78
Gráfica 19: Descomposición de la dinámica de la deuda	79
Gráfica 20: Ratio Deuda sobre PIB	80

Gráfica 21: Interés Deuda Pública vs Crecimiento del PIB.....	81
Gráfica 22: Déficit Efectivo vs Déficit Estabilizador de la Deuda.....	82
Gráfica 23: Descomposición de la dinámica de la Deuda.....	83
Gráfica 24: Ratio Deuda sobre PIB.....	84

INDICE DE TABLAS

Tabla 1: Ingresos y Gastos Corrientes; Pago de Intereses, Ahorro Corriente; Superávit – Déficit, en Millones de US\$ 2019-2022.	25
Tabla 2: Deuda Pública Total, Deuda Externa e Interna en Millones de USD 2010-2022...	30
Tabla 3: Tasas de interés promedio y porcentaje de deuda comprometida.	34
Tabla 4: Monto de Deuda Calculada para cada Interés Promedio en Millones de US\$	36
Tabla 5: Plazo de Vencimiento y Porcentaje de Deuda Comprometido.	37
Tabla 6: Servicio de la deuda por interés promedio	38
Tabla 7: Estudios empíricos de límites de deuda sobre PIB	55
Tabla 8: Calificación de la Deuda de Mediano-Largo Plazo por Agencia Evaluadora	58
Tabla 9: Calificaciones de la deuda a más de 1 año El Salvador por agencia evaluadora...	61

RESUMEN EJECUTIVO

Desde la entrada en vigor de la ley de Integración Monetaria en 2001, El Salvador se convirtió en una economía dolarizada, en ese sentido, las acciones de política económica se centraron específicamente en las enmarcadas en la política fiscal. En un contexto en el que la economía salvadoreña es pequeña, abierta y dolarizada, se observó durante décadas un espacio fiscal reducido, lo que presionó de una manera importante las finanzas públicas del país.

La deuda pública ha sido una de las principales herramientas que fueron utilizadas para contrarrestar los efectos del ciclo económico, sin embargo, en la actualidad se encuentra en niveles que se pueden considerar altos, lo que ha degradado las perspectivas positivas de los mercados internacionales.

En este contexto el principal objetivo de este documento de investigación es realizar un análisis de sostenibilidad de la deuda pública de El Salvador, con el fin de proponer recomendaciones ya sea de política económica o de programas de manejo de la deuda que estabilicen el endeudamiento en el mediano plazo.

La metodología utilizada para alcanzar el objetivo de investigación es de carácter cuantitativa, ya que partió de la recolección de datos con el fin de hacer mediciones numéricas y a partir de análisis estadístico darle respuesta a las hipótesis planteadas dentro de la investigación. Se estableció un tipo de estudio de naturaleza deductiva, con el fin de aplicar las teorías económicas de la escuela Keynesiana dentro del análisis de la deuda, se utilizó la ecuación de restricción presupuestaria Inter temporal, la cual se aplicó dentro del Modelo Tradicional del Análisis de la deuda para obtener como resultado un nivel de déficit corriente que permite la estabilización de la ratio de deuda pública sobre PIB.

La primera conclusión de la investigación es que los indicadores de sostenibilidad de la deuda pública muestran que la deuda ha sido sostenible. En segundo lugar, se comprobó que el perfil de la deuda se encuentra dentro de los rangos de los estándares internacionales; finalmente, se muestra que el análisis de sostenibilidad de la deuda indica que la deuda pública es sostenible a mediano plazo.

La primera recomendación sugiere un cambio en la estructura de las finanzas públicas ajuste los ingresos, incluyendo la reducción de la evasión fiscal y un cambio en la gestión del gasto público, que históricamente ha sido financiado a partir de aumentos de deuda. La siguiente recomendación es el fortalecimiento de la institucionalidad y la transparencia del Estado, fomentando simultáneamente la integridad y la rendición de cuentas de las instituciones públicas. Finalmente se recomienda diseñar una Estrategia de Gestión de la Deuda de Mediano Plazo (EGDMP) en coordinación con un organismo internacional, como una herramienta que le permita a los gobiernos crear unas medidas para la construcción de un portafolio de deuda con las preferencias idóneas para el país frente a las diferentes alternativas de adquisición de financiamiento con determinados riesgos y costos, para que se cubran las necesidades de financiamiento y al menor costo posible.

Introducción

En El Salvador desde la implementación de la Ley de Integración Monetaria en el año 2001, la economía adquirió la característica de ser dolarizada, perdiendo la posibilidad de diseñar política monetaria para hacer frente a los shocks de la economía; en ese sentido, la política fiscal es la única rama de la política económica hacer frente a las diversas crisis que han acontecido en estos años, la que ha tenido que ser financiada en muchos casos con préstamos bilaterales o multilaterales y emisión de bonos del Estado cotizando en mercados internacionales con precios fluctuantes y en los últimos años a tasas de interés altas.

En el contexto anterior, el objetivo de esta investigación es evaluar la situación de la deuda pública de El Salvador a través de un enfoque de sostenibilidad con el fin de generar una recomendación que proponga medidas que estabilicen el nivel de deuda en el mediano plazo. En este sentido, se analiza el nivel de deuda bajo determinadas condiciones de crecimiento, tasa de interés y de balance fiscal; para determinar las situaciones en las que la deuda seguirá un camino sostenible y cuales son los niveles de deuda respecto al PIB en donde se observan riesgos insostenibilidad.

En este sentido, la investigación se compone de tres capítulos que hacen referencia a una parte diferente del objeto de estudio; en el primer capítulo o Marco Referencial se encuentra la explicación teórica y metodológica sobre la cual se fundamenta la investigación. Es decir, se establecen los objetivos del estudio y las hipótesis, así como una descripción del marco normativo, que afecta la utilización o manejo de la deuda pública en El Salvador y el marco contextual donde se observa el comportamiento de los principales indicadores que explican el desempeño de la economía salvadoreña. El segundo capítulo, se ha dividido en 3 apartados diferentes: en primer lugar, se presenta el diagnóstico de las principales variables incluidas en el análisis de

sostenibilidad de la deuda pública las cuales son: tasa de interés, crecimiento económico, nivel de deuda pública y el balance fiscal. En segundo lugar, se presenta el modelo económico utilizado, siendo el modelo tradicional del análisis de la deuda, partiendo desde la restricción presupuestaria Inter temporal del gobierno, donde, basado en supuestos creados específicamente para el perfil actual de la economía salvadoreña, se busca encontrar un nivel de balance fiscal que permita estabilizar el nivel de deuda respecto al PIB permitiendo seguir una tendencia sostenible. Finalmente, en la tercera parte del segundo capítulo se construyen 3 escenarios para el análisis de sostenibilidad del modelo tradicional bajo diferentes condiciones de shocks económicos, ya sean positivos o negativos, para presentar un estudio más completo, sobre en qué situaciones, la deuda pública mantendrá un camino sostenible o no; teniendo como resultado un escenario base con proyecciones de las condiciones actuales, un escenario optimista con proyecciones favorables de las condiciones actuales y un escenario pesimista con proyecciones desfavorables de estas mismas condiciones.

El tercer capítulo es donde se presentan las principales conclusiones obtenidas de los resultados dentro del capítulo 2, y las recomendaciones para un manejo de la deuda prudencial y sostenible. Este capítulo es la discusión de los resultados y el análisis de las hipótesis planteadas dentro del primer capítulo basado en los hallazgos encontrados en el análisis de los escenarios con el modelo tradicional, así como la interpretación de estos resultados. Además, se establecen alternativas o perfiles de acción, desde una perspectiva de las condiciones nacionales, así como también de los estándares internacionales; que pueden ser considerados para hacer un manejo de la deuda en el mediano plazo alineada con los objetivos de desarrollo del país manteniendo la deuda pública en un nivel tanto prudencial como sostenible.

I CAPITULO I: MARCO REFERENCIAL

El presente capítulo tiene como propósito establecer el marco de referencia sobre el cual se ha desarrollado la investigación, por lo cual, en primer lugar, se abordará la especificación de los objetivos e hipótesis de investigación, en segundo lugar, se desarrolla la metodología que se siguió para el desarrollo de la investigación, dentro de este apartado se describen: el enfoque y tipo de investigación junto a la selección de las variables que se utilizaron durante el estudio. Como tercera parte, se incluye el marco teórico y conceptual que contiene la explicación de las teorías y los conceptos relevantes que sirvieron de base y fueron aplicados en esta investigación. Después se tiene el marco legal implicado en el desarrollo de las variables que abarca las leyes y normativas en el cual Gobierno de El Salvador puede hacer uso de los instrumentos de endeudamiento; y finalmente el marco contextual donde se describe la situación de las variables involucradas en la determinación de Sostenibilidad de la Deuda Pública durante el periodo de estudio.

1.1 Generalidades

1.1.1 Objetivos General y Específicos

Objetivo General

Evaluar el nivel de la deuda pública en El Salvador mediante un enfoque de sostenibilidad para proponer recomendaciones de ajuste fiscal que establezcan el endeudamiento a mediano plazo.

Objetivos Específicos

- Diagnosticar la situación de endeudamiento de la economía salvadoreña.
- Evaluar el endeudamiento público mediante una metodología de sostenibilidad para el mediano plazo.

- Proponer medidas de ajuste fiscal para alcanzar niveles de deuda pública sostenibles en el mediano plazo.

1.1.2 Hipótesis General

General

Los indicadores de sostenibilidad de deuda pública en El Salvador muestran que, en el periodo analizado, la deuda es sostenible.

Específicas

Los indicadores económicos relacionados con la deuda pública de El Salvador muestran que, en la situación actual, la deuda pública está dentro de los estándares internacionales.

El análisis de sostenibilidad de la deuda muestra que la deuda pública en El Salvador es sostenible en el mediano plazo.

1.1.3 Metodología de abordaje de la investigación

El enfoque de la investigación es de tipo cuantitativo, debido a que se hará el uso de bases de datos estadísticos y económicos con el fin de describir la tendencia de la deuda pública de El Salvador con base en el comportamiento de variables directa o indirectamente relacionadas como lo son la tasa de crecimiento del PIB, la tasa de interés y el balance corriente. Además, la lógica a utilizar en el desarrollo de la investigación es de tipo deductiva en razón de las teorías macroeconómicas a emplear, donde se parte de un análisis general de la situación económica-fiscal del país para generar indicadores estandarizados, por ejemplo, el nivel de deuda sobre PIB o el resultado fiscal corriente; con los cuales se puede hacer una comparativa del nivel de deuda de la economía en una región.

El diseño de la investigación tiene una naturaleza tanto descriptiva como explicativa; dentro de su rasgo descriptivo se identifica del comportamiento de las variables que determinan la situación de endeudamiento del país (Tasa de crecimiento, Interés de la deuda y Déficit corriente), así como determinar el concepto a utilizar de sostenibilidad en el tratamiento del nivel de deuda de El Salvador. Por otra parte, en su rasgo explicativo se expone la relación causal entre las variables explicativas de la dinámica de la deuda y la magnitud de su impacto en el mediano plazo para el buen manejo de la misma.

Dentro de la investigación, se tiene como objeto de estudio el análisis de la sostenibilidad sobre la deuda pública de El Salvador con base en los datos accesibles del Sector Público No Financiero. Las unidades de análisis son las siguientes: La deuda pública del SPNF de El Salvador, la tasa de crecimiento de la economía, la tasa de interés aplicada a la deuda y el resultado fiscal corriente de un periodo.

La técnica de recolección de información implementada para elaborar este estudio fueron la técnica documental la cual se utilizó para recopilar la información bibliográfica necesaria y las fuentes secundarias de datos como libros, informes, investigaciones internacionales y nacionales, base de datos de organismos extranjeros y nacionales de los cuales se extrajeron los datos estadísticos necesarios para la comprobación de hipótesis y alcances de objetivos.

Como instrumento de medición se utilizó el Enfoque Tradicional o también conocido como Estándar de análisis de Sostenibilidad de la Deuda, para la aplicación del modelo se realizó una categorización de variables que sirvieron como Inputs y Outputs, las cuales fueron categorizadas de la siguiente manera: variables de entrada (Inputs) son la Deuda Pública Total en Millones de US\$, el Balance Fiscal Corriente del SPNF, el Producto Interno Bruto y la Tasa de Interés Efectiva Real de la deuda pública. Como variables de salida se encuentra el Nivel Crítico del Déficit

Corriente Fiscal, Dinámica de la Deuda Pública, Efecto bola de nieve y Saldo Flujo. Estas variables cumplen con el fin de la investigación que es medir el Nivel de Sostenibilidad de la Deuda Pública.

1.2 Marco Teórico Conceptual

1.2.1 El enfoque keynesiano

La teoría keynesiana es un enfoque económico desarrollado por el economista británico John Maynard Keynes y que fue el enfoque dominante en la economía de mediados del siglo XX. Su obra más influyente: “La Teoría General del Empleo, el Interés y el Dinero” publicada en 1936 estableció las bases de la macroeconomía como disciplina, el enfoque Keynesiano nace como respuesta al desgaste del pensamiento clásico predominante en el momento y su incapacidad de dar respuestas a la Gran Depresión de 1929.

El enfoque dominante previo al keynesianismo se basaba en el liberalismo clásico, que sostenía que los mercados eran autorreguladores y que, a largo plazo, la economía se equilibraría por sí misma (*laissez faire*) por los movimientos propios de la oferta y la demanda. Los economistas clásicos abogaban por la no intervención gubernamental en la economía, la creencia en la ley de Say, que afirmaba que la oferta crea su propia demanda. La teoría keynesiana, se basa en el papel del Estado como regulador de la actividad económica a través de la participación del gasto público y la inversión pública. Keynes desafió las ideas fundamentales de su época al argumentar que las economías no siempre se autorregulan y que los mercados podían quedar atrapados en situaciones de desempleo masivo y recesión.

El enfoque Keynesiano entonces, buscaba dar respuesta a la problemática de la Gran Depresión y el estancamiento de la economía, dado esto, su enfoque propuso a diferencia del enfoque clásico, el estudio de los fenómenos económicos en el corto plazo, donde es posible la

existencia de situaciones en las que haya desempleo involuntario (no ocupación) de los recursos, entre ellos el factor trabajo (Lozano, 1984), para explicar esta situación Keynes desarrolla la definición de demanda agregada, el cual se considera como el motor principal de la economía, cada uno de sus componentes son considerados como gastos agregados, los cuales son: Consumo privado, Inversión, Gastos del Estado y las Exportaciones Netas. Keynes mencionaba entonces que el equilibrio de una economía es la situación donde la demanda agregada sea igual a la producción nacional (Dornbusch, Fischer, & Startz, 2009), si la demanda agregada está por encima de los niveles de la producción nacional esta deberá expandirse para llegar al punto de equilibrio, si la demanda agregada está por debajo de la producción la economía tendera a contraerse para llegar al punto de equilibrio, para ambos casos Keynes menciona que el estado debe intervenir según sea necesario para corregir la economía con políticas procíclicas o contra cíclicas, mediante el uso de las políticas monetaria y fiscal.

Entre las principales aportaciones del enfoque Keynesiano caben resaltar (Keynes, 1965):

Intervención del Estado: Keynes propone la deliberada acción del Estado, sobre todo mediante la implementación de políticas económicas con la visión de coordinar y estabilizar la dinámica de las economías monetarias, en este sentido, el Estado deberá intervenir mediante el gasto público, por ejemplo, haciendo inversiones cuando la demanda privada era baja. Más en general, en opinión de Keynes, el Estado debía intervenir en el sistema económico dirigiéndolo, cuando fuese necesario, en la dirección correcta.

Precios y Salarios son rígidos: Keynes mencionaba que el precio de los factores en especial del trabajo, no tienen la capacidad de ajustarse antes las variaciones de la demanda agregada a la baja como en situaciones de crisis, esto por motivos como los acuerdos sindicales

entre los empresarios y trabajadores, Si estos son rígidos a la baja, los costos totales de las empresas también lo son, lo que impide a las empresas reducir los precios. En consecuencia, la rigidez de los precios, provocada por los salarios, reduce la capacidad de la economía para tender por sí misma al pleno empleo, esto significa que, en situaciones de cambio económico, como una recesión, los precios y salarios no se ajustan de manera rápida y eficiente para restaurar el equilibrio en la economía, por lo tanto, ocasionar desempleo en una crisis económica.

La demanda crea su propia oferta: Producto del anterior supuesto, que en el corto plazo los precios y los salarios son rígidos o fijos, da la pauta para la demanda agregada sea la fuerza que determina la producción a corto plazo y no la oferta agregada, es decir, al existir contratos establecidos entre las empresas y sus proveedores de factores de producción (convenios colectivos, precios fijados para el suministro de materias primas, etc.) a corto plazo las empresas hacen frente a las variaciones de la demanda de sus productos ajustando la producción y modificando muy poco o nulamente los precios que cobran a sus clientes.

Desempleo Involuntario: este tipo de desempleo es generado por una demanda efectiva insuficiente para requerir el volumen de producción que exige el pleno empleo de la mano de obra disponible, en otras palabras, al tener un nivel de salario vigente, y aun con reducción de salario real, hay personas que no consiguen empleo, es decir, es aquel grupo de la población que no puede ser absorbido por el mercado laboral pese a las variaciones del nivel de salarios.

Competencia Imperfecta: en una situación donde las empresas tienen un nivel significativo de poder de mercado basado en la participación que ocupan estas mismas dentro del mercado, obteniendo así influencia en los precios y la cantidad que producen, lo cual no permite

que los precios se ajusten de manera libre según los movimientos de oferta y demanda como lo supone el enfoque clásico.

1.2.2 Política Fiscal Keynesiana

Keynes abogaba por la participación activa del estado en la economía, la forma en la cual el estado podía intervenir era por medio de la política fiscal que tenía un efecto directo en la demanda agregada por medio del gasto público y podía incidir en la capacidad de consumo de las familias por medio de los impuestos, transferencias y subsidios. También, la política fiscal puede ser utilizada para intervenir en el desarrollo del ciclo económico de la economía. Otro método para incidir es por medio de la política monetaria, Keynes mencionaba que su incidencia podría verse retrasada debido a que su mecanismo de transmisión¹ afectaba de manera indirecta a la demanda agregada, ya que esta política incidía en la reducción o aumento de las tasas de interés, por ejemplo, para así generar un incentivo a inversionistas (Dornbusch, Fischer, & Startz, 2009).

El gasto público (compra de bienes y servicios, transferencias, subsidios, entre otros) y los impuestos, son entonces, los principales instrumentos de la política fiscal para incidir de manera directa en la demanda agregada (Giménez, 2006), la forma de utilizarlos puede variar según la etapa del ciclo económico, el objetivo es entonces, utilizar la política fiscal para estabilizar la economía de un país. Por ejemplo, cuando una economía este produciendo en pleno empleo, para evitar el “sobrecalentamiento”² de la misma el gobierno puede interferir por medio del aumento de las cargas tributarias o disminuir el gasto público para disminuir el exceso de la demanda

¹ Efectos de las variaciones de la oferta monetaria sobre la demanda agregada.

² Situación donde la demanda agregada excede las capacidades productivas de la economía, la oferta agregada no logra seguir las tasas insostenibles y la economía tiende al “enfriamiento” producto de la inflación, la caída de la tasa de ganancia y la baja producción.

agregada. En caso contrario, para incentivar la demanda por medio de política fiscal, el estado puede aumentar el gasto público o aplicar políticas redistributivas mediante transferencia directas a los hogares. Este tipo de políticas son conocidas como “*Fine-Tuning*”, o políticas anticíclicas ya que estas permiten suavizar los efectos del ciclo económico (Giménez, 2006). En resumen, el estado entonces debe acompañar las fases expansivas del ciclo económico con incrementos de impuestos y reducción en el gasto para frenar el crecimiento insostenible de la demanda agregada, en caso contrario durante una desaceleración económica, se debe acompañar la política fiscal con transferencia a los hogares para incentivar el consumo, otorgar subsidios, disminuir impuestos y un aumento al gasto público para incentivar la producción.

La política fiscal se compone entonces por: (ICEFI, 2015)

Ingresos públicos: son los recursos que utiliza el estado para su funcionamiento y el financiamiento de los gastos con los cuales puede intervenir en la economía, se dividen en dos tipos, el primero, los **ingresos corrientes** que son los que se obtienen de forma periódica, en los cuales se incluyen los ingresos tributarios los cuales son recaudados por medio de tasas impositivas, e ingresos no tributarios que pueden ser por la utilización de bienes o servicios públicos. En segundo lugar, los **ingresos de capital** estos se obtienen de forma menos frecuente y son de manera general, por la venta o concesión de activos no financieros del estado.

Gastos públicos: son los recursos destinados para cubrir las necesidades públicas por medio de programas y proyectos de inversión, los ingresos obtenidos son utilizados en servicios públicos del estado como salud, seguridad, educación, entre otros. El gasto se puede clasificar de múltiples formas según el destino, el **gasto corriente** es aquel utilizado para el funcionamiento del estado como el pago de salarios. Si es utilizado para la ejecución de proyectos u obras públicas es

catalogado como **inversión**. En cambio, puede denominarse como **pago de deuda pública o servicio de la deuda** si es destinado a las transferencias en concepto de pago de deuda e interés nacionales o extranjeras.

Deuda pública: es una fuente de recursos utilizada para financiar el gasto y la inversión pública, el estado puede endeudarse no solo para financiar programas sociales o proyectos como construcción de infraestructura para salud, educación, entre otros. Sino para cubrir deficiencias presupuestarias en el gasto público. La deuda puede catalogarse como deuda interna si los acreedores son entidades (o personas) nacionales; deuda externa si es con acreedores extranjeros como un gobierno o una institución financiera; también, la deuda puede ser bilateral si es contraída de manera directa con un solo ente, sea un país o institución financiera bancaria; o puede ser multilateral si es contraída con organismos internacionales o regionales tales como el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Banco Centroamericano de Integración Económica, entre otros.

La deuda pública dentro de la teoría keynesiana se ha visto con optimismo ya que se ha concebido como un propulsor de la demanda agregada, al utilizarse para financiar el gasto de inversión pública se impulsa el consumo de las personas, traduciéndose en mayores niveles de producción y en un mayor ingreso nacional, al tener más ingreso se aumenta el nivel de ahorro que después sería ocupado por la inversión privada (Yueh, 2020).

Sin embargo, el uso de la deuda pública de manera recurrente puede verse sujeto a críticas, una de estas es en que al existir un aumento de deuda llevaría a un aumento de los impuestos a largo plazo para el cual los contribuyentes se prepararan apartando una parte de su ingreso disponible para pagar ese aumento en el futuro (Salsman, 2012). Otra de las críticas hacia el uso

de la deuda para financiar inversión pública es cuando el gobierno se encuentre gastando con déficits presupuestarios recurrentes, el peligro de estos se encuentra en el nivel de solvencia que tenga el gobierno. El nivel de deuda de un país tiene necesariamente que crecer más lentamente que las tasas de interés que se aplican a esa misma deuda, de lo contrario los déficits permanentes tendrán que ser saldados a base de más endeudamiento, y la nueva deuda se usará para cubrir la deuda vieja y además el déficit de ese periodo. Cuando la deuda crece más rápido que el pago de intereses, llegará hasta el nivel en que el gobierno ya no pueda pagarlo, lo que causa que los acreedores tengan poca confianza en que su préstamo será devuelto íntegramente haciendo que futuros préstamos resulten más caros por un aumento en las tasas de interés para compensar el riesgo, o que el gobierno ya no tenga acceso a ninguna fuente de financiamiento por falta de confianza en que será pagado (Gregorio, 2007).

Por su parte, Keynes no consideraba que cualquier uso de la deuda en forma de gasto deficitario sería un uso correcto de los recursos públicos, en primer lugar, él abogaba por tener una separación de los balances presupuestarios en el gobierno, donde se tenía, por un lado, el gasto corriente y transferencias; y por otro lado se tendría al gasto de capital que se utilizaría para realizar la inversión pública que impulsaría la demanda agregada (Salsman, 2012). Él apoyaba la idea de que el gobierno puede utilizar la deuda para financiar el gasto, pero solo el gasto de capital ya que la deuda usada en gasto corriente y transferencias las consideraba como “derrochosa o un peso muerto” esto debido a que no era productiva y que a largo plazo solo aumentaría el pago que se tendría que hacer sin tener ningún retorno de ese gasto. Keynes mantenía que el gasto corriente debería de estar balanceado en todo momento, y que esto tiene que estar cubierto por los ingresos corrientes sin incurrir en ningún tipo de déficit, ni en usarse para compensar fluctuaciones del ciclo económico en la economía (Salsman, 2012). La deuda usada en el gasto de capital por otro lado,

era el único uso de la misma que podría generar un retorno para el estado, impulsando al mismo tiempo la inversión y el consumo de los particulares en la economía que llevarían a un mayor crecimiento de la misma. En este caso se propone una “socialización de la inversión” donde el gobierno debería de llevar a cabo más de la mitad de las inversiones a través de empresas públicas o semi públicas (Salsman, 2012), de manera que la deuda se utilice productivamente y su efecto no solo sea lineal, sino que el gasto en inversión de capital también impulsaría el consumo y a la demanda agregada (Samuelson & Nordhaus, 2010).

Keynes no apoyaba el uso de deuda para financiar los déficits constantes, sino utilizarla de manera productiva en gastos de capital, además el crecimiento de la deuda no debía exceder al crecimiento de ingreso nacional para ser sostenible. Los gastos corrientes tenían que ser financiados en su totalidad por los ingresos, donde se mantendría siempre un balance o incluso un superávit si fuera posible para el pago de la misma deuda. Se distinguen al menos 4 métodos para el pago de la deuda pública entre los cuales están: 1) superávit anuales en el presupuesto, esto es que se obtenga una diferencia positiva entre lo que se ingresa y lo que se gasta; 2) repudio de la deuda, es decir, anulación de la deuda unilateralmente por parte del deudor; 3) emisión de la moneda, serviría cuando la deuda está en moneda nacional y que se pueda emitir dinero para poder pagar los intereses de la deuda y 4) gravámenes al capital, donde se impone impuestos directos a las personas que declaren mayores ingresos o un mayor patrimonio (Salsman, 2012). Según Keynes las mejores opciones para el gobierno son los superávits anuales y la devaluación de la moneda, ya que la primera opción resulta de las mismas decisiones del gasto público al mantener un equilibrio entre los gastos e ingresos para hacer frente a las obligaciones; y la segunda opción permite realizar el pago de la deuda sin recurrir a nuevas emisiones de moneda, pero con la precaución de mantener un nivel de depreciación que no afecte las exportaciones netas. Mientras

que la opción de repudiar la deuda es muy osada e impopular para ser usada debido a que puede afectar para conseguir financiamiento en el futuro; grabar el capital puede repercutir en la demanda agregada, además, es muy fácil a que surjan actores que se opongan lo cuales pueden tener influencia en la economía, como los tenedores de grandes capitales (Salsman, 2012).

1.2.3 Conceptos claves

Sostenibilidad de la Deuda: Situación en la cual un gobierno puede hacer frente a las obligaciones de deuda en corto y mediano plazo sin tener que recurrir a ajustes de políticas que sean poco factibles desde una perspectiva económica o política; o sin tener que hacer renegociaciones de deuda (BID, 2023).

Superávit fiscal: Es el exceso de los ingresos sobre los egresos, ya sea, del sector público consolidado, del Gobierno Central o del Sector Público No Financiero (BCR, 2023).

Déficit fiscal: Resultado que arroja un balance efectuando el término de un ejercicio que se caracteriza por que existe un saldo correspondiente a egresos que no alcanzaron a ser cubiertos por los ingresos de dicho ejercicio (BCR, 2023)

Déficit o Superávit Corriente: Es el resultado de la operación de los ingresos corrientes menos los gastos corrientes, producto de las operación ordinario de la administración pública (BCR, 2023)

Deuda Pública: Está constituida por las obligaciones monetarias que involucran toda forma, instrumentos, títulos y documentos que comprometan en una misma operación reembolso de capital, pagos de intereses, comisiones y/u otros cargos específicos relativos a la operación de que se trate, tanto directas como indirectas, contraídas por el Sector Público No Financiero, en

moneda nacional y/o extranjera, cuyo vencimiento sea superior a un periodo presupuestario (Ministerio de Hacienda, 2023).

Letras del Tesoro: Conocidas comúnmente como LETES, son títulos valores (papeles) de deuda que emite el Ministerio de Hacienda para obtener efectivo de inmediato y que, normalmente a un año máximo, devolverá a quien la compró lo que pagó por ella, más el interés que se comprometió a pagar (Ministerio de Hacienda, 2023).

Gastos Corrientes: Gastos excluidos los destinados a transferencias de capital o a la compra de tierra, activos intangibles, existencias del gobierno o bienes duraderos no militares con valor superior a un mínimo para uso durante más de un año en el proceso de producción (BCR, 2023).

Ingresos Corrientes: Todo ingreso procedente de impuestos y de entradas no recuperables o no relacionadas con reembolsos no provenientes de donaciones, de la venta de tierra, activos intangibles, existencias del gobierno o activos de capital fijo o de transferencias de capital fijo (BCR, 2023).

Roll Over: En español, refinanciamiento, se refiere al proceso de prórroga de la fecha de vencimiento de un préstamo, lo que suele suponer un cargo adicional, consiste en la emisión de nueva deuda para el pago de la deuda anterior.

Pago De Servicio De La Deuda: Toda operación financiera relacionada con los reembolsos de principal, los pagos de intereses, los pagos de comisiones y los pagos de intereses de mora. Por ejemplo, un pago por servicio de la deuda es un tipo de operación de servicio de la deuda.

Fuente De Financiación Multilateral: Financiamiento cuyo origen es por organizaciones conformadas por 3 o más gobiernos que brindan apoyo económico y logístico a los países

miembros, tales como: el Banco Mundial, bancos regionales de desarrollo u otras agencias intergubernamentales.

Sector Público No Financiero: Combinación de los sectores Gobierno General y de Empresas Públicas No Financieras. El interés en el SPNF, se basa principalmente en la idea de que el gobierno influye y repercute en la economía también a través del empleo de las empresas que son propiedad del gobierno o que están controladas por éste (BCR, 2023).

Capacidad de Pago: Es la disponibilidad y el potencial que tiene el País de generar recursos internos y externos (divisas) para hacer frente a las obligaciones contraídas por los agentes públicos y privados en el marco de los flujos de corto, mediano y largo plazo con que contará la economía (Armendaríz, 2006).

El Fideicomiso de Obligaciones Previsionales (FOP): era un mecanismo de financiamiento del Estado mediante el cual, hasta 2022, el Banco de Desarrollo de El Salvador emitía Certificados de Inversión Previsional (CIP), los cuales las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) compraban de manera obligatoria con los recursos aportados por los cotizantes. Después, el Estado transfería los recursos obtenidos a unidad técnicas que pagaban las pensiones de los jubilados bajo el Sistema Público de Pensiones (SPP). Es decir, los cotizantes a las AFP, con sus recursos, y a través del FOP, financiaban las pensiones de los jubilados del SPP. (Asamblea Legislativa República de El Salvador, 1996).

Certificados de Inversión Previsional (CIP): Títulos valores emitidos mediante el FOP, que por la Ley las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) tienen la obligación de adquirir. Según el Art. 91 de la Ley SAP, un máximo de 45 % del fondo de inversión debe ser destinado a la compra de CIP (Asamblea Legislativa República de El Salvador, 1996).

Certificados de Obligación Previsional (COP): Títulos valores emitidos por el Instituto Salvadoreño de Pensiones (ISP), los cuales serán emitidos a 50 años plazo y con una tasa de interés nominal del 7.0% (Asamblea Legislativa República de El Salvador, 2022).

1.3 Marco Normativo y Legal

El marco legal que contempla la emisión, autorización y regulación sobre el uso de la deuda pública está contemplado en las siguientes normativas:

1.3.1 Constitución de la República de El Salvador

La constitución contempla en el artículo 131 inciso 12, sobre las funciones de la asamblea legislativa, que es su competencia decretar leyes sobre el reconocimiento de la deuda pública y asignar fondos para su pago.

“Decretar leyes sobre el reconocimiento de la deuda pública y crear y asignar los fondos necesarios para su pago;” (Asamblea Legislativa República de El Salvador, 1983).

Es competencia de Hacienda Pública las deudas reconocidas y las que sean de origen por gastos públicos autorizados, tal como lo detalla el artículo 223:

“... Son obligaciones a cargo de la Hacienda Pública, las deudas reconocidas y las que tengan origen en los gastos públicos debidamente autorizados” (Asamblea Legislativa República de El Salvador, 1983).

En el artículo 227 de la constitución autoriza al gobierno central para la emisión de deuda flotante como mecanismo para financiar déficits de caja, para la ejecución del presupuesto:

“...En el Presupuesto se autorizará la deuda flotante en que el Gobierno podrá incurrir, durante cada año, para remediar deficiencias temporales de ingresos...” (Asamblea Legislativa República de El Salvador, 1983).

1.3.2 Ley Orgánica de Administración Financiera del Estado

La ley AFI establece que será el Ministerio de Hacienda el encargado de la emisión de las LETES a través de la dirección general de tesorería, como lo establece el artículo 63 de la ley, literal d); (Asamblea Legislativa República de El Salvador, 1996).

El artículo 72 de la ley establece que se podrá emitir LETES como mecanismo de deuda flotante para poder corregir déficits de cuenta corrientes del tesoro público, pero estos no podrán exceder el plazo de vencimiento de 360 días desde su fecha de emisión, los cuales deberán de ser pagados cuando haya superávits corrientes o con fondos del presupuesto general del siguiente ejercicio.

El artículo 84 establece que el Ministerio de Hacienda es el ente encargado de la formulación de las políticas de endeudamiento de corto y mediano plazo, estas incluyen los programas globales de pre-inversión e inversión.

El artículo 85 la Dirección General de Inversión y Crédito Público tiene por competencia definir lo criterios para ser elegible un crédito, establecer el proceso de negociación, trámite y contratación de la deuda pública; Analizar las ofertas de financiamiento, administrar el servicio de la deuda analizar los proyectos de pre-inversión y dar recomendaciones de los mismo, entre otras facultades.

“... Establecer los procedimientos para la negociación, el trámite y la contratación del crédito público por parte del gobierno...” (Asamblea Legislativa República de El Salvador, 1996).

El artículo 86 establece que el endeudamiento puede originarse por la emisión y colocación de bonos, títulos u obligaciones de mediano y largo plazo, contratación de préstamos con instituciones financieras locales y extranjeras; contratación de servicios, obras o adquisiciones cuyo pago se realice en un ejercicio financiero diferente; y la consolidación, conversión y renegociación de deuda.

1.4 Marco Contextual

El año 2020 en el contexto de la pandemia del Covid-19 que afectó económicamente a los países a nivel mundial, causando una de las crisis económicas y sociales más grandes del siglo XXI, fue un año referente también, de la importancia de la política fiscal en el desempeño de las economías, donde como consecuencia de las medidas para contrarrestar los efectos de la pandemia, la deuda pública registró un aumento histórico en los países de hasta casi el 100.0% del PIB de ese año (Banco Mundial, 2023), este aumento estuvo presionado principalmente por la contracción económica, la disminución de los ingresos fiscales y el aumento de la necesidad de la intervención del estado con programa de ayuda a las poblaciones más afectadas..

En la actualidad los efectos económicos generados por la pandemia comenzaron a reducirse, principalmente los déficits fiscales que se redujeron, conforme las medidas fiscales excepcionales relacionadas con la pandemia llegaron a su fin, en ese contexto la deuda pública se ha colocado como objeto de análisis, por su importancia en el desarrollo de los países tanto por su importancia en la atención de la crisis como en el momento de la recuperación.

En ese sentido, el financiamiento de la deuda pública de los países es crucial para el desarrollo económico, sin embargo, esta variable está condicionada a la situación macroeconómica y accesos a los mercados, que cada país tenga en un momento determinado. Las vulnerabilidades derivadas de la deuda han aumentado en los mercados emergentes y en los países de ingreso bajo.

La deuda externa total de los países de ingreso mediano y bajo ascendió a US\$8.1 billones a finales de 2019, de los cuales un tercio corresponde a acreedores privados. Más de la mitad de los países de la Asociación Internacional de Fomento (AIF) se encuentran con problemas de sobreendeudamiento o con un alto riesgo de sufrirlos.

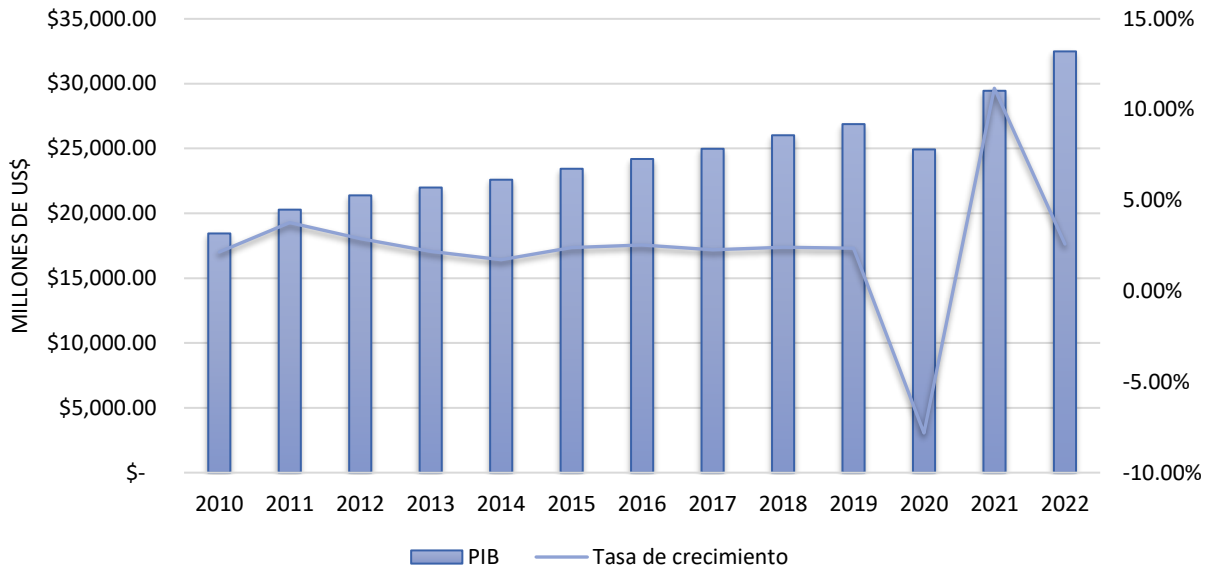
1.4.1 Panorama económico

El Salvador para la década de 1990 posterior al conflicto armado, la economía se encontraba en niveles elevados de endeudamiento, para el año 1991 el ratio deuda del SPNF respecto al PIB ascendió al 55.9% lo que se tradujo en un nivel de endeudamiento de US\$2,725.9 millones y el balance corriente deficitario en US\$41.7 millones. Ante tal escenario, y dado el contexto Centroamericano, entre 1990 y 1992 los organismos acreedores establecieron mesas de diálogo que concluyeron en la reorganización de la deuda bilateral con países como Estados Unidos, Francia, Japón, entre otros. Dichos montos ascendían a US\$95.8 millones, US\$21.3 millones y US\$13.3 millones, respectivamente. Posteriormente para el año 1993 se condonó deuda con Estados Unidos y Canadá por US\$464.0 millones y US\$7.7 millones, respectivamente. Esta serie de políticas permitieron estabilizar las finanzas públicas, lo que se tradujo en un ahorro de US\$160.4 millones para 1994.

En la segunda mitad de la década, la situación fiscal se vio empeorada por la desaceleración del crecimiento económico, que pasó de una tasa de crecimiento del 16.2% en 1995 al 7.5% para 1996, el promedio del crecimiento económico post conflicto armado fue de 5.7% entre 1995 y el año 2000, esto debido a que la economía volvió a su tasa de crecimiento estructural. A su vez se generó un deterioro de las finanzas públicas debido al aumento de los gastos corrientes de US\$1,256.9 millones en 1995 a US\$2,034.5 millones para el año 2000, los gastos corrientes superaron a los ingresos para el año 2000 generando un déficit corriente de US\$80.2 millones. A

su vez, el endeudamiento del SPNF creció un 31.2% entre 1995 y el año 2000 pasando los saldos de deuda de US\$2,979.5 millones a US\$3,907.5 millones.

Gráfica 1: PIB y Tasa de Crecimiento de El Salvador Periodo 2010-2022 Millones de US\$



Fuente: Elaboración propia en base a los datos del BCR, ver anexo 1.

El Salvador presentó una recuperación estable desde la crisis financiera del 2008, después de la crisis la economía registró tasas de crecimiento estable en promedio de 2.3%. Sin embargo, el ritmo de crecimiento de El Salvador se ubicó por debajo del crecimiento de la región de Centroamérica y República Dominicana, tendencia que se mantiene desde el año 1996 (Ministerio de Hacienda, 2018).

Según el último reporte trimestral del Artículo IV, el FMI indica que El Salvador ha presentado un crecimiento potencial menor que el de la región Centroamericana, desde inicios del siglo XXI con una diferencia de al menos 2.0%, siendo causado principalmente por bajos niveles de inversión que generaran una cantidad significativa de empleos, (International Monetary Fund, 2022).

La economía de El Salvador se vio profundamente afectada por la crisis generada por el Covid-19, registrando una caída del 7.9% en su Producto Interno Bruto (PIB) durante 2020. Este contexto desencadenó un alarmante incremento en los niveles de pobreza, elevando la tasa de pobreza al 36.4%. Esta cifra representa un aumento de seis puntos porcentuales en tan solo un año, superando el incremento promedio de cuatro puntos porcentuales en la región.

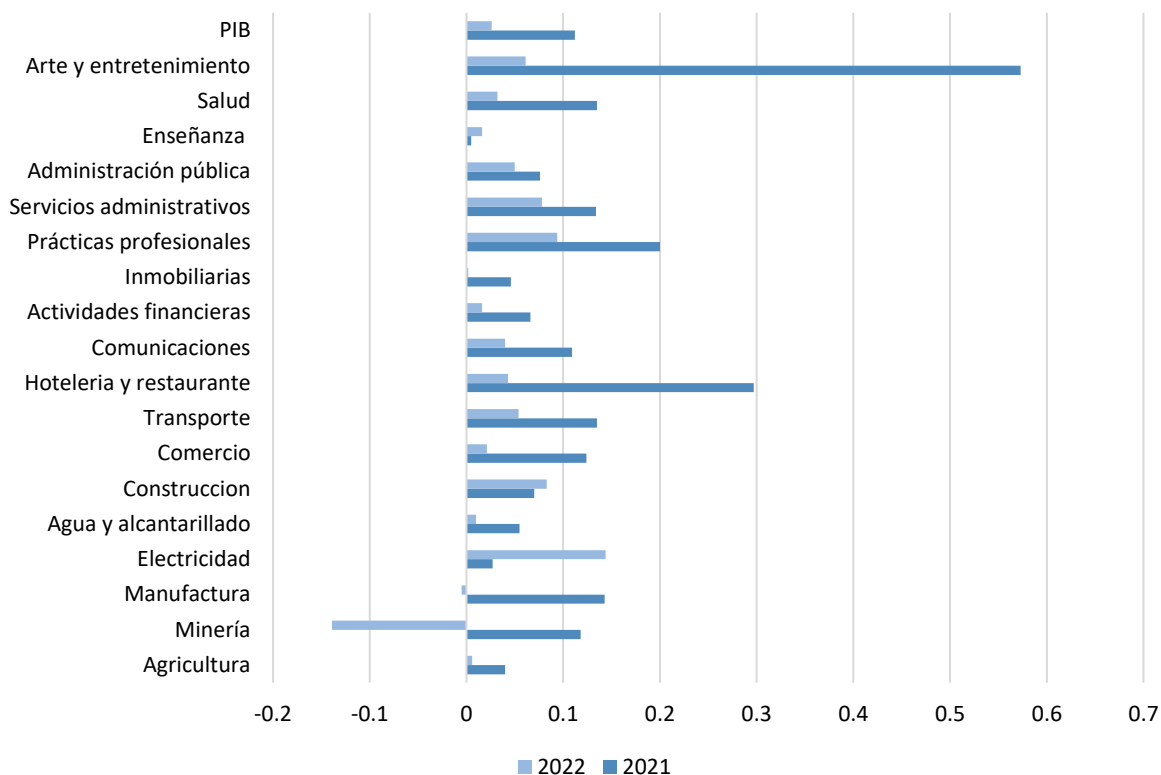
La crisis generada por el Covid-19 presentó un gran obstáculo a la economía salvadoreña, como respuesta a la crisis el Gobierno aprobó 2 paquetes fiscales con una suma de US\$3,000.0 millones, lo que presionó las finanzas públicas aumentando el déficit y la deuda (International Monetary Fund, 2022). Para el año 2020 se tuvo un crecimiento de la deuda pública total de un 18.0%, elevándose de US\$13,909.6 millones en el año 2019 hasta US\$16,412.9 millones para el SPNF. El déficit aumentó de US\$595.9 millones a US\$2,334.3 millones (International Monetary Fund, 2022).

La economía de El Salvador experimentó una recuperación significativa en el año 2021, evidenciando un crecimiento del 10.3%, tras el declive del 7.2% en 2020 (International Monetary Fund, 2022), lo que representó un retorno al nivel previo a la pandemia. Esta expansión estuvo respaldada por factores internos clave, entre los que destacaron la mejora en el mercado laboral, el avance en la inmunización contra la Covid-19 y el incremento del salario mínimo. Estos elementos propiciaron un aumento en el consumo interno, mientras que la reactivación del turismo también ejerció un impacto positivo en el panorama económico.

A nivel internacional, el aumento en las remesas familiares y la demanda de bienes manufacturados para exportación fueron pilares fundamentales en este proceso de recuperación, impulsados por el vigor del comercio mundial. No obstante, es crucial señalar que, a pesar de estos avances, se observó un cambio en la dinámica de la balanza de pagos. Tras un superávit del 0.8%

en 2020, se evidenció un déficit del 5.1% del PIB, indicando un desequilibrio con importaciones superiores a las exportaciones.

Gráfica 2: PIB por Rama de Actividad Económica



Fuente: Elaboración propia en base a los datos del BCR, ver anexo 2.

Al analizar el desarrollo económico del país a lo largo de sus sectores, se identifican patrones consistentes que han perdurado durante el periodo de estudio comprendido entre 2010 y 2022. En el año de la crisis financiera de 2009, la contribución principal al crecimiento económico provenía principalmente del sector manufacturero, representando el 16.2% de la producción total. Asimismo, el sector de Comercio y Reparación de vehículos aportaba un 11.8%, seguido por la actividad inmobiliaria con un 8.0% de la producción anual. Estas tendencias persistieron al observar la participación promedio de cada sector mencionado durante la década en su conjunto: Manufactura mantuvo un sólido 15.9% de la producción promedio, Comercio y Reparación con

un 11.4%, y la Actividad Inmobiliaria con un 7.2%. Cabe destacar que el sector de Administración Pública y Defensa ha experimentado un aumento progresivo en su contribución a la producción, registrando un promedio del 7.5% durante el periodo analizado.

Entre las ramas de la actividad económica que exhibieron un desempeño destacado, merece mención primordial la categoría de Actividades de Servicios Administrativos, evidenciando un crecimiento acumulado del 197.8% a lo largo de la última década. En segundo lugar, se sitúan las Actividades de Alojamiento y Servicio de Comidas, que registraron un incremento significativo del 149.4%. En el tercer puesto, encontramos a la Administración Pública y Defensa, así como a las Actividades de Atención a la Salud Humana, ambas con un crecimiento del 126.9%.

Contrastando con estas dinámicas positivas, se identifican sectores que experimentaron un menor dinamismo. La Agricultura y la Pesca, por ejemplo, evidenciaron un crecimiento del 31.2%. Asimismo, los sectores de Información y Comunicaciones, así como las Actividades Inmobiliarias y las Actividades Profesionales y Científicas, exhibieron incrementos aproximados del 26.7%, 45.0%, y 49.0%, respectivamente.

Durante la crisis sanitaria del Covid-19, se evidenciaron impactos significativos en diversas ramas económicas. Las Actividades Artísticas y de Entretenimiento fueron las más afectadas, experimentando una drástica disminución del -40.0% en comparación con el año 2019. Asimismo, las Actividades de Hogares sufrieron una reducción del -22.2%. Además, se registraron descensos en los suministros de Electricidad y Gas, así como en las Actividades de Alojamiento y Servicio de Comidas, con caídas del -21.9% y -18.2%, respectivamente.

Sin embargo, es relevante señalar que algunas de estas industrias lograron recuperarse en el año posterior, según se ilustra en la gráfica 2. Destacan Otras Actividades de Servicios con una

notable recuperación del 104.1% en 2021, seguidas por Actividades Artísticas con un incremento del 69.5%. Asimismo, las Actividades de Alojamiento y Servicios de Comida experimentaron una mejora del 38.0%, mientras que los sectores de Suministros de Electricidad y Gas, Minería y Manufactura mostraron recuperaciones del 24.3%, 20.7% y 22.9%, respectivamente.

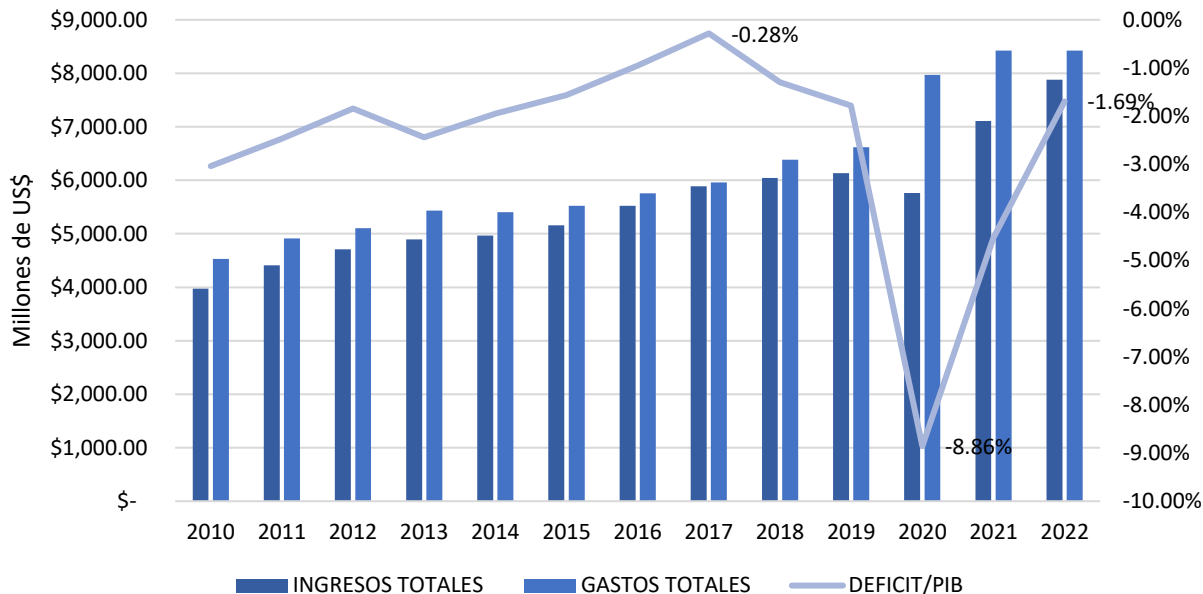
1.4.2 Panorama fiscal

Para marzo del año 2021 los ingresos totales alcanzaron los US\$1,555.8 millones este significó un incremento interanual del 1.1%, reflejando un ascenso de US\$16.2 millones respecto al año anterior durante el mismo mes. Este fenómeno se ve impulsado primordialmente por el robustecimiento de los ingresos corrientes en US\$54.5 millones, si bien fue contrarrestado por una disminución de US\$-38.2 millones en las contribuciones recibidas en forma de donaciones.

En términos proporcionales al Producto Interno Bruto (PIB), los ingresos totales representaron el 5.9%, registrando una disminución de 0.3 puntos porcentuales en comparación con el mismo periodo del año anterior. Durante el primer trimestre de 2021, la ejecución del gasto total del Sector Público No Financiero (SPNF) alcanzó la cifra de US\$1,816.0 millones, reflejando un incremento de US\$121.1 millones en comparación con el mismo periodo del año precedente. Este aumento fue principalmente atribuido a un efecto combinado entre un aumento en los gastos corrientes, que ascendieron a US\$ 192.0 millones, y una reducción en el gasto de capital de US\$67.9 millones.

El aumento en los gastos corrientes y la disminución en el gasto de capital fueron factores determinantes en la expansión del gasto total, evidenciando una dinámica significativa en la asignación de recursos en este periodo. En términos relativos al Producto Interno Bruto (PIB), el gasto total representó el 6.8%, exhibiendo una ligera disminución del 0.1% con respecto al resultado obtenido en el año precedente

Gráfica 3: Déficit Global: Ingresos y Gastos del SPNF Millones de US\$



Fuente: Elaboración propia en base a los datos del BCR, ver anexo 3

Hasta diciembre de 2020, los ingresos totales experimentaron una marcada contracción del 6.1% en comparación con el mismo período del año anterior, equivalente a US\$410.0 millones en términos absolutos. Este declive se atribuyó principalmente a la disminución de la actividad económica como resultado de las medidas de contingencia implementadas para abordar la crisis sanitaria.

Al analizar más detalladamente, tanto los ingresos tributarios como los no tributarios experimentaron reducciones del 5.9% y 11.9%, respectivamente, representando una disminución en las principales fuentes de ingresos para el sector público. Específicamente, el Impuesto sobre la Renta registró una disminución del -1.4%, el Impuesto al Valor Agregado mostró una reducción del -5.9%, y el Impuesto a las Importaciones se contrajo significativamente en un -19.5%. (Ministerio de Hacienda, 2021). La disminución en los ingresos no tributarios se explica principalmente por la reducción de las contribuciones a la seguridad social, por lo que se estima

que en el total de ingresos corrientes se dejaron de percibir US\$718.8 millones, o un 12.9% de lo presupuestado el año anterior. (CEPAL, 2021)

Al profundizar en la situación del país, se destaca que el epicentro de la actividad económica se circunscribe exclusivamente a los departamentos de San Salvador y La Libertad, los cuales concentraron el 58.5% y el 31.5%, respectivamente, de la recaudación total durante el año 2020. Además, entre las ramas que exhibieron un mayor dinamismo en el mismo período se encuentran el Comercio al Por Mayor y al Por Menor, la Industria Manufacturera, y las Actividades Financieras y de Seguros, representando conjuntamente el 65.7% del monto total recaudado. (Ministerio de Hacienda, 2021)

Tabla 1: Ingresos y Gastos Corrientes; Pago de Intereses, Ahorro Corriente; Superávit – Déficit, en Millones de US\$ 2019-2022

Detalle	2019	2020	2021	2022
Ingresos Corrientes	\$ 6,019.02	\$ 5,633.57	\$ 7,085.55	\$ 7,861.90
Gastos Corrientes	\$ 5,755.78	\$ 6,819.75	\$ 7,438.65	\$ 7,561.67
Intereses	\$ 991.06	\$ 1,081.36	\$ 1,303.66	\$ 1,491.51
Ahorro Corriente	\$ 263.25	-\$ 1,186.18	-\$ 353.09	\$ 300.23
Ahorro Corriente (Sin Incluir Intereses)	\$ 1,254.31	-\$ 104.82	\$ 950.56	\$ 1,791.74
Superávit - déficit sin Pensiones (Excluyendo Donaciones)	-\$ 595.87	-\$ 2,334.29	-\$ 1,338.92	-\$ 561.25
Superávit - déficit con Pensiones (Excluyendo Donaciones)	-\$ 825.27	-\$ 2,498.41	-\$ 1,606.45	-\$ 860.26

Fuente: Elaboración propia en base a los datos del BCR

Por otro lado, el gasto público total cerró el año 2020 con un total de US\$7,935.8 millones, experimentando un aumento de US\$1,315.1 millones en comparación con el cierre de 2019. En términos del Producto Interno Bruto (PIB), este representó el 31.4%, reflejando un incremento del 6.9% con respecto al año anterior. Este aumento se atribuye principalmente al incremento de los

gastos corrientes, que registraron un aumento interanual del 17.8%, alcanzando los US\$6,787.7 millones según los datos preliminares. (Ministerio de Hacienda, 2021) El gasto corriente representó el 27.7% del PIB en 2020, experimentando un incremento interanual del 18.9%. Este aumento se derivó principalmente de incrementos en el gasto de consumo, que aumentó un 7.2% en términos reales, el servicio de la deuda, que experimentó un incremento del 9.5%, y las transferencias diversas por parte del gobierno, que aumentaron un 85.5%. Estas transferencias incluyen los paquetes de ayuda solidaria distribuidos a las familias, subsidios, insumos médicos y una asistencia monetaria de US\$300.0 por familia. (CEPAL, 2021)

En cuanto a los gastos de capital, al cierre de diciembre de 2020, estos alcanzaron la cifra de US\$688.1 millones, denotando una reducción de US\$171.1 millones, equivalente al 19.9% en comparación con diciembre de 2019. Por otro lado, la inversión pública ascendió a US\$636.8 millones, registrando una disminución de US\$161.5 millones respecto al año anterior, equivalente a un 19.6% interanual. Este ajuste se llevó a cabo principalmente para redirigir los fondos públicos hacia la reparación de los daños ocasionados por la pandemia, así como para abordar las pérdidas provocadas por las tormentas tropicales "Amanda" y "Cristóbal". En total, la inversión representó un 2.5% con respecto al Producto Interno Bruto. (Ministerio de Hacienda, 2021).

Finalmente, el resultado financiero del Sector Público No Financiero (SPNF) exhibió déficit en todos los niveles; el ahorro corriente con pensiones disminuyó en US\$-1,406.9 millones, marcando una diferencia de US\$1,580.5 millones en comparación con el superávit registrado en el año 2019, representando un -5.6% del Producto Interno Bruto (PIB). De manera similar, el balance global sin incluir pensiones reflejó un déficit de US\$2,197.0 millones, equivalente al -8.7% del PIB, superando el déficit del año anterior en 7 puntos porcentuales del PIB. Incluyendo las pensiones, el déficit totalizó US\$2,488.3 millones, representando el 9.9% del PIB. Este

resultado fiscal se derivó, como se observó previamente, de la reducción de ingresos debido a la disminución de la actividad económica y del aumento de los gastos gubernamentales destinados a la recuperación de la economía. (Ministerio de Hacienda, 2021).

Para el año 2022 se tuvo una mejoría en el resultado financiero del estado causado principalmente por el aumento de los ingresos de un 10.9% pasando de US\$7,108.8 millones en 2021 a US\$7,881.3 millones en el 2022, esto debido principalmente por el crecimiento de los ingresos corrientes para dicho año y la no variación de los gastos corrientes, propiciando una reducción del déficit global de casi 3.0% del PIB, siendo -4.6% en 2021 y -1.7% en 2022. La mayor solvencia que se tuvo para el año 2022, también fue acompañada por una reducción en el crecimiento de la deuda pública total donde se tuvo un crecimiento del 3.3%, siendo casi una tercera parte del 8.9% obtenido en el año 2021, reflejándose en valores como US\$17,882.7 millones para el año 2021 y US\$18,464.3 millones para el 2022. Uno de los mayores contribuyentes a ese nivel de deuda fue un aumento de la deuda de corto plazo alcanzando valores mayores a los US\$1,000.0 millones anuales por tercer año consecutivo, reflejando US\$1,409.2 millones para el 2020, US\$1,317.7 millones para 2021 y US\$1,414.2 millones para el año 2022.

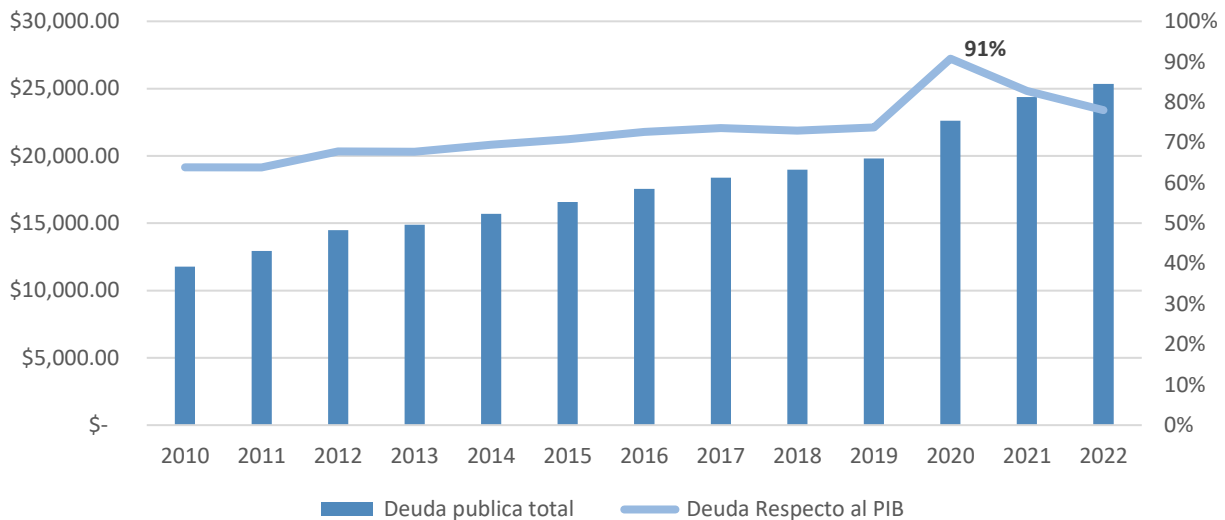
Con la reapertura de la economía y la recuperación económica post pandemia, el ahorro corriente tuvo saldos positivos como se puede apreciar en la **Tabla 1** para el año 2021 y 2022, siendo este de US\$950.5 millones y US\$1,791.7 millones respectivamente, al incluir el pago de los intereses, el ahorro corriente se posiciono en US\$353.1 millones y US\$300.2 millones para el mismo periodo. El déficit global sin incluir pensiones tuvo reducciones del 42.6% en el año 2021 con respecto al 2020 y del 58.1% para el año 2022 con respecto al 2021, esto debido al aumento de los ingresos fiscales, la reactivación económica y la disminución del endeudamiento adquirido para hacer frente a la crisis sanitaria. La deuda previsional (FOP) sigue ejerciendo presión en las

finanzas públicas, si bien se ha visto una reducción del déficit al incluir pensiones, dicha variable mantiene la tendencia creciente que se evidencio en el años antes de la pandemia, el déficit con pensiones disminuyo de US\$1,606.5 millones en 2021 a US\$860.3 millones en 2022, pero dicho déficit es mayor al presentado al del año 2019 que ascendió a US\$703.8 millones lo que pone en evidencia la presión que se ejerce sobre las finanzas públicas.

1.4.3 Endeudamiento público

Como se puede apreciar en la gráfica 4, la ratio de la deuda pública total (incluyendo pensiones) con respecto del PIB registró en promedio en el periodo del 2010 al 2022 del 73.0%, llegado a un punto máximo del 91.0% en el año 2022 durante la pandemia por Covid-19. Los niveles de endeudamiento de la última década reflejan una clara tendencia creciente que ponen en evidencia la problemática fiscal que ha estado presente en el ejercicio público, este desequilibrio entre los ingresos y gastos se traducen en déficits presupuestarios que son cubiertos con deuda, esto, en conjunto con las obligaciones previsionales que para el año 2022 dicho montón ascendía a US\$6,006.2 Millones lo que equivale al 18.4% del PIB para dicho año (Ministerio de Hacienda, 2022); y con los compromisos con organismos bilaterales y multilateral llevan a que los saldos de deuda sigan en aumento y dificulta al mismo tiempo garantizar los fondos necesarios para el pago de la deuda anterior.

Gráfica 4: Deuda Pública Total en Millones de US\$ y Ratio Respecto al PIB



Fuente: Elaboración propia en base a los datos del BCR, ver anexo 4.

El aumento de la deuda que se alcanzó durante la pandemia se debió a múltiples situaciones, entre las cuales pueden mencionarse como principales: ante la paralización de la mayoría de ramas productivas ocasionado por la cuarentena los ingresos públicos disminuyeron lo cual provocó que para obtener los fondos necesarios para hacer el funcionamiento del estado y para la emergencia sanitaria se recurrió al endeudamiento, dado esto, la Asamblea Legislativa con la reforma al Decreto Legislativo 608 del año 2020 aprobó la emisión de deuda hasta US\$2,000.0 millones sea en títulos valores o por adopción de créditos para hacer frente a la pandemia, originalmente este decreto contemplaba la obtención de fondos para cubrir la brecha financiera del presupuesto general para el año 2021 por US\$498.0 millones; y la adquisición de Asistencia de Emergencia por un aproximado de US\$389.0 millones de parte del FMI para enfrentar la pandemia.

La composición de la deuda pública de El Salvador muestra un predominio de la deuda externa durante el inicio de la década del 2010 hasta el año 2019, en promedio en dichos años la

deuda externa representada el 53.9% de la deuda total, esto a causa de una mayor contratación de deuda de mediano y largo plazo con organismos multilaterales e inversores extranjeros por medio de los Eurobonos, para los últimos 3 años desde el 2020 al 2022 dicha participación se ha visto disminuida hasta el 45.8% con respecto a la deuda total en el año 2022. Este cambio de tendencia es por múltiples causas, una de ellas es la dificultad que enfrentó la administración pública para conseguir financiamiento externo debido al riesgo de impago que enfrentó el país el año 2021.

Tabla 2: Deuda Pública Total, Deuda Externa e Interna en Millones de USD 2010-2022

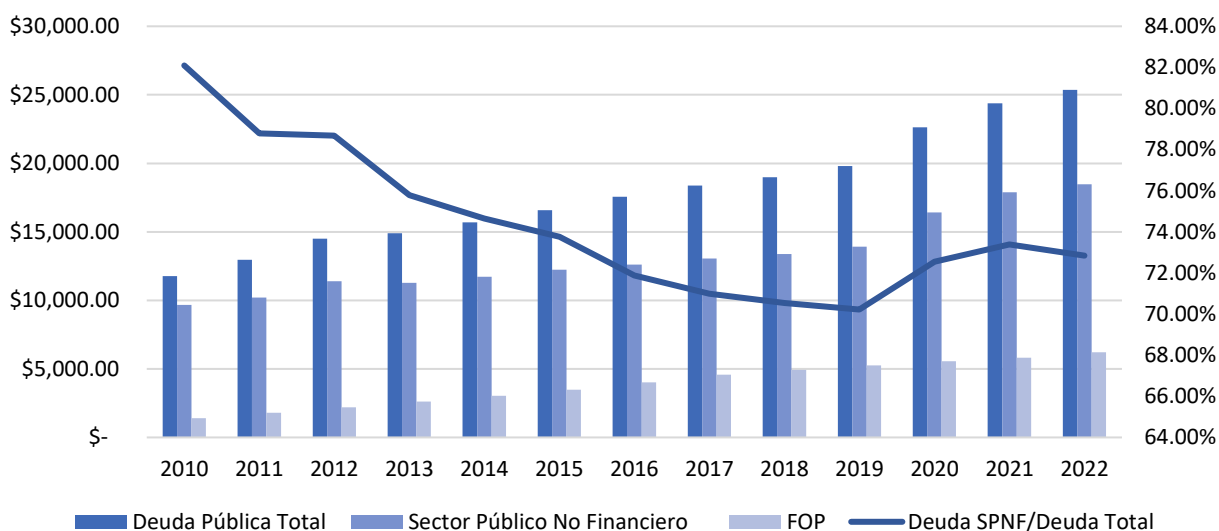
Año	Deuda Pública Total	Deuda Pública Externa	Deuda Pública Interna
2010	\$ 11,778.32	\$ 6,831.40	\$ 4,946.92
2011	\$ 12,951.20	\$ 7,141.60	\$ 5,809.60
2012	\$ 14,493.11	\$ 8,050.30	\$ 6,442.81
2013	\$ 14,888.18	\$ 8,069.70	\$ 6,818.48
2014	\$ 15,691.24	\$ 8,959.46	\$ 6,731.78
2015	\$ 16,586.42	\$ 8,789.22	\$ 7,797.20
2016	\$ 17,558.22	\$ 9,317.16	\$ 8,241.06
2017	\$ 18,372.72	\$ 9,675.32	\$ 8,697.40
2018	\$ 18,974.68	\$ 9,565.43	\$ 9,409.25
2019	\$ 19,808.35	\$ 9,981.44	\$ 9,826.92
2020	\$ 22,622.90	\$ 11,152.88	\$ 11,470.03
2021	\$ 24,369.53	\$ 11,921.86	\$ 12,447.67
2022	\$ 25,350.12	\$ 11,618.73	\$ 13,731.39

Fuente: Elaboración propia en base a los datos del BCR.

La deuda interna sin incluir pensiones para el año 2022 ascendió a US\$6,703.9 Millones lo que representa el 21.0% del PIB de dicho año aproximadamente, al incluir los compromisos previsionales dicho monto asciende a US\$13,731.4 millones como se puede apreciar en la Tabla 2, desde el año 2016 la brecha entre la deuda interna y externa se redujo hasta el punto donde la deuda interna superó a la externa en el año 2020, por los efectos de la pandemia que provocó un crecimiento por encima de su crecimiento promedio anual. La deuda interna está compuesta

principalmente por la deuda previsional FOP cuyo monto ascendió a US\$6,202.2 Millones en 2022, eurobonos por un monto de US\$3,081.4 millones a septiembre del año 2022 (Ministerio de Hacienda, 2022), instrumentos de corto plazo donde se encuentran las LETES Y CETES que en conjunto a septiembre del 2022 el monto asciende a US\$2,536.4 Millones, que están en manos de acreedores internos y la deuda del BCR cuyos saldos en el mismo periodo ascendieron a US\$1,055.1 millones (Ministerio de Hacienda, 2022).

Gráfica 5: Deuda Pública Total, Deuda del Sector Público No Financiero, Deuda Previsional y Ratio Deuda del SPNF entre Deuda Total



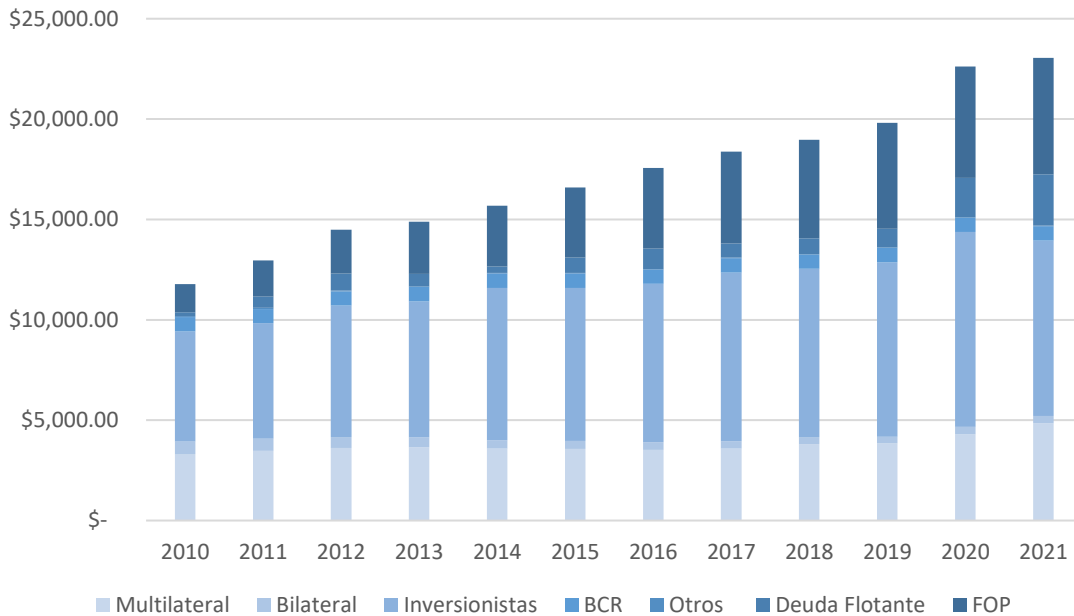
Fuente: Elaboración propia en base a los datos del BCR, ver anexo 5.

La deuda del SPNF sin incluir pensiones, para el mes de marzo de 2021 llegó a US\$16,345.4 millones, lo cual equivale al 61.5% del PIB, este valor está conformado por \$10,655.6 millones que corresponden a deuda externa, y lo cual representa el 40.1% del PIB y US\$5,690.8 millones correspondiente a deuda interna (Ministerio de Hacienda, 2021) al finalizar el año 2021 el saldo de la deuda del SPNF ascendió a US\$17,882.7 millones como se puede apreciar en la gráfica 5. Al incluir el saldo de la deuda previsional (FOP) que ascendió para dicho periodo a US\$5,619.1 millones lo que representa un 21.1% del PIB. El saldo total de la deuda del

SPNF con pensiones asciende a US\$21,965.5 millones, lo que es equivalente al 82.6% del PIB. La reducción del porcentaje de participación de la deuda del SPNF con respecto a la deuda total que se aprecia en la gráfica 5 no se debe a reducciones en la deuda del SPNF, sino, por el crecimiento que ha presentado el Sector Público Financiero (SPF) debido al aumento de la deuda previsional, cuyos saldos pasaron de US\$1,407.3 millones en 2010 a US\$6,202.2 millones para el año 2022. la mayor parte de la deuda del SPNF corresponde a deuda externa por medio de Eurobonos cuyos montos, sin incluir los que están en manos de acreedores interno, ascendieron a finales del 2022 a US\$7,010.1 millones; en segundo lugar, la deuda con organismos multilaterales compone en gran medida la deuda del SPNF con US\$5,510.9 millones en 2022, entre ellos el principal acreedor es el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) con US\$2,040.2 millones a septiembre del año 2022 (Ministerio de Hacienda, 2022).

Ante la dificultad de acceder al financiamiento externo y la necesidad de financiar los déficits presupuestarios, se optó por la emisión de deuda a corto plazo, siendo adquirida principalmente por instituciones internas como Bancos, AFP, entre otros. Otro factor que ha sido relevante en el aumento de la deuda interna es el Fideicomiso de Obligaciones Previsionales (FOP), el cual funcionó desde el año 2006, el mecanismo que seguía consistía en que las AFP adquirirían instrumentos de deuda denominados Certificados de Inversión Previsional (CIF) de parte del Gobierno, y este último utilizaba los fondos para el pago de las obligaciones previsionales del Sistema Público de Pensiones (SPP), que incluyen los cotizantes del ISSS y del INPEP.

Gráfica 6: Tipo de Deuda por Acreedor: En Millones de US\$



Fuente: Elaboración propia en base a los datos del MH, ver anexo 6.³

Con respecto a la composición de la deuda por acreedor, se mantuvo la tendencia de ser en su mayoría concentrada en individuos y no en gobiernos extranjeros o multilaterales, evidenciándose así que la deuda en inversionistas ha tenido un valor promedio de 44.6% en el periodo de 2010 a 2021, causado principalmente por las emisiones de títulos valores en mercados internacionales tales como Eurobonos y en el mercado local. Por otro lado, la deuda bilateral y multilateral han registrado en promedio 25.1% sobre el total, mostrando una clara reducción, siendo para la primera de -70.9% y para la segunda de un -25.1% respecto a su participación con el PIB, destacando que la deuda bilateral para el año 2021 solo representa un 1.6% de la deuda total, generado en buena parte por la preferencia de instrumentos financieros de capital sobre los préstamos. Analizando a los otros tipos de deuda, la deuda previsional desde su creación en el año 2006 su monto ha ascendido de US\$90.8 millones a US\$6,202.2 millones, el cual representa el

³ Debido a la disponibilidad de la información el dato más actualizado es hasta el año 2021.

45.2% de la deuda interna total para el año 2022, esto es un aumento acumulado de un 340.7% en la totalidad del periodo, lo que representa un 24.5% de la deuda pública total del país para el año 2022.

En el periodo de recuperación de la crisis del Covid-19, se observa un mayor uso de la deuda de corto plazo en forma de LETES Y CETES, que experimentó un crecimiento de 109.5% en el año 2020, respecto al uso que tuvo en 2019, causado en su mayoría por ser el instrumento elegido para financiar las políticas económicas destinadas a la mitigación de los efectos de la crisis y la dinamización de la economía, tales como: el bono por US\$300.0 que se entregó a un aproximado de 75,000 familias afectadas por la pandemia (Ministerio de Hacienda, 2021), la compra de paquetes alimenticios y la creación de un fondo para apoyar a los micro y pequeños empresarios que se vieron afectados. Dicha tendencia que se mantuvo en menor magnitud para el año 2021 con un crecimiento de 29.2% respecto al año anterior.

Tabla 3: Tasas de interés promedio y porcentaje de deuda comprometida.

Años	Tasas Promedio y Deuda Comprometida				
	< al 3%	3%< x< 6%	6%< x< 8%	8%< x< 9%	9%< x
2010	22%	27%	39%	12%	-
2011	28%	23%	44%	5%	-
2012	21%	34%	40%	5%	-
2013	27%	28%	40%	5%	-
2014	25%	28%	43%	4%	-
2015	24%	28%	44%	4%	-
2016	17%	35%	44%	4%	-
2017	15%	32%	44%	9%	-
2018	4%	43%	43%	10%	-
2019	16%	29%	45%	10%	-
2020	25%	19%	41%	7%	8%
2021	29%	17%	39%	8%	7%

Fuente: Elaboración propia en base a Informe de Comportamiento la Deuda Pública de El Salvador, Escuela de Economía, Universidad de El Salvador

En el corto plazo, y crucial para la salud financiera del estado, el monto de la deuda en sí no ejerce un impacto considerable. La magnitud de este efecto se halla intrínsecamente ligada a la tasa de interés aplicada a la deuda total. En consecuencia, el reembolso de una deuda de mayor envergadura podría conllevar un desembolso gubernamental menor en comparación con una deuda de cuantía inferior, siempre y cuando la primera esté sujeta a una tasa de interés inferior a la segunda. De este modo, el desembolso destinado al servicio de la deuda sería más reducido en el caso de la deuda de mayor cuantía, en contraste con la deuda de menor importe.

Basándose en los datos proporcionados por el Ministerio de Hacienda, durante la década del 2010 (ver tabla 3)⁴, se evidencia que el costo promedio de la deuda oscilaba entre 6 y 8 puntos porcentuales, con una proporción promedio cercana al 39.0% de la deuda total (Escuela de Economía, Universidad de El Salvador, 2022). La segunda fracción más significativa de la deuda está sujeta a tasas comprendidas entre el 3.0% y el 6.0%, representando aproximadamente el 28.0% del total de la deuda en promedio. Tasas inferiores al 3.0% constituyen, en promedio, alrededor del 21.0% de la deuda total, mientras que aquellas que oscilan entre el 8.0% y el 9.0% de interés abarcan un 7.0% de la deuda total.

Cabe destacar un detalle relevante: el límite de interés, originalmente fijado en un 9.0%, fue superado en el año 2020, durante los períodos de la pandemia del Covid-19. En este periodo, se comprometió un 8.0% de la deuda total a tasas superiores, seguido por el siguiente año con un 7.0% de la deuda total comprometida bajo condiciones de mayor interés. No obstante, esto no implica que los montos de deuda comprometida a cada nivel de interés sean uniformes. Durante el mismo periodo, se observa un incremento significativo en los montos asociados a tasas entre el

⁴ Debido a la disponibilidad de la información el dato más actualizado es hasta el año 2021.

6.0% y el 8.0%, duplicándose de US\$4,593.5 millones en 2010 a US\$8,989.7 millones en 2021. En paralelo, los montos correspondientes a tasas inferiores al 3.0% experimentaron un incremento casi triplicado, ascendiendo de US\$2,591.2 millones a US\$6,684.6 millones en el mismo periodo.

Tabla 4: Monto de Deuda Calculada para cada Interés Promedio en Millones de US\$

Años	Monto de Deuda Calculada					Saldo
	< al 3%	3% < x < 6%	6% < x < 8%	8% < x < 9%	9% < x	
2010	\$2,591.23	\$3,180.15	\$4,593.54	\$1,413.40	-	\$11,778.32
2011	\$3,626.34	\$2,978.78	\$5,698.53	\$647.56	-	\$12,951.20
2012	\$3,043.55	\$4,927.66	\$5,797.24	\$724.66	-	\$14,493.11
2013	\$4,019.81	\$4,168.69	\$5,955.27	\$744.41	-	\$14,888.18
2014	\$3,922.81	\$4,393.55	\$6,747.23	\$627.65	-	\$15,691.24
2015	\$3,980.74	\$4,644.20	\$7,298.02	\$663.46	-	\$16,586.42
2016	\$2,984.90	\$6,145.38	\$7,725.62	\$702.33	-	\$17,558.22
2017	\$2,755.91	\$5,879.27	\$8,084.00	\$1,653.54	-	\$18,372.72
2018	\$758.99	\$8,159.11	\$8,159.11	\$1,897.47	-	\$18,974.68
2019	\$3,169.34	\$5,744.42	\$8,913.76	\$1,980.84	-	\$19,808.36
2020	\$5,656.38	\$4,298.85	\$9,276.47	\$1,583.79	\$1,810.04	\$22,625.53
2021	\$6,684.67	\$3,918.60	\$8,989.73	\$1,844.05	\$1,613.54	\$23,050.60

Fuente: Elaboración propia en base a Informe de Comportamiento la Deuda Pública de El Salvador, Escuela de Economía, Universidad de El Salvador.⁵

Al analizar la deuda en términos de sus plazos durante la década del 2010, se verifica que la mayor parte de esta se encuentra destinada a vencimientos a largo plazo, específicamente entre 11 y 20 años, representando en promedio un 42.0% del total comprometido. Asimismo, los plazos de 6 a 8 años, así como aquellos que exceden los 20 años, ostentan proporciones idénticas, aproximándose al 22.5% del total de la deuda comprometida. Este hecho evidencia una clara preferencia por las obligaciones a mediano y largo plazo en detrimento de aquellas de corto plazo, que constituyen solo un 13.0% de la deuda sujeta a vencimientos entre 1 y 5 años.

⁵ Debido a la disponibilidad de la información el dato más actualizado es hasta el año 2021.

Tabla 5: Plazo de Vencimiento y Porcentaje de Deuda Comprometido

Años	Plazo de Vencimiento y Porcentaje de Deuda			
	1 < x < 5 años	6 < x < 10 años	11 < x < 20 años	x > 20 años
2010	13%	18%	35%	34%
2011	8%	17%	37%	38%
2012	7%	15%	48%	30%
2013	7%	23%	40%	30%
2014	10%	18%	46%	26%
2015	11%	26%	47%	16%
2016	13%	25%	47%	15%
2017	12%	29%	45%	14%
2018	19%	25%	45%	11%
2019	13%	30%	39%	18%
2020	22%	21%	34%	23%
2021	22%	22%	40%	16%

Fuente: Elaboración propia en base a Informe de Comportamiento la Deuda Pública de El Salvador, Escuela de Economía, Universidad de El Salvador.⁶

Como se puede observar en la anterior tabla, se destaca que la mayor cantidad de intereses proviene de la deuda a una tasa del 7.5%, generando un promedio de US\$545.2 millones a lo largo de la última década. Le sigue la deuda con un interés del 4.5%, con un monto promedio de US\$219.1 millones. Finalmente, las tasas del 3.0% y 8.5% muestran montos muy similares, ascendiendo a US\$107.9 millones y US\$102.6 millones respectivamente.

⁶ Debido a la disponibilidad de la información el dato más actualizado es hasta el año 2021.

Tabla 6: Servicio de la deuda por interés promedio

Años	Cálculo de intereses con tasa promedio					Intereses calculados	Intereses Ejecutados
	3%	4.50%	7.50%	8.50%	9.00%		
2010	\$77.74	\$143.11	\$344.52	\$120.14	-	\$685.50	\$507.96
2011	\$108.79	\$134.04	\$427.39	\$55.04	-	\$725.27	\$517.89
2012	\$91.31	\$221.74	\$434.79	\$61.60	-	\$809.44	\$536.43
2013	\$120.59	\$187.59	\$446.65	\$63.27	-	\$818.11	\$593.78
2014	\$117.68	\$197.71	\$506.04	\$53.35	-	\$874.49	\$610.39
2015	\$119.42	\$208.99	\$547.35	\$56.39	-	\$932.16	\$639.80
2016	\$89.55	\$276.54	\$579.42	\$59.70	-	\$1,005.21	\$705.30
2017	\$82.68	\$264.57	\$606.30	\$140.55	-	\$1,094.10	\$799.85
2018	\$22.77	\$367.16	\$611.93	\$161.28	-	\$1,163.15	\$938.04
2019	\$95.08	\$258.50	\$668.53	\$168.37	-	\$1,190.48	\$991.06
2020	\$169.69	\$193.45	\$695.74	\$134.62	\$162.90	\$1,356.40	\$1,081.63
2021	\$200.54	\$176.34	\$674.23	\$156.74	\$145.22	\$1,353.07	\$963.76

Fuente: Elaboración propia en base a Informe de Comportamiento la Deuda Pública de El Salvador, Escuela de Economía, Universidad de El Salvador.⁷

Es relevante subrayar que la introducción de la deuda con un interés del 9.0% en 2020 ya generaba intereses por un monto de US\$162.9 millones, con tan solo un 8.0% de la deuda comprometida. En paralelo, en consonancia con los montos de deuda comprometida, el servicio de la deuda exhibe patrones de aumento durante el periodo de estudio, reflejándose en una casi duplicación del monto pagado por intereses al 7.5%, pasando de US\$344.5 millones en 2010 a US\$674.2 millones en 2021. Asimismo, el servicio de la deuda con un interés del 3.5% experimentó un crecimiento del 158.0%, elevándose de US\$77.7 millones a US\$200.5 millones.

⁷ Debido a la disponibilidad de la información el dato más actualizado es hasta el año 2021.

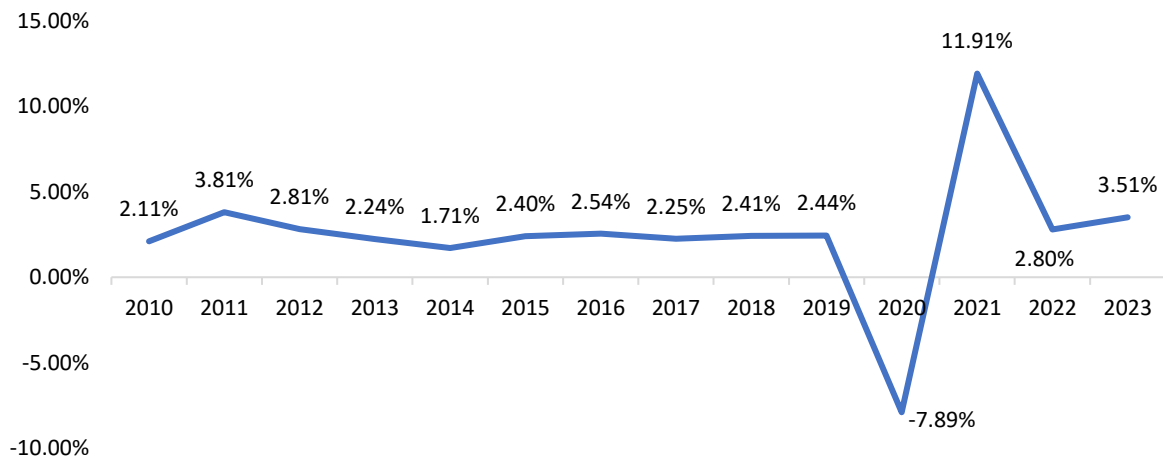
II CAPITULO 2: SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA DE EL SALVADOR

En este capítulo se hará un análisis exhaustivo tanto de la situación actual de la deuda y sus variables determinantes, como el comportamiento que tendrán estas en el mediano plazo, con el objetivo de evaluar la sostenibilidad que presenta la deuda pública y como seguirá en el futuro a partir de ciertas condiciones iniciales o cambios posibles en forma de shocks macroeconómicos. Se comienza con un diagnóstico de las variables principales del manejo de la deuda: Crecimiento económico, tasa de interés de la deuda, déficit corriente fiscal y el mismo nivel de deuda pública; en este apartado se detalla la tendencia que han seguido las variables, así como las principales variaciones de las mismas durante el periodo de estudio. Posteriormente, se describe el modelo a aplicar para el estudio de la sostenibilidad de la deuda, siendo este el Modelo Estándar o Tradicional que parte de la restricción presupuestaria Inter temporal del gobierno, donde se obtiene como resultado un nivel crítico que debe alcanzar el déficit corriente para que este pueda mantener el nivel de deuda constante que mantenga un nivel sostenible y, además, se explican los determinantes de la dinámica de la deuda que generan incrementos o reducciones de la misma y el ritmo al cual lo hace. Por último, se cierra el capítulo presentando el análisis de la deuda en 3 diferentes escenarios: el primero manteniendo las condiciones iniciales de las variables constantes, el segundo y tercero presentando éstas una variación en forma de un shock positivo o negativo respectivamente, para así identificar bajo cuáles situaciones el nivel de la deuda aumenta, se mantiene o disminuye y cuáles son los factores que más influyen en esta tendencia.

2.1 Diagnóstico de la situación

2.1.1 Dinámica del Crecimiento Económico

Gráfica 7: Tasa de Crecimiento del PIB periodo 2010 – 2023



Fuente: Elaboración propia con base a datos del BCR, ver anexo 1.

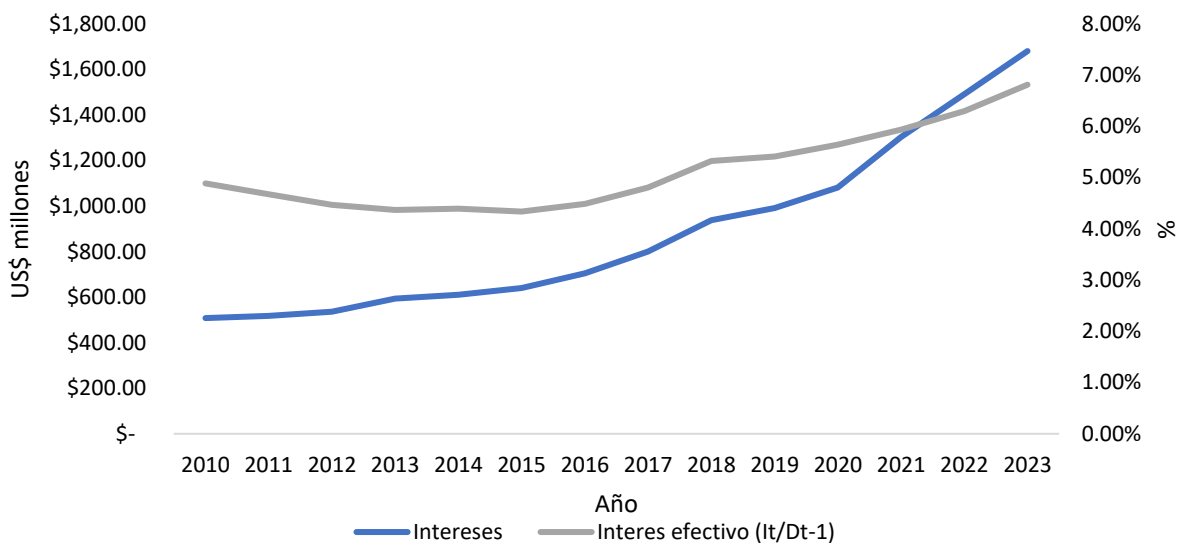
La gráfica 7 permite observar que, durante el periodo comprendido del 2010 al 2019 las tasas de crecimiento promedio anual se mantuvieron con una media del 2.5%, este comportamiento refleja una fase de estabilidad económica, caracterizada por tasas de crecimiento económico relativamente bajas y sin variabilidad significativa.

En el año 2020 con la presencia de la pandemia de Covid-19 que afectó drásticamente los niveles de crecimiento económico de El Salvador se presenta una contracción de hasta un 7.9% esto, aunque el país adoptó rápidamente acciones como las medidas fitosanitarias y de control del brote, así como también una respuesta fiscal para tratar de disminuir el impacto de la pandemia en los hogares y las empresas, en términos de subsidios tales como el bono de trescientos dólares para el jefe de hogar y también como la suspensión del pago de servicios básicos (Luz, agua, etc.), no se logró evitar una contracción económica severa.

Posterior a la crisis, en el año 2021 se obtuvo una recuperación económica considerable, con una tasa de crecimiento del 11.9% superando así el nivel de las tasas de interés previo a la pandemia. Este resultado es atribuible al regreso a la participación en las actividades económicas, como la recuperación del empleo, la producción y el detonante del consumo interno que había ascendido a niveles muy bajos durante la pandemia; así como también influyeron factores externos como el flujo de remesas familiares y la apertura del comercio exterior; sin embargo, como era de esperarse, estas tasas de crecimiento fueron un reflejo de auge post- crisis, ya que para el año 2022 las tasas de crecimiento se moderaron reflejando niveles de crecimiento que se tenían previo a la crisis con un 2.8%, y un 3.5% para el año 2022 y 2023 respectivamente.

2.1.2 Dinámica de los Intereses de la Deuda

Gráfica 8: Intereses de la Deuda Pública y Tasa de Interés Efectiva



Fuente: Elaboración propia con base a datos del BCR, ver anexo 11.

La tasa de interés de la deuda pública varía según por tipo de instrumento, monto otorgado, plazo, riesgo país, perspectivas a futuro, entre otros factores. Los cuales son decisivos para los inversionistas u Organismos Bilaterales/Multilaterales. Es así, que un país puede tener deuda con

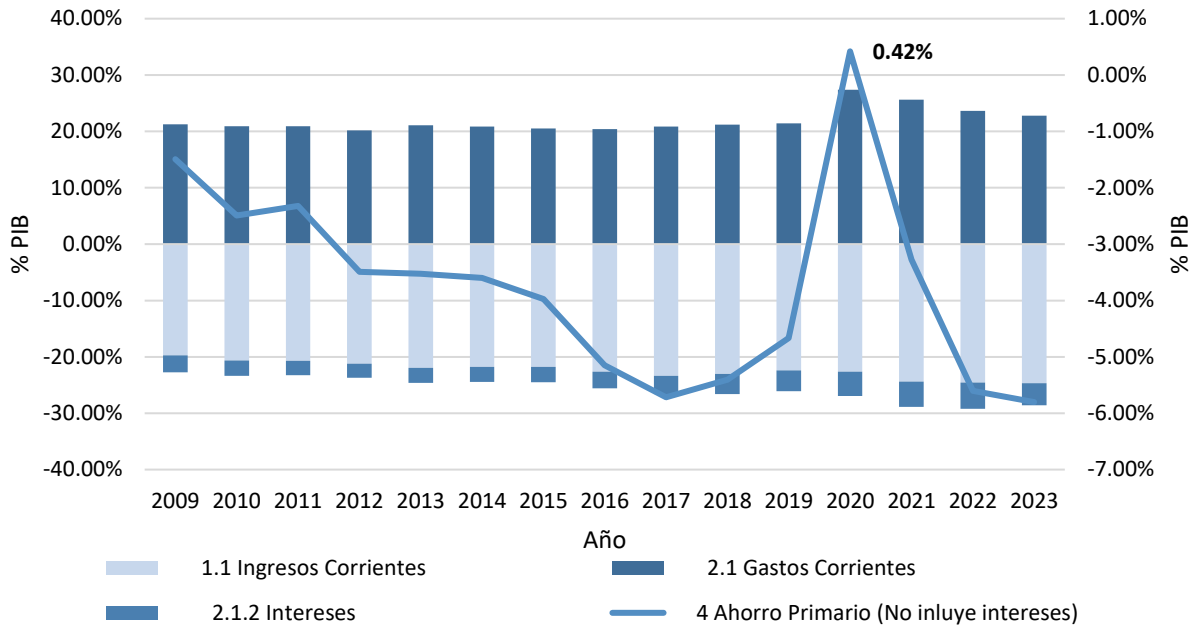
distintos plazos a distintos intereses lo que complica un cálculo de un interés general para la deuda total. El indicador por preferencia en estas condiciones es el interés efectivo siendo el resultado del monto dedicado a pagar el servicio de la deuda un año corriente dividido por el monto total de la deuda del año pasado sobre el cual se paga dicho interés (Interés efectivo= Interés servicio de deuda año corriente/ Deuda total año anterior).

Para El Salvador se pueden observar 2 periodos diferentes en el comportamiento del interés efectivo: el primero siendo del año 2010 al año 2020 se han mantenido una tasa efectiva promedio de 4.8% de interés pagado respecto a la deuda total, empezando el periodo con 4.9% y cerrándolo con 5.6%; teniendo entre cada año una variación promedio de 6.8%. El segundo periodo es del año 2021 al 2028, teniendo este una marcada alza respecto al periodo anterior, causada principalmente por el uso extensivo por parte del gobierno desde la crisis sanitaria del Covid-19 donde se recurrió a política expansiva de gasto público para la recuperación de la economía, como resultado se tiene un interés promedio efectivo de 6.4%, el cual para el año 2023 se acerca casi al 7.0% figurando un 6.8% de interés pagado de la deuda total. La variación promedio entre estos años es significativa con un 15.9%, donde solo en 3 años se aumentó el interés pagado en US\$500.0 millones.

2.1.3 Dinámica del ahorro corriente del SPNF El Salvador

Habiendo explicado en el capítulo anterior la situación general fiscal de El Salvador, ahora se detallará la dinámica que ha presentado el ahorro corriente, que al excluirse el pago de los intereses muestra el resultado propio de las operaciones del ejercicio corriente del sector público (Ministerio de Hacienda, 2013). En ese sentido entre mayor es el superávit corriente mayor capacidad de pago tendrá el gobierno respecto a sus obligaciones por deudas contraídas en el pasado.

Gráfica 9: Dinámica del ahorro corriente SPNF como porcentaje del PIB



Fuente: Elaboración propia con base en datos del BCR, ver anexo 7.

En la gráfica 9, se puede observar una clara tendencia creciente del ahorro corriente que se sostiene desde el año 2009 hasta el año 2019, año anterior a la crisis sanitaria. En este periodo hubo un crecimiento de US\$991.0 millones, pasando de US\$262.0 millones (representando un 1.5% del PIB) hasta alcanzar la suma de US\$ 1,254.3 millones (representando un 4.7% del PIB). Además, los gastos corrientes han mantenido una tendencia constante, alrededor del 20.0% del PIB, pasando de un 21.3% en 2009 hacia un 21.4% del PIB en 2019. Por otro lado, los ingresos marcan una ligera tendencia creciente desde un 19.7% al inicio de la década y cerrando con un 22.4% del PIB, explicando así el incremento del ahorro corriente año con año.

Cabe recalcar el peso que tienen las obligaciones de deudas pasadas sobre las finanzas públicas, siendo estas un gasto recurrente dentro del presupuesto anual del gobierno con un peso constante de alrededor del 3.0% del PIB. En la década anterior este gasto en el servicio de la deuda ha aumentado en US\$460.2 millones, pasando de un 3.0% del PIB a un 3.7%.

El único año donde se ha presentado un déficit corriente, donde los gastos corrientes sin intereses fueron mayores a los ingresos corrientes, fue el año de la crisis sanitaria del 2020. Aquí se alcanzó un déficit de US\$104.8 millones siendo un 0.4% del PIB, explicado principalmente por la política económica expansiva tomada por la administración orientada a dinamizar la economía por medio de un incremento del gasto público para mitigar los efectos del shock económico de la pandemia. Pero la reducción de la actividad económica provocada por la crisis tuvo repercusiones en los ingresos percibidos en concepto de impuestos, ocasionando así que se presente un déficit en la cuenta corriente del gobierno. Poniéndolo en perspectiva, dentro del último Marco Fiscal de Mediano y Largo Plazo (Ministerio de Hacienda, 2018) se hizo una proyección para la estructura fiscal del gobierno hasta el año 2028; en donde el balance corriente se iba a obtener la suma de US\$577.0 millones siendo un 2.0% del PIB, una diferencia de 2.4% del PIB. Para años posteriores se pronosticaba una tendencia creciente del ahorro corriente hasta llegar a US\$817.5 millones en 2023 con un peso de 2.6% del PIB, mientras que en realidad se superó ese monto desde el año 2021 con US\$950.6 millones y duplicándose para 2023 con US\$1,973.6 millones, ambos años con un peso de 3.3% y 5.8% del PIB respectivamente; causado en su mayoría por el proceso de recuperación generado después del shock de la crisis sanitaria, impulsando en tal grado la actividad económica que los ingresos corrientes fueron superiores a los gastos corrientes desde el año 2022.

2.1.4 Dinámica del Endeudamiento

- **Deuda del Sistema de Pensiones**

Para comprender el impacto del Sistema de Pensiones en la dinámica de la deuda pública de El Salvador se debe comprender sus raíces y sus inicios, que dieron pauta para esa relación, por tanto, el Sistema de Pensiones Salvadoreño incluye 3 subsistemas: El Sistema Público de

Pensiones (SPP), el Instituto de Previsión Social de la Fuerza Armada (IPSFA) y el Sistema de Ahorro para Pensiones (SAP) (Asamblea Legislativa de El Salvador, 1996).

El sistema de pensiones en el país funcionó como un sistema de administración pública de 1969 hasta 1998, la desaparición del antiguo sistema de reparto se llevó a cabo mediante una reforma sustitutiva que estableció el Sistema de Ahorro para Pensiones (SAP). Este último fue aprobado en diciembre de 1996 y comenzó a operar en 1998.

El Sistema de Previsión Público (SPP) se constituye como un remanente del anterior régimen de pensiones de reparto, bajo administración estatal, englobando tanto la Unidad de Pensiones del Instituto Salvadoreño del Seguro Social (UPISS), así como el Instituto de Pensiones de Empleados Públicos (INPEP). Sin embargo, su relevancia se ha visto notablemente reducida, representando únicamente el 0.3% de la población cotizante, según datos de la Superintendencia del Sistema Financiero para el año 2022.

El Instituto de Previsión Social de las Fuerzas Armadas (IPSFA) asume la responsabilidad de gestionar las pensiones dentro del ámbito militar, operando bajo un esquema de reparto, para esta investigación se obviará de mencionar el IPSFA.

El cese de nuevas inscripciones al Sistema de Previsión Público (SPP) y la transferencia de afiliados al Sistema de Ahorro para Pensiones (SAP) generaron una marcada disminución en los ingresos del antiguo sistema, lo que resultó en un desequilibrio con respecto a sus obligaciones financieras. Tanto el Instituto Salvadoreño del Seguro Social (ISS) como el Instituto de Pensiones de Empleados Públicos (INPEP) se comprometieron a sufragar los beneficios de los pensionados del SPP mediante reservas técnicas, las cuales se agotaron en octubre de 2000 y agosto de 2002.

A partir del año 2006, se emitieron los primeros Certificados de Inversión Previsional (CIP) dentro de un marco más amplio, el Fideicomiso de Obligaciones Previsionales (FOP). Este esquema fue diseñado con la finalidad de proveer al Estado los recursos financieros necesarios para cumplir con sus compromisos en el ámbito de la seguridad social. Antes de la creación del FOP, tales compromisos eran atendidos mediante la emisión de bonos. Sin embargo, dada la creciente dificultad política para obtener la aprobación legislativa de estas emisiones, se optó por el establecimiento del FOP como una alternativa más efectiva y estratégica en 2006, específicamente en el Decreto Legislativo No. 100 de fecha 03 de septiembre de 2006, publicado en Diario Oficial No. 171, Tomo 372 de fecha 14 de septiembre de 2006, De acuerdo al artículo 17 de dicha ley, las AFP's debían adquirir como inversión de los fondos de pensiones, los Certificados de Inversión Previsional, (CIP) correspondientes al programa anual de emisiones del FOP (Asamblea Legislativa de El Salvador, 2006).

Con los recursos que se obtenían mediante las emisiones CIP, el Gobierno pagaba no solo las pensiones del Sistema Público de Pensiones (SSP) sino también todas las obligaciones previsionales existentes. Los CIP ofrecían una tasa de interés que se encontraba indexada a la LIBOR⁸ (*London InterBank Offered Rate*) de 180 días. En febrero de 2016, la Asamblea Legislativa reformó la tasa de interés que devengarían, estableciéndola como el promedio de los últimos 5 años de la tasa de interés de los depósitos a 360 días plazo publicada por el BCR al cierre del mes anterior a la emisión, más una sobretasa de 0.2%.

En abril de 2017, el país se vio confrontado con una situación de incumplimiento selectivo al no contar con los recursos suficientes para honrar los compromisos pendientes relacionados con

⁸ Tasa de Interés de referencia determinada por las tasas de los bancos del mercado de Londres, ha sido utilizada para depósitos de corto plazo, desde el año 2023 ha sido sustituida por la Secure Overnight Financing Rate (SOFR)

los Certificados de Inversión Pública (CIP), que totalizaban una deuda de US\$28.8 millones. Estos instrumentos financieros, que comprendían tanto el principal como los intereses acumulados, representaban una carga significativa para las arcas estatales.

El impago de los CIP generó un efecto dominó en las finanzas públicas, ya que una porción considerable del presupuesto gubernamental tuvo que ser destinada a la amortización de esta deuda, afectando otras áreas de gasto prioritarias. Además, este incumplimiento tuvo repercusiones en el ámbito internacional, debilitando la credibilidad crediticia del país y resultando en un deterioro de sus calificaciones de riesgo soberano.

En septiembre de 2017, ante el escenario de presión fiscal agravada por el peso de la deuda previsional, se promulgó el Decreto Legislativo No787, representando una respuesta legislativa clave en el ámbito de las pensiones. Esta reforma, enmarcada en la Ley del Sistema de Ahorro Previsional (SAP) (Asamblea Legislativa de El Salvador, 2017), introdujo ajustes significativos para enfrentar los desafíos financieros del sistema. El cambio más destacado fue la instauración de **la cuenta de garantía solidaria**, un mecanismo de financiamiento diseñado para complementar el modelo de capitalización individual vigente. Este fondo común se nutre de una parte de las tasas de cotización de los trabajadores y entra en juego cuando los fondos individuales de ahorro se agotan, asegurando así el pago de pensiones en todas sus modalidades y a su vez se aumentó la tasa de cotización del sistema a 15.0% y la manera en cómo se distribuía cambio, de tal manera que entre la cuenta individual y el fondo común y la comisión cobrada por las AFP, se incluyó también el anticipo de saldo lo cual permitía que las personas podían hacer un uso de hasta el 25.0% de sus ahorros antes de alcanzar la edad de retiro con la condicionante que para poder tener derecho a jubilación, deberán reintegra el porcentaje retirado más la rentabilidad devengada.

En diciembre de 2022 se dio otra reforma, el órgano legislativo sancionó la Ley del sistema de pensiones, así también instruyó la creación del **Instituto Salvadoreño de Pensiones (ISP)**, ley especial para la emisión de **Certificados de Obligaciones Previsionales** y la disolución del **Fideicomiso de Obligaciones Previsionales** (Asamblea Legislativa de El Salvador, 2022). Dichas leyes entraron en vigor a partir del 31 de diciembre de 2022. Una de las principales modificaciones fue el aumento del 30.0% a las pensiones por vejez, fijándose una pensión mínima de USD\$400.00.

La creación del ISP busca asegurar esa sostenibilidad del sistema y las fuentes de financiamiento para el cumplimiento de las obligaciones previsionales, el ISP absorbió tanto las competencias como las atribuciones del INPEP, a su vez la emisión de títulos valores será respaldada por el patrimonio de este, los recursos captados serán únicamente para la sostenibilidad del sistema mismo.

- **Calificaciones de Riesgo de la Deuda.**

El riesgo país, medido a través del Emerging Markets Bond Index⁹ (EMBI), es un reflejo directo de la capacidad y la disposición de un país para cumplir con sus obligaciones financieras. En el caso de El Salvador, el comportamiento del EMBI ha estado estrechamente relacionado con la evolución de su deuda pública y las reformas económicas implementadas.

La relación entre la deuda pública y el riesgo país es directa y significativa. A medida que la deuda pública aumenta y se vuelve mayor la presión fiscal de las obligaciones futuras, el EMBI tiende a subir, reflejando una mayor percepción de riesgo por parte de los inversionistas. Las

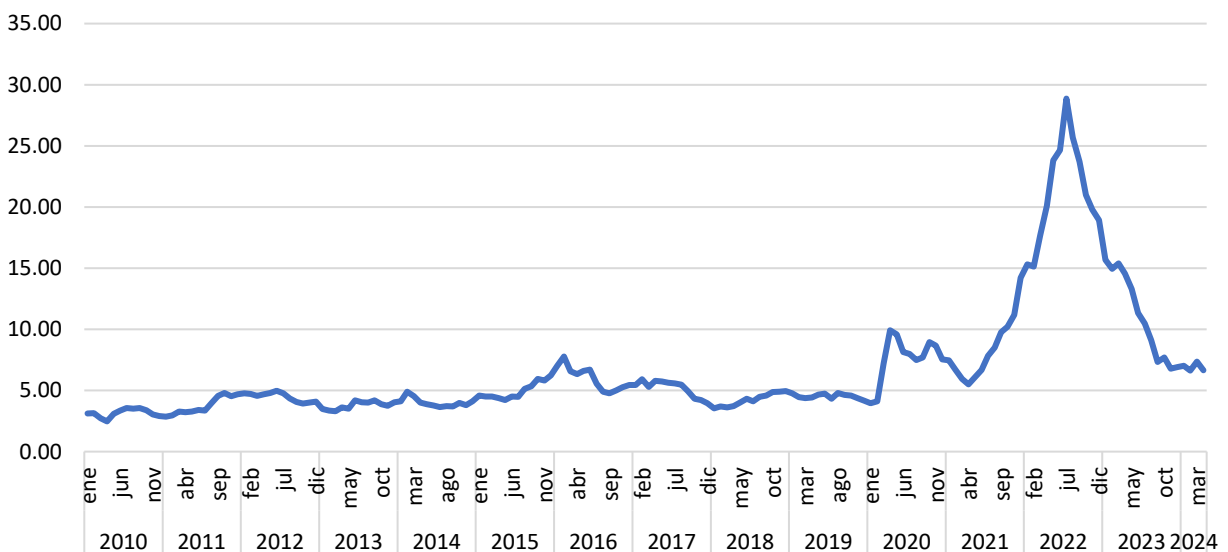
⁹ Indicador de Bonos de Mercados Emergentes, mide el riesgo país, es decir, la probabilidad de que un país no pague sus deudas o intereses, es calculada por la firma JP Morgan Chase

reformas económicas y fiscales, aunque necesarias, deben ser cuidadosamente gestionadas para asegurar la sostenibilidad de la deuda y minimizar el impacto negativo en el riesgo país.

Desde el 2010 hasta el 31 de diciembre de 2018, El Salvador mantenía un EMBI relativamente estable, con un promedio de 4.40 puntos, como se puede observar en la gráfica 10, lo que indicaba una percepción de riesgo moderada por parte de los inversionistas. Sin embargo, la pandemia de Covid-19 provocó un aumento significativo en el riesgo país, alcanzando 10.49 puntos en mayo del año 2020. Este incremento puede atribuirse al deterioro de las condiciones económicas globales y al aumento de la incertidumbre respecto a la capacidad del país para cumplir con sus obligaciones financieras.

El máximo del EMBI, llegando a 28.37 puntos en el mes de julio del año 2022, se debe en parte a la creciente deuda pública y la percepción de los inversionistas sobre la sostenibilidad de dicha deuda. La situación se exacerbó con la incertidumbre económica y fiscal generada durante y después de la pandemia.

Gráfica 10: Puntaje de EMBI El Salvador 2010-2024



Elaboración propia en base a datos del EMBI, ver anexo 8.

La reforma de pensiones aprobada en diciembre de 2022 por la Asamblea Legislativa de El Salvador representa un esfuerzo significativo para reestructurar la deuda previsional. La creación del Instituto Salvadoreño de Pensiones (ISP) y la emisión de nuevos Certificados de Obligaciones Previsionales (COP) cambiaron la clasificación de la deuda previsional del Sector Público No Financiero (SPNF) al Sector Público Financiero (SPF). Este cambio fue mediante el canje de Certificados de Inversión Previsional (CIP) por Certificados de Financiamiento de Transición (CFT). El ISP realizó la emisión de nuevos títulos de deuda (COP), los cuales poseen un plazo de 50 años, una tasa de interés anual fija del 7.0% y el pago tanto de capital como de interés es de manera semestral según el artículo 82 de la Ley Integral del Sistema de Pensiones, las AFP deben adquirir con los recursos de los fondos de pensiones que administran, los cuales entraron en funcionamiento para el mes de abril del año 2023, se emitieron los primeros COP por un valor de US \$455.4 millones.

También se realizó una sustitución de los CIP, certificados de traspaso y certificados de traspaso complementario, por un nuevo título denominado Certificado de Financiamiento de Transición (CFT), para abril del año 2023 el ISP ofreció a las AFP's tres opciones de inversión, con diferentes vencimientos, tasa de interés y perfiles de repago de capital, las dos primeras son con las condiciones de los CIP con un 4.5% y 6.0% de rendimiento respectivamente, mientras que la tercera ofrece un rendimiento mayor de 7.0% a cambio de un vencimiento más largo más un periodo de gracia de 4 años.

Aunque esta reestructuración ofrece un alivio temporal, el gobierno salvadoreño deberá asumir nuevamente obligaciones de capital e intereses a partir de 2028, estimadas en unos US\$600.0 a US\$800.0 millones de dólares. Este incremento en las obligaciones financieras futuras probablemente influirá negativamente en el EMBI de El Salvador, aumentando el riesgo país. Los

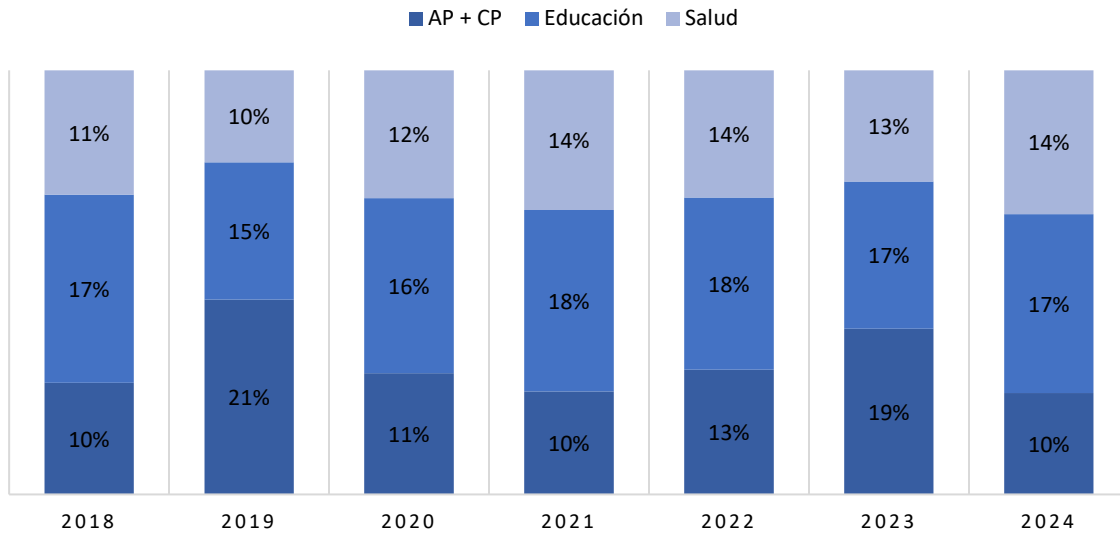
inversionistas, al percibir un aumento en la deuda y la carga fiscal futura, podrían exigir mayores rendimientos para compensar el riesgo adicional, lo que a su vez elevaría el costo de financiamiento para el país y podría afectar negativamente su calificación crediticia.

- **El endeudamiento y su impacto en el presupuesto público**

El Presupuesto General de la Nación (PGN) es el instrumento en el cual un gobierno asigna recursos públicos para el cumplimiento de los objetivos para dicho año, también, ayuda a determinar cuáles son los puntos clave que tendrán mayor relevancia en dicho año. el presupuesto es la guía para la aplicación de políticas públicas de desarrollo, el funcionamiento de los organismos de estado y para hacer frente a las obligaciones adoptadas. El presupuesto general puede clasificarse en diversas maneras, según asignación por proyecto, por órgano y ministerios, también por ingresos y gastos, en este último, esta consolidadas las obligaciones del estado para el año elaborado, también en este permite visualizar las obligaciones de deuda interna y externa, así como las obligaciones previsionales.

Dentro de la composición del gasto en el presupuesto general, este se divide en gasto corrientes, gastos de capital, aplicaciones financieras, gastos de contribuciones especiales y costo previsional. Las **aplicaciones financieras** (AP) son los pagos que se hacen en concepto de intereses y amortización de capital a los acreedores internos y externos, sean estos, agentes privados o multilaterales como organismos internacionales tales como el: FMI, BM BID, entre otros. El costo previsional corresponde a las amortizaciones de intereses y capital que se hacen al FOP y la necesidad de Financiamiento de pensiones (Ministerio de Hacienda, 2024).

Gráfica 11: Asignación del presupuesto por Ramo y Gasto



Elaboración propia en base a datos de la guía del presupuesto para el ciudadano, ver anexo 9.

En la gráfica 11 se observa los montos destinados del presupuesto según Gasto, que incluye las aplicaciones financieras (AP) y el costo previsional (CP) que constituyen las obligaciones de deuda que se han hecho vigentes en dichos años, comparándolo con los montos de los presupuestos de Salud y Educación, los cuales son los ramos con mayor asignación y mayor impacto directo e indirecto en la población salvadoreña.

El promedio destinado a las obligaciones de deuda entre el periodo de 2018 al 2024 es del 13.6% con respecto al presupuesto total de cada año, este monto es superior al promedio del rubro salud que es un 12.5%, y solo superado por el ramo de educación que equivale al 17.0% promedio, los principales puntos de interés se reflejan en los años del 2019 y del 2023 donde el total destinado para hacer frente a las obligaciones de deuda superaron en ambos años, a los montos destinados a los rubros de salud y educación, esto se debe, entre varios motivos, al vencimiento de bonos adquiridos a inicios de la década de 2000, y por el incremento de costo previsional para el 2023.

En el año 2019 el monto de aplicaciones financieras estimadas era de US\$1,090.5 millones, esto en concepto de pago de intereses y abono de capital, este monto sin incluir el costo provisional que ascendió a US\$326.1 millones, las aplicaciones financieras por sí mismas eran mayor al monto destinado al rubro de educación que equivalía a US\$997.2 millones. El monto de aplicaciones financieras creció en el año 2019 con respecto al año 2018 en un 239.7%, esto en mayor medida por la amortización a capital necesaria por los vencimientos de bonos.

Para el año 2023 el monto de aplicaciones financieras ascendió a US\$1,116.1 millones, siendo el dato mayor en el periodo de análisis, acompañado por US\$570.0 millones equivalentes de costo provisional, dando por total US\$1,686.5 millones en obligaciones de deuda, cuyos montos eran superiores a los ramos de salud y educación. Si bien los montos de aplicaciones financieras no han sido constantes durante el periodo de estudio, esto se debe a que los vencimientos y abonos de los diferentes instrumentos varían según la negociación previa a su adopción, el costo provisional si ha tenido una tendencia clara creciente, esto por el incremento del FOP. Cabe resaltar que, debido a la entrada en vigor de la nueva reforma del sistema de pensiones del año 2022, los CIP desaparecen y los montos serían abonados por medio de los Certificados de Financiamiento de Transición (CFT) y por los Certificados de Obligaciones Previsionales (COP), dichos montos serían abonados a 5 años plazo, lo cual permitiría al estado dar mejor margen de maniobra fiscal. Es por ello que las obligaciones previsionales no se ven reflejadas en las obligaciones previsionales del presupuesto general 2024, pero si serán acumuladas para la finalización del periodo de gracia el cual es en el año 2028 añadiendo obligaciones en promedio de US\$800.0 millones pagaderos en dicho año.

- **La Deuda y Criterios Internacionales de Sostenibilidad**

El indicador más común para medir y comparar la situación del endeudamiento entre los países de una región es la ratio de Deuda sobre PIB, donde se refleja de manera muy simple el monto de dinero adeudado respecto de la producción nacional de un periodo corriente; una preocupación muy habitual es si el nivel de deuda alcance un nivel muy elevado cercano al del PIB lo que representaría que el 100.0% de lo producido se debe a un acreedor externo o interno. Sin embargo, no hay una sola manera para identificar cual es el nivel ideal de la deuda con respecto al PIB, debido a que este varía mucho de país en país en función de la situación económica (estabilidad macroeconómica, crecimiento económico estable, etc.), la situación fiscal (el registro histórico de los superávits corrientes que hayan tenido) y el acceso que estos países tengan a los mercados internacionales de capital.

En la tabla 7 se pueden observar múltiples estudios empíricos realizados a fin de encontrar el límite al cual la deuda puede llegar respecto al PIB sin aumentar significativamente el riesgo de caer en impago, se evidencia que existen múltiples límites sugeridos dependiendo de la situación de desarrollo del país y del método que se haya empleado: empezando con un límite muy conservador de 25.0% del PIB para las economías emergentes comprobado en 2 ocasiones por los investigadores del FMI; mostrando también que los países con economías robustas ya industrializadas pueden soportar una mayor carga de deuda rondando entre el 60.0% y el 75.0% del PIB. Por otro lado, un análisis de los efectos que tiene la deuda en la producción nacional encontró que a partir de cierto nivel existe una relación no lineal entre ambos: el principal resultado fue que los países con un nivel de deuda arriba del 90.0% del PIB tenían un crecimiento promedio inferior de alrededor de un 1.0% por año que los países con una deuda por debajo del 90.0% del PIB (Chudik, Mohaddes, & Raissi, 2015)

Tabla 7: Estudios empíricos de límites de deuda sobre PIB

Límite % PIB	Autores	Método	Países cubiertos
25%	FMI (2003)	Sostenibilidad de la deuda (Superávits primarios históricos)	Mercados emergentes
25%	FMI (2008,2009)	Efectividad de la política fiscal contra cíclica condicional a un nivel de deuda inicial	Mercados emergentes
60%-75%	FMI (2008,2009)	Efectividad de la política fiscal contra cíclica condicional a un nivel de deuda inicial	Países industrializados
64%	Carner et al. (2010)	Límite de regresión de mínimos cuadrados	Países en desarrollo
77%	Carner et al. (2010)	Límite de regresión de mínimos cuadrados	Países industrializados
90%	Reinhart and Rogoff (2010)	Histograma de relación entre deuda y crecimiento	Países industrializados
90%	Reinhart and Rogoff (2010)	Histograma de relación entre deuda y crecimiento	Mercados emergentes
90%	Reinhart and Woo (2010)	Función de panel de crecimiento	Todos los países
170%-180%	Ostry et al. (2010)	Sostenibilidad de la deuda (Función de Reacción Fiscal)	Países industrializados

Elaboración propia en base al estudio de (Bannister & Barrot, 2011)

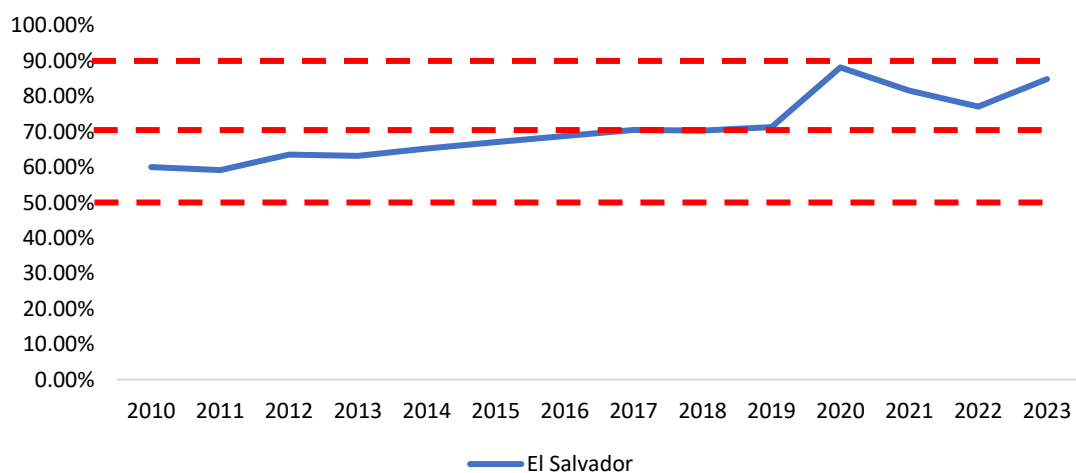
Llevando el análisis a la situación de El Salvador, se han realizado múltiples estudios que identifican niveles de deuda prudentes que garantizan la sostenibilidad en el corto o mediano plazo en los países de Latinoamérica y el Caribe. Uno de límites más conservadores fue realizado a partir una recopilación de las calificaciones de la deuda soberana (Institutional Investor Rating) donde se clasifican a los países por su deuda de 0 a 100, siendo 100.0% la menor probabilidad que estos países caigan en impago en el pago de las obligaciones de deuda. En el 2015, se aplicó este método a la región de Centroamérica y República Dominicana teniendo como resultado que el nivel de deuda debería presentar niveles entre 30.0% al 50.0% del PIB para que estos países se encuentren en el límite entre la clasificación de invertibles y no invertibles (Bannister & Barrot, 2011)

Por otro lado, investigaciones más recientes calcularon los niveles de deuda prudentes y sus respectivos límites para 3 diferentes grupos de países dentro de Latinoamérica: siendo el 54.0% el nivel prudente para toda la región con un límite máximo de 80.5%, los países dependientes del turismo al ser sus economías más volátiles y expuestas tienen un techo más alto con un nivel prudente de 65.0% del PIB y un techo de 91.0%. Economías dependientes de las materias primas son más conservadoras y un nivel de deuda prudencial sería del 33.0% con un límite de 56.0%; y por último las economías más diversificadas con un nivel prudente de 53.5% y un límite de 76.0%. (BID, 2023). Para El Salvador en específico, se realizó un estudio empírico en donde se calculó el límite natural de la deuda pública basada en los registros históricos de crecimiento económico, interés real de largo plazo y los mínimos obtenidos de ingresos y gastos en el periodo estudiado. Aquí se obtuvo como resultado que para 2019 el límite que el país puede soportar es hasta el 71.0% manteniendo un perfil creíble de pago de las obligaciones de deuda, y que dicho límite se podría llevar hasta 95.8% en caso de que haya una reducción de la volatilidad con la que el gobierno recibe los ingresos (Alvarado & Viera, 2019).

Con base en lo explicado previamente, se puede observar a partir de la gráfica 12 que el nivel de la deuda se ha mantenido por debajo de su límite (71.0%) desde el inicio de la década hasta el año 2019 donde se cerró con un 71.3%, estando dentro del rango de un perfil de credibilidad del pago de la deuda ante acreedores externos e internos. Para los estándares internacionales, hasta ese año se mantuvo dentro del rango de deuda para las economías diversificadas según las clasificaciones de (BID, 2023), lo que, aunque dista de ser el nivel prudencial mostrado en el estudio, sigue dentro de los niveles manejables en caso de enfrentarse a shocks externos. Sin embargo, después de la crisis del Covid-19 en el año 2020 y del uso extenso

de política fiscal contra cíclica financiado con deuda, junto con la introducción del Bitcoin¹⁰ como moneda de curso legal se dio un incremento acelerado de la deuda llegando al 88.1% en 2020 y acentuándose en 84.9% para 2023, quedando fuera de la clasificación como invertible basado en el Rankin IIR (Riesgo de deuda soberana). Adicionalmente el nivel de deuda de El Salvador se ha mantenido en todo el periodo por debajo del umbral del 90.0%, que sería el límite donde la deuda empezaría a tener un efecto adverso en el crecimiento de la economía. (Chudik, Mohaddes, & Raissi, 2015).

Gráfica 12 Comparativa del Nivel de Deuda de El Salvador con principales Estándares internacionales



Elaboración propia con datos del BCR, ver anexo 4.

- **Rating de la deuda de El Salvador**

Otro mecanismo para la evaluación de la deuda de un país es el **rating o calificación de la deuda**, que al ser vista desde una perspectiva macroeconómica a nivel país, puede definirse como la capacidad que tiene un país de hacer frente a las obligaciones contraídas con los inversionistas internos y/o externos (Seguí Alcaraz & Nieto Rodrigo, 2020). Entre mayor sea el riesgo de

¹⁰ Su entrada en vigencia es en septiembre del año 2021 por medio del decreto No 57 de la Asamblea Legislativa.

inversión menor será la calificación asignada de parte los organismo evaluadores. Existen múltiples entidades que dan sus calificaciones de deuda a los diferentes activos e instrumentos de entes públicos y privados, las 3 principales son: Moodys, Standar and Poor's (S&P) y Fitch.

La nomenclatura de la calificación puede variar según cada calificadora, la calificación puede tener diferentes categorías según la deuda sea a corto o largo plazo, la máxima calificación que se puede obtener es la AAA (S&P y Fitch) o Aaa (Moodys), que demuestra solida capacidad de pago de las obligaciones, la calificación más baja que puede recibir un instrumento es C (Moodys), D (S&P) y DDD (Fitch); las calificación más bajas son aquellas en las que no se garantiza la devolución de al menos el 50.0% de la inversión (Seguí Alcaraz & Nieto Rodrigo, 2020).

Pese a que cada calificadora tiene su metodología propia, coinciden en un enfoque general para calificar a los sujetos soberanos, tales como: la fortaleza económica, fortaleza institucional y de gobernanza, fortaleza fiscal y susceptibilidad a riesgo de evento (Moody's, 2018), la calificación de deuda se puede agrupar de la siguiente manera:

Tabla 8: Calificación de la Deuda de Mediano-Largo Plazo por Agencia Evaluadora

Calidad	Moody's	S&P	Fitch
Principal	Aaa	AAA	AAA
Alto grado	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
Grado medio superior	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
Grado medio inferior	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
Grado de no inversión Especulativo	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB

	Ba3	BB-	BB-
Altamente especulativa	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
Riesgo sustancial	Caa1	CCC+	CCC+
	Caa2	CCC	CCC
	Caa3	CCC-	CCC-
Extremadamente especulativa	Ca	CC	CC
			C
Pocas perspectivas de recuperación		SD	RD
Impago	C	D	D
			DD
			DDD
Sin clasificar	WR	NR	

Fuente: Elaboración propia en base a metodologías de evaluación Moodys, S&P y Fitch.

Dichas clasificaciones aplican para deudas mayores a 1 año, hay 2 grupos que dividen las categorías, la **Categoría de Inversión** engloba desde la calificación Aaa o (AAA) hasta Baa3 (o BBB-), esta categoría son instrumentos de deuda donde los emisores presentan situaciones de solvencia y de retorno de inversión, las posibilidades de impago son mínimas en estas categorías. El segundo bloque denominado como **Categoría Especulativa** son los instrumentos de deuda cuyos emisores presentan deterioro en sus capacidades de pago, sus instrumentos presentan altos grados de especulación y su retorno de inversión a futuro no es asegurable, esta categoría engloba las calificaciones desde Ba1 (o BB), hasta la categoría C (o D, DDD) los cuales son emisores que han estado en situación de impago con sus acreedores. Las calificaciones de la deuda son revisadas de forma periódica por cada agencia, de manera general las revisiones son cada año, donde pueden mantener o ajustar la calificación. También cuando ocurren sucesos económicos y/o políticos relevantes en un país o región determinada, tales como: cambios de gobiernos, implementación de políticas públicas de tipo estructurales, conflictos sociales internos o regionales, entre otros.

(Moody's, 2018). Si bien, no hay un estándar sobre las calificaciones que debería tener o no un país, esto debido a que las calificaciones de las agencias evaluadoras varían según el contexto económico, político y social de un país y región determinada, las recomendaciones según las metodologías de investigación sugieren que los países dentro de la categoría de Inversión son aquellos en los cuales el retorno a los inversionistas está garantizado.

En El Salvador desde el año 2003 la deuda pública no se encuentra dentro de la categoría de inversión, cuando la calificación de la deuda soberana era Baa3, desde entonces el país se ha encontrado dentro de las categorías de deuda especulativa, entre 2016 y 2021 el país mantuvo una deuda con clasificación B3 positiva, a excepción del año 2017 donde ante la posibilidad de caer en impago se calificó la deuda con un Caa1, el cual la deuda es catalogada con riesgo sustancial de recuperación de inversión, situación que se solventó aplicando medidas de ajuste fiscal y transparencia de las finanzas fiscal, donde destacan la Ley de Responsabilidad Fiscal, la cual fue suspendida durante la crisis económica del Covid-19. Retomando así la calificación B3 en el año 2018, con la llegada de la pandemia y el crecimiento acelerado de la deuda para los planes de recuperación económica, en el año 2021 Moody's volvió a colocar la calificación de Caa1, por segunda vez durante el siglo XXI. Para el año 2022 la calificación descendió a Caa3 siendo la peor evaluación asignada al país ante la posibilidad latente de un default, para el año 2024 Moody's, recalificó la deuda nacional regresando la calificación Caa1, esto producto de las políticas de ajuste de la deuda donde se incluyen la recompra de bonos próximos a vencer entre 2025 y 2029, reestructuración de la deuda interna de corto plazo y la disminución de la necesidad del financiamiento del gobierno (El Diario de Hoy, 2024).

Tabla 9: Calificaciones de la deuda a más de 1 año El Salvador por agencia evaluadora

AÑO	Moody's	S&P	Fitch
2024	Caa1 (Estable)	NR	-
2023	Caa3 (Estable)	B- (Estable)	-
2022	Caa3 (Negativa)	CCC+ (Negativa)	CC
2021	Caa1 (Negativa)	B- (Negativa)	B-
2020	B3 (En revisión)	B- (Estable)	B-
2019	B3 (Estable)	B- (Estable)	B-
2018	B3 (Estable)	B- (Estable)	B- (Estable)
2017	Caa1 (Estable)	(Positiva)	B- (Estable)
2016	B3 (Negativa)	B- (Negativa)	B+ (Estable)
2015	Ba3 (Negativa)	B+ (Estable)	B+ (Estable)
2014	Ba3	B+ (Estable)	BB- (Negativa)
2013	Ba3	En revisión	BB- (Negativa)
2012	Ba3	BB- (Estable)	BB (Negativa)
2011	En revisión	BB- (Estable)	BB (Estable)

Fuente: Elaboración propia en base a metodologías de evaluación Moodys, S&P y Fitch.

2.2 Método Tradicional del Análisis de la Deuda

Para realizar un análisis de la sostenibilidad de la deuda normalmente se recurre a un enfoque contable de mediano – largo plazo de la deuda, en donde se empieza el análisis a partir de la restricción presupuestaria del gobierno, donde, el objetivo es determinar un nivel crítico que tendría que tener el resultado fiscal corriente del gobierno (ingresos menos gastos del SPNF) para garantizar un nivel de deuda con tendencia decreciente o al menos con un crecimiento sostenible

dados un cierto nivel de crecimiento de la economía y una tasa de interés de la deuda pasada. También se busca evaluar la sostenibilidad especificando ciertos cambios (o no) en las variables macroeconómicas: PIB y su tasa de crecimiento; y la tasa de interés efectiva de deuda, esta metodología fue propuesta originalmente por Buitier y Blanchard. Para analizar la sostenibilidad de la deuda se parte desde la restricción presupuestaria intemporal del Gobierno (Merchan, 2020):

$$D_t = (1 + i_t)D_{t-1} + DC_t \quad (1)$$

Donde D_t es el saldo de la deuda al final del período t , i_t es la tasa de interés nominal de la deuda para el periodo t , D_{t-1} saldo de la deuda para el periodo anterior, y DC ahorro/déficit corriente del periodo t , el cual no incluye el gasto en el servicio de la deuda.

La deuda para el año t , es igual a la deuda del año $t-1$ junto a los intereses pagados por la deuda pasada y el déficit corriente en caso de tenerlo. Dentro de la ecuación (1) se asume que toda la deuda es financiada a través de la emisión de nueva deuda y que no hay ingresos cuyo origen se de por las privatizaciones o en inversiones de capital.

A manera de expresar el valor de la deuda pública dentro de la producción nacional, se hace una transformación en relación al PIB nominal con sus determinados precios, como resultado se obtiene:

$$\frac{D_t}{P_t Y_t} = (1 + i_t) \left(\frac{P_{t-1} Y_{t-1}}{P_t Y_t} \right) \frac{D_{t-1}}{P_{t-1} Y_{t-1}} + \frac{DC_t}{P_t Y_t} \quad (2)$$

Donde Y_t es el volumen de producción e P_t es el precio para el periodo actual, mientras P_{t-1} es el precio para el periodo anterior. Esto convierte las expresiones a ratios respecto al PIB

nominal (se expresará las variables en letras minúsculas). Al simplificar la ecuación (2) tendremos que:

$$d_t = (1 + i_t) \left(\frac{P_{t-1}Y_{t-1}}{P_t Y_t} \right) d_{t-1} + dc_t \quad (3)$$

Donde d_t es la ratio de la deuda entre el PIB nominal, d_{t-1} es la ratio de la deuda entre el PIB nominal del periodo anterior, y dc_t es la ratio de ahorro/déficit corriente entre PIB nominal para el periodo t.

Entonces, *suponiendo* que el PIB nominal del periodo t es el resultado de las variaciones de precio o de volumen respecto al PIB nominal del periodo (t-1), tenemos que:

$$P_t Y_t = (1 + \pi_t)(1 + g_t)P_{t-1}Y_{t-1} \quad (4)$$

Donde, π_t es la variación del precio de la producción del periodo t respecto al periodo t-1. Y g_t es la variación del volumen de la producción del periodo t respecto al periodo t-1. Entonces, reordenando la ecuación anterior (4), tenemos:

$$\frac{P_{t-1}Y_{t-1}}{P_t Y_t} = \frac{1}{(1+\pi_t)(1+g_t)} \quad (5)$$

Reduciendo los términos y sustituyendo la tasa de interés (1+r) por la identidad de Fisher se obtiene:

$$d_t = \frac{(1+r_t)}{(1+g_t)} d_{t-1} + dc_t \quad (6)$$

Donde r_t es la Tasa de interés real del período t estando d_{t-1} a ambos lados para obtener la variación de la deuda del periodo t respecto al periodo anterior (t-1) expresado como Δd_t , y simplificando términos se obtiene:

$$\Delta d_t = \frac{(r_t - g_t)}{(1 + g_t)} d_{t-1} + dc_t \quad (7)$$

Es a partir de la ecuación (7) que se puede evaluar la sostenibilidad de la deuda, que se expresa como la dinámica de la deuda (Δd_t) explicada de momento por 2 elementos: el primero es el efecto bola de nieve explica el crecimiento (o decremento) de la deuda a medida incrementa o disminuya la diferencia entre la tasa de interés y el crecimiento, $\frac{(r_t - g_t)}{(1 + g_t)} d_{t-1}$, en donde se evidencia la tasa de variación que poseerá la deuda en cuanto la tasa de interés real exceda a la tasa de crecimiento económico ($r > g$), presentando un efecto contrario en caso de que el crecimiento exceda la tasa de interés ($r < g$). El segundo representado por el ahorro/déficit corriente como proporción del PIB, este indica que entre mayor diferencia haya entre los gastos menos intereses y los ingresos ($dc_t > 0$), mayor será la presión hacia el crecimiento de la deuda debido a un desequilibrio en el déficit corriente. Por el otro lado, si existe un superávit ($dc_t < 0$), la presión será hacia la disminución de la deuda debido a que las finanzas públicas son viables con ingresos que superen a los gastos. En cuyo caso, la deuda sería insostenible si Δd_t resulta mayor que 0 de manera constante ($\Delta d_t > 0$), que sería explicado por un saldo corriente con resultado deficitario mayor del que se puede permitir dada la diferencia entre la tasa de crecimiento (g) y la tasa de interés.

De esta manera, se buscará mantener una dinámica de la deuda constante ($\Delta d_t = 0$) para que el nivel de la deuda sea sostenible, por lo que se encuentra un nivel crítico del balance corriente que pueda satisfacer esa condición (dc_t^*):

$$dc_t^* = \frac{g_t - r_t}{1 + g_t} d_{t-1} \quad (8)$$

Con la ecuación (8) se calcula el nivel máximo que puede alcanzar el resultado corriente para que la deuda no crezca de manera insostenible, dados los niveles de interés de la deuda y del crecimiento de la producción. Además, se obtienen 2 nuevas condiciones que explican el comportamiento de la deuda:

1) Si $r < g$, se puede permitir la existencia de un déficit corriente mientras este sea inferior al nivel máximo permitido.

2) si $r > g$, se necesita tener un ahorro corriente para contrarrestar el efecto bola de nieve que se produce al tener un interés de la deuda más grande que la cantidad en que crece la economía. Si por el contrario se tuviera un balance deficitario entonces el efecto bola de nieve se aplicaría al crecimiento de la deuda y esta tendría una tendencia al alza de manera insostenible.

En ambos casos sería el escenario ideal mantener de modo permanente un ahorro corriente donde $dc_t < dc_t^*$, para controlar el volumen de crecimiento de la deuda. Adicionalmente, para tener un análisis de la deuda más completo y robusto se puede incluir un tercer componente que explica la dinámica de la deuda (Δd_t) siendo este el saldo de flujo (sf) que explica una posible variación entre la variación de la deuda y el balance corriente:

$$\Delta d_t = \frac{(r_t - g_t)}{(1 + g_t)} d_{t-1} + dc_t + sf_t \quad (9)$$

La variable de saldo de flujo explicaría cuando la deuda aumenta más que lo que indicaría un déficit corriente o disminuya menos de lo que sea un superávit corriente, en estas situaciones se tendría un valor positivo del efecto de saldo de flujo. Por el otro lado, el efecto sería negativo si

la deuda pública aumentara menos que lo que indicaría el déficit corriente o que disminuya más de lo que sea el superávit corriente. La variable saldo de flujo se explica de mejor manera por la contabilidad al componerse por 3 variables:

1) Adquisición neta de activos financieros que son todas aquellas transacciones financieras en activos que no contribuyen al déficit, pero que si llevan a variaciones en el saldo de la deuda.

2) Ajustes, siendo estas 3 subcategorías: a) efectos de valoración de la deuda, b) transacciones en los pasivos que se excluyen de la deuda pública y c) otros cambios en el volumen de la deuda.

3) Discrepancias estadísticas que se reflejan cuando existen diferencias entre las cuentas de capital y financiera. Para esta investigación se limitará a la representación del efecto saldo flujo en la dinámica de la deuda, pero su análisis no será amplio debido a la complejidad en la recolección de los datos que lo componen.

2.2.1 Consideraciones Técnicas

a) Exclusión del FOP en 2023 por periodo de gracia

Para la construcción e implementación de los indicadores y ecuaciones de modelo estándar de sostenibilidad, se consideró la no contabilización de los pagos de intereses y capital de la deuda previsional desde el año 2023 al 2028 acorde a la reforma de la Ley de Pensiones.

A su vez la contabilización de la serie del CIP-B en las cuentas de deuda previsional del BCR, la cual no era tomada en cuenta en las estimaciones del BCR antes de la reforma a la Ley de Pensiones del año 2022, que eran publicadas en la base de datos económica financiera; motivo por el cual se evidencia un crecimiento fuera del promedio del monto de deuda al sistema de pensiones.

b) Obligación del pago de los intereses en 2028

Se ha considerado que el vencimiento del periodo de gracia para el pago de intereses y capital al Sistema de Pensiones será en el año 2028, por lo cual, se ha incluido un estimado del aumento de gasto público necesario para hacer frente a las obligaciones de pago, dicha consideración ha sido incluida en el desarrollo de los 3 escenarios del modelo.

2.2.2 Supuestos de construcción de escenarios

- **Supuestos y fuentes para el escenario base**

Para la construcción del escenario base, se tomó como fuente de información estadística la base de datos del FMI: Perspectivas de la Economía Mundial (World Economic Outlook) WEO - FMI actualizado a enero 2024. Siendo una institución internacional, que realiza proyecciones de las variables macroeconómicas más importantes en las cuentas nacionales a nivel global, lo que proporciona comparabilidad de los resultados de las estimaciones realizadas con estos datos hacia los demás países. Es así que a partir de la base de datos de Perspectivas de la Economía Mundial se obtuvieron las series temporales proyectadas del FMI como Deuda nacional en US\$, la Producción Nacional a Precios Constantes como a Precios Corrientes siempre en US\$ y tanto el Ingreso total en US\$ como el Gasto total en US\$ para los años 2024 hasta 2028 el cual era el alcance temporal de la investigación. Además, se obtuvieron datos proyectados de la cantidad a la que equivale el pago en intereses de cada año con respecto al nivel de deuda del año anterior a partir de una estimación lineal.

- **Supuestos y fuentes para el Escenario Optimista**

Para la construcción del escenario optimista se tomaron como referencia fuentes oficiales, en las que se publica información de las acciones o políticas del Gobierno Central que serán implementadas en el corto plazo, en este sentido se partió de un crecimiento económico de 3.5%

para el 2024 el cual fue el pronosticado por el Banco Central de El Salvador en la revisión de la economía salvadoreña del primer trimestre del 2024; a su vez se estimó una disminución en la tasa de interés implícita del pago de la deuda, en base los datos aprobados en el Presupuesto General de la Nación 2024 y en los años posteriores tomando de referencia las perspectivas del Ministerio de Hacienda. Estos datos inciden en un escenario positivo para las finanzas públicas del país en el periodo analizado, que se traduce en una mejora importante del entorno fiscal.

- **Supuestos y fuentes para el Escenario Pesimista**

En la construcción del escenario pesimista se obtuvo las series temporales estimadas de variables como el PIB a precios corrientes y constantes, tanto ingresos como gastos totales del SPNF, el nivel de deuda total del SPNF para el periodo estudiado y el pago de intereses que se realiza cada año entre 2024 y 2028. Para dichas estimaciones se ocuparon de base las series del FMI que presentan una tendencia de las variables económicas más conservadoras, las cuales fueron sensibilizadas para nuestras estimaciones, por lo que se proyectaron las variables utilizando un método de estimación lineal, ajustando las series temporales para reflejar un escenario de shock negativo realista.

2.3 Presentación de resultados

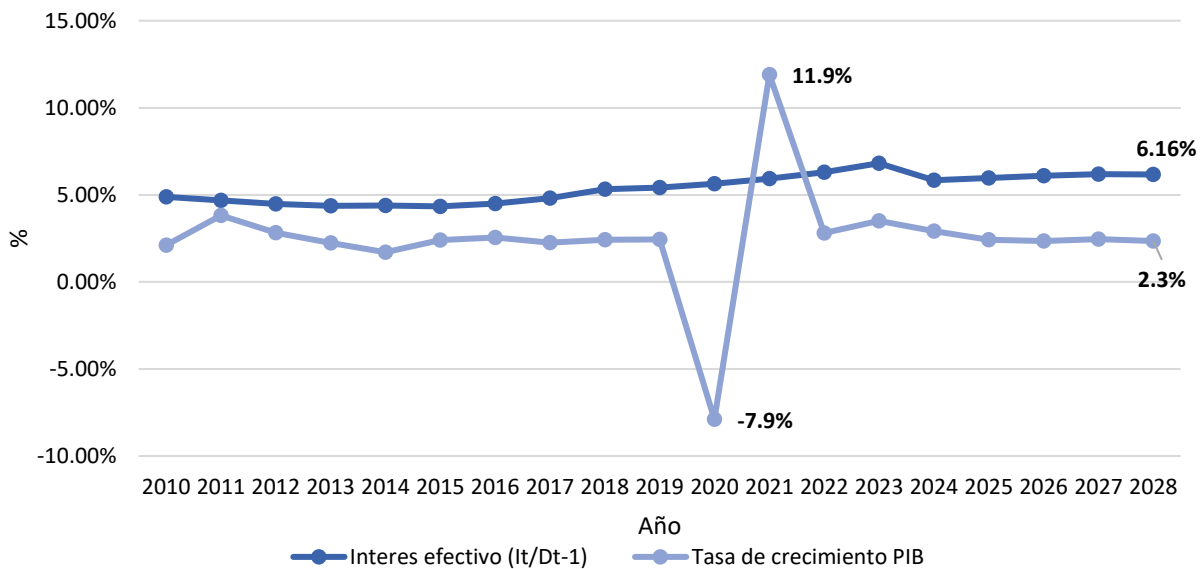
En este apartado se presentan los resultados obtenidos para cada una de las estimaciones de los escenarios, utilizando los supuestos explicados en los apartados anteriores. El primer escenario, es el escenario base, que muestra un contexto del análisis de sostenibilidad de la deuda en condiciones normales y sin implementación de medidas de política, el cual se construyó con base en las proyecciones del FMI de mediano plazo desde el 2024 hasta el 2028. Este escenario representa un panorama conservador para el análisis de sostenibilidad de la deuda del país. En el segundo escenario se construye desde una perspectiva positiva mediante una recopilación de las

expectativas que tienen las autoridades y la administración actual para el desarrollo del país en los próximos años, las cuales presentan una tendencia favorable con respecto a las estimaciones estructurales presentadas por los organismos internacionales. Y el tercer escenario es tomando una posición pesimista a mediano plazo donde mediante supuestos elegidos en función del incumplimiento de los objetivos y metas propuestas por la actual administración, los cuales han sido considerados en el escenario positivo, y con criterios específicos del grupo investigador, con el fin de evaluar un escenario que ayude a identificar las perspectivas ante el incumplimiento de objetivos.

2.3.1 Escenario Base

Dentro del escenario base se tomaron los datos del FMI dentro de su reporte de Perspectivas de la Economía Mundial de abril 2024 (World Economic Outlook, por sus siglas en inglés), donde se muestran las proyecciones a mediano plazo de las variables más importantes de las cuentas nacionales y de las finanzas del estado.

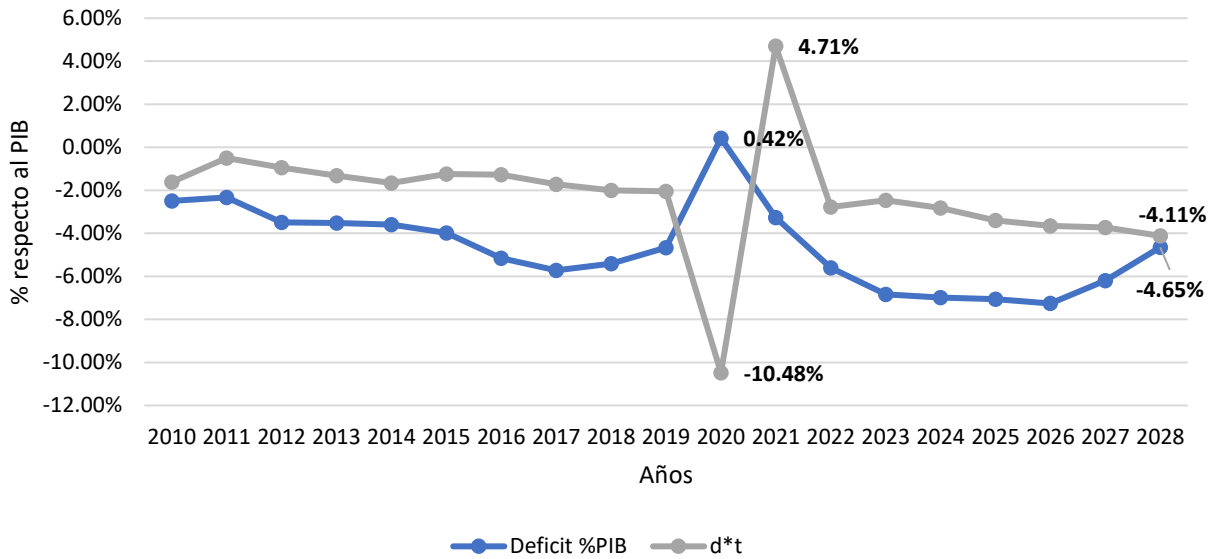
Gráfica 13: Interés Deuda Pública vs Crecimiento del PIB



Elaboración propia en base a los datos del BCR y FMI, ver anexo 11 y 12.

En lo referente a las variables más significativas dentro del modelo, las cuales son el interés de la deuda pública y la tasa de crecimiento de la economía, son las determinan el límite del ahorro corriente, para que el crecimiento de la deuda sea sostenible. Para El Salvador, se puede observar una marcada brecha donde el crecimiento económico no ha podido superar al interés que se paga por las obligaciones de deuda, debido a esto, el país se encuentra en una posición donde es necesario obtener un superávit corriente que compense la brecha entre el interés y el crecimiento económico. Según la gráfica 13 se ha mantenido una diferencia promedio entre el interés y el crecimiento de 2.6% entre el 2010 y el 2023, siendo los años (2011, 2020-2023) los únicos que mostraron una lectura diferente, aunque solo fue en el 2021 donde se obtuvo un crecimiento mayor al interés que se pagaba por la deuda, de 11.9% y 5.9% respectivamente. El cual fue producto de la recuperación de la crisis sanitaria del 2020, donde se observó la mayor depresión de toda la serie alcanzando una reducción de -7.9% del PIB, mientras que el interés se mantuvo en 5.6%. Según las estimaciones de la WEO para el periodo post crisis 2024-2028, se proyecta un aumento de la brecha llegando a ser un 4.0% promedio mayor el crecimiento de pago de intereses con respecto al crecimiento del PIB; lo que se traduce a niveles de interés entre el 5.8% y el 6.0% para estos años, comparado con un crecimiento de alrededor del 2.4%.

Gráfica 14: Déficit efectivo vs Déficit estabilizador de la deuda



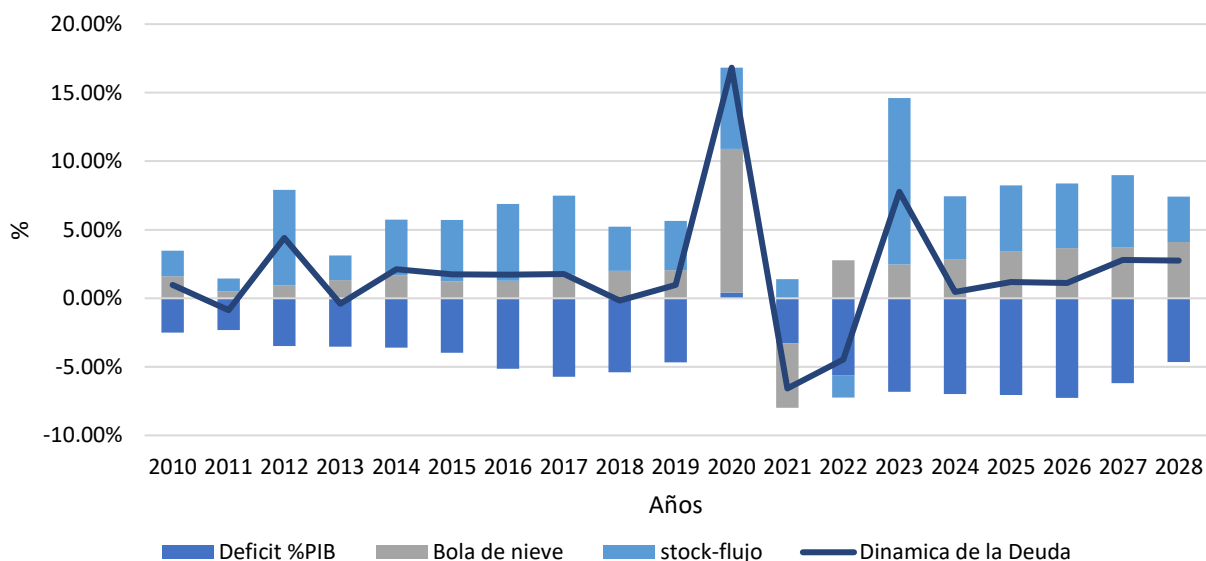
Elaboración propia en base a los datos del BCR y FMI, ver anexo 11 y 12.

Según el modelo, en las circunstancias donde se presente una superioridad del interés por sobre el crecimiento, se necesita tener un superávit y este debe de ser al menos igual al límite crítico dpt^* ($dpt = dpt^*$). En consecuencia, al observar la gráfica 14 se nota una congruencia con el modelo ya que, durante el periodo del 2010-2019 se mantuvo un superávit corriente mayor al límite crítico calculado, siendo en promedio, mayor en 2.6% del PIB el primero respecto al segundo. El dato anterior indica una tendencia sostenible al manejo de la deuda que desacelera su crecimiento, debido a que el ahorro corriente es suficiente para no solo compensar el efecto bola de nieve, sino también para suavizar el crecimiento del nivel de la deuda. La tendencia tuvo su punto de inflexión con la llegada de la crisis sanitaria del 2020, donde las finanzas públicas se vieron deterioradas llevando el nivel del resultado corriente a una situación superavitaria representando un 0.4% del PIB. En el año 2020, se presentó una marcada diferencia de más de 5 puntos porcentuales con respecto al 2019, la cual fue agudizada con la brecha entre el interés y el

crecimiento, esto por la pandemia de Covid-19, lo que presentó la necesidad de tener un superávit de al menos 10.4% del PIB rechazando así el efecto bola de nieve.

En la recuperación económica entre 2021-2022, se observa un efecto contrario, donde el superávit corriente efectivo supera ampliamente el límite crítico con una diferencia de 7,9% del PIB; tras el efecto recuperación, la serie tiende a normalizarse, según datos del WEO, entre 2024 a 2028 con un superávit corriente mayor al del periodo anterior a la crisis, con un 3,1% promedio del PIB que corresponde a la brecha entre superávit y límite crítico, la brecha tiende a disminuir para el año 2028 dadas las condiciones fiscales que se presentarán por la finalización del periodo de gracia que otorga la reforma de la ley de pensiones que entró en vigencia en el año 2023 en la cual se estableció que los intereses acumulados por la emisión de los nuevos instrumentos financieros de las AFP's serán pagaderos para dicho lo cual generará un aumento de los gastos de las finanzas públicas y por ende disminución en el superávit proyectado para dicho año.

Gráfica 15: Descomposición de la dinámica de la deuda



Elaboración propia en base a los datos del BCR y FMI, ver anexo 11 y 12.

La dinámica de la deuda se puede descomponer en 3 variables que explican su comportamiento: el efecto del ahorro/déficit corriente, el efecto bola de nieve y el efecto saldo-flujo. Estos 3 representan las variaciones del nivel de deuda y determinan quién ha tenido más influencia en el aumento o disminución de esta, aunque esta ha mantenido una posición sostenible dada la situación de las finanzas públicas. Respecto a El Salvador, la gráfica 15 muestra 3 periodos determinados: 1) entre el 2010-2019, donde el efecto del ahorro corriente ha sido capaz de contrarrestar el efecto bola de nieve y los movimientos contables de activos netos financieros de la deuda, con excepción del año 2012 donde el efecto saldo-flujo llevo a un aumento del nivel de deuda de 4.4%, en los otros años del periodo se mantuvo un crecimiento promedio del 1.2% respecto al año anterior. 2) el segundo periodo representa la crisis sanitaria y su recuperación en 2020-2023, donde por medidas de incentivación de la economía y políticas anticíclicas se usó ampliamente la deuda, aumentándola en un 16.8% en un año, el cual se vio impulsado por el resultado corriente superavitario, que dio vía libre para que el efecto bola de nieve acelerara y aumentara el uso de la deuda, hecho que fue acompañado por una adquisición de más pasivos de deuda como se refleja en el efecto saldo flujo.

Por otro lado, la recuperación contribuyó a la disminución de la deuda para el año 2021, esto producto del resultado corriente superavitario y a un aumento del crecimiento del Producto Nacional, resultando en una reducción de la deuda del 6.5% con respecto al 2020. Entre 2022 y 2023 se dio el proceso de normalización de la serie regresando a su tendencia, siendo así, que la deuda se redujo 4.5% en 2022 producto del remanente de recuperación y en 2023 regresa el uso intensivo de la deuda acrecentando su nivel en 7.8% con respecto al año anterior. 3) Por último, el tercer periodo construido y proyectado con base en los datos del FMI de su reporte de perspectivas económicas mundiales, se observa un escenario más conservador donde ya se ha

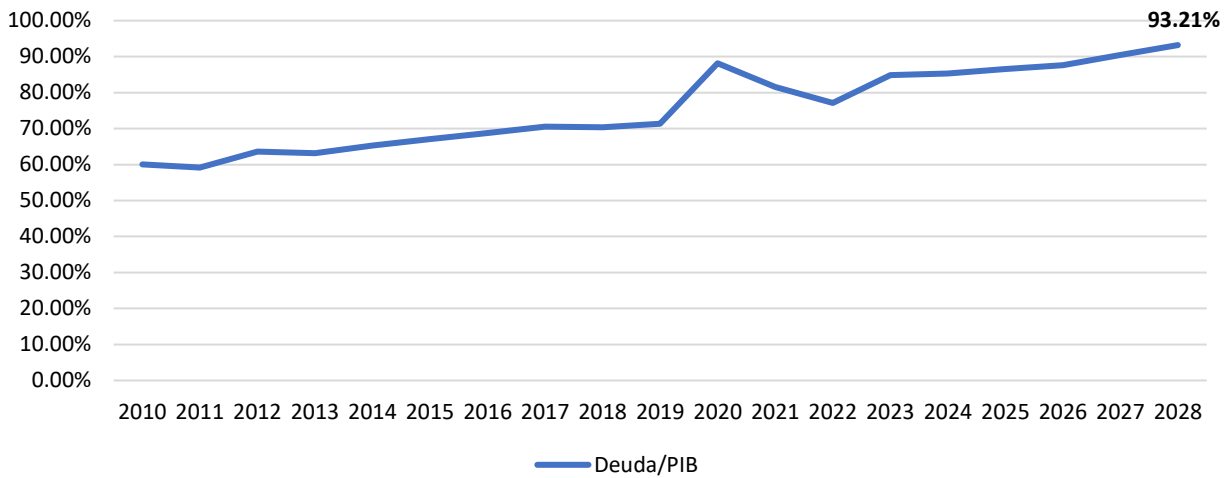
superado el shock de la crisis y el comportamiento de la economía y la deuda vuelven a su tendencia estructural. Sin embargo, aunque se observa un efecto de saldo corriente mayor al del primer periodo de la serie, no resulta suficiente para compensar la brecha entre el interés y crecimiento del efecto bola de nieve; ni el aumento de la adquisición de activos de deuda por el efecto saldo-flujo, lo que se convierte en un aumento promedio de la deuda para estos años en 1.6%, siendo un 35.5% mayor respecto al promedio anterior a la crisis.

Para el análisis de la sostenibilidad de la deuda de El Salvador se puede evidenciar que en el periodo de estudio se observa el grupo de años (los cuales son: 2011, 2013, 2018, 2021 y 2022), en donde el resultado de la dinámica de la deuda ha sido negativo, simbolizando una **reducción en el nivel de deuda** comparado con el año anterior. Dicha reducción ha sido impulsada en cada uno de estos casos por el efecto saldo corriente con un valor superavitario mayor al límite crítico, lo que significa que durante estos años la deuda ha demostrado una fuerte sostenibilidad dada la situación de las finanzas públicas en dichos años. Para los otros años donde se observa un resultado positivo de la dinámica de la deuda, es decir, que el nivel de deuda creció respecto al que se tenía el año anterior; no significa necesariamente que la deuda haya sido insostenible.

Con base las gráficas anteriores, se evidencia que la situación fiscal ha sido suficiente para cubrir el efecto bola de nieve en todos los años a excepción del año 2020 que fue de crisis sanitaria; de manera que, sí se cumple una de las 2 condiciones para la sostenibilidad de la deuda: el ahorro corriente debe ser mayor o igual que el nivel crítico del déficit corriente. De modo que, según el modelo utilizado, en los años donde se obtuvo un crecimiento de la deuda también demuestran sostenibilidad en modo de un crecimiento sostenible, esta tenencia continua en el periodo proyectado donde se espera tener crecimientos entre 0.5% al 1.2% en cada año; siendo diferente para el final del periodo debido al gasto programado en razón de las pensiones para el año 2028,

pero que de igual manera sigue estando el saldo corriente por encima del límite crítico. Sin embargo, para el año 2020 al no cumplirse ninguna de las 2 condiciones de sostenibilidad (con un saldo corriente menor al nivel crítico y un efecto bola de nieve que acelera el crecimiento de la deuda) si presenta un crecimiento insostenible para el país.

Gráfica 16: Ratio Deuda sobre PIB



Elaboración propia en base a los datos del BCR y FMI, ver anexo 11 y 12.

En la gráfica 16 se puede trazar la tendencia que ha seguido el nivel de deuda y los diferentes comportamientos que ha presentado, se puede dividir en 3 periodos: 1) 2010 al 2019, donde se presentó con un comportamiento de crecimiento sostenible impulsado por un saldo corriente superavitario superior al límite crítico, esto lleva a que la deuda crezca un 12.3% en relación de lo que representa del PIB en 9 años, con un crecimiento promedio de 1.2% por año. 2) 2020 al 2023, en estos años se dio el shock proveniente de la crisis sanitaria causando un crecimiento acelerado insostenible de la deuda para el año 2020 elevándose un 16.8% en un solo año. Mientras que, en el 2021 con la recuperación de la economía, se pudo reducir el nivel de deuda en un 6.6% producto de una alta tasa de crecimiento y un alto resultado corriente superavitario; tendencia que continuo para el año 2022 reduciendo la deuda en otro 4.5%; pero se

vio interrumpida en el año 2023 ya que aumento en un 7.8% causado por una adquisición de activos netos de deuda para ese año. Así paso la deuda de un 71.3% del PIB en 2019 a 88.1% en 2020, y cayendo hasta un 77.1% en 2022 después de todos los esfuerzos de recuperación por parte de la administración actual; pero volviendo a aumentar a 84.9% para el 2023; y 3) en el tercer periodo proyectado de 2024 al 2028, se muestra una estabilización del crecimiento de la deuda alrededor de 0.5% al inicio del periodo, pero aumentando hasta llegar a un 2.8% de crecimiento por año para 2028.

2.3.2 Escenario Optimista

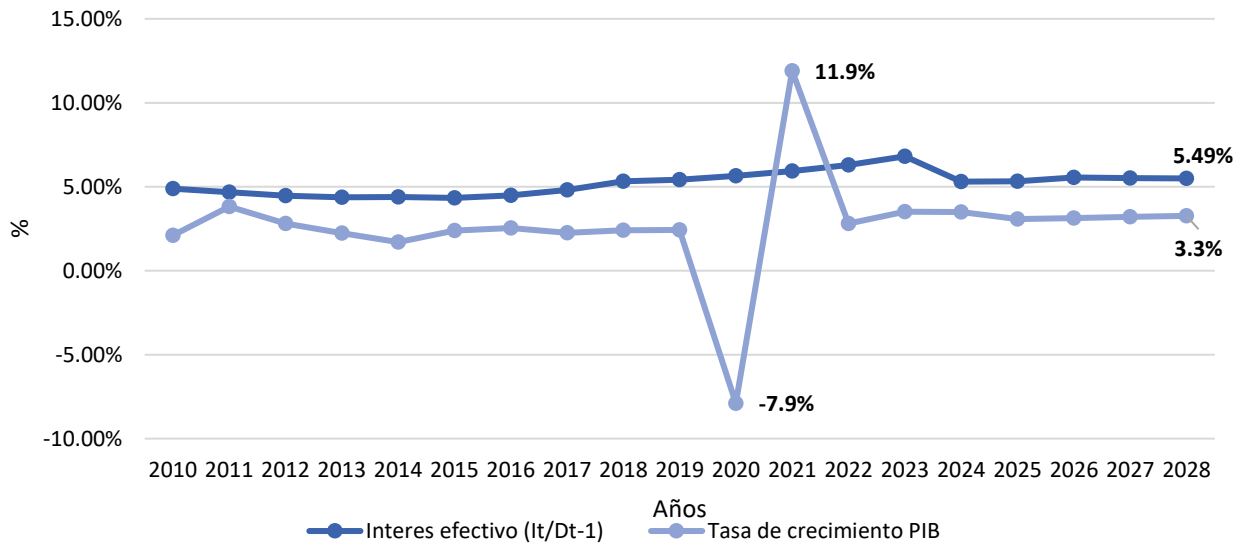
Este escenario se fundamenta en proyecciones económicas favorables tomando como referencia las estimaciones oficiales del Banco Central de Reserva (BCR) y el Ministerio de Hacienda. Este escenario adopta una perspectiva positiva basada en la expectativa de que las políticas económicas implementadas generarán un impacto sustancial en el crecimiento económico y las condiciones de financiamiento del país.

En este escenario, se asume una tasa de crecimiento del PIB del 3.5% para 2024 y del 3.2% para 2025, en línea con las estimaciones optimistas de las autoridades económicas. Posteriormente, se proyecta una tasa de crecimiento sostenida hasta el 2028, considerando un entorno macroeconómico estable y una mejora en la productividad. El crecimiento económico robusto en este horizonte es fundamental, ya que incrementa la base tributaria y, por ende, los ingresos fiscales, lo cual mejora la capacidad de pago del país y contribuye a la sostenibilidad de la deuda.

En cuanto al servicio de la deuda, se proyecta una reducción promedio del 5.4% en los costos de los intereses durante el período analizado. Este supuesto se basa en la posibilidad de obtener mejores condiciones de financiamiento, derivadas de una mejora en la percepción de riesgo país y/o de reestructuraciones favorables de deuda. Una disminución en las tasas de interés

promedio tiene un impacto positivo directo sobre el balance fiscal al reducir la carga del servicio de la deuda, lo que permite una mayor flexibilidad en la asignación de recursos hacia gastos prioritarios e inversión pública.

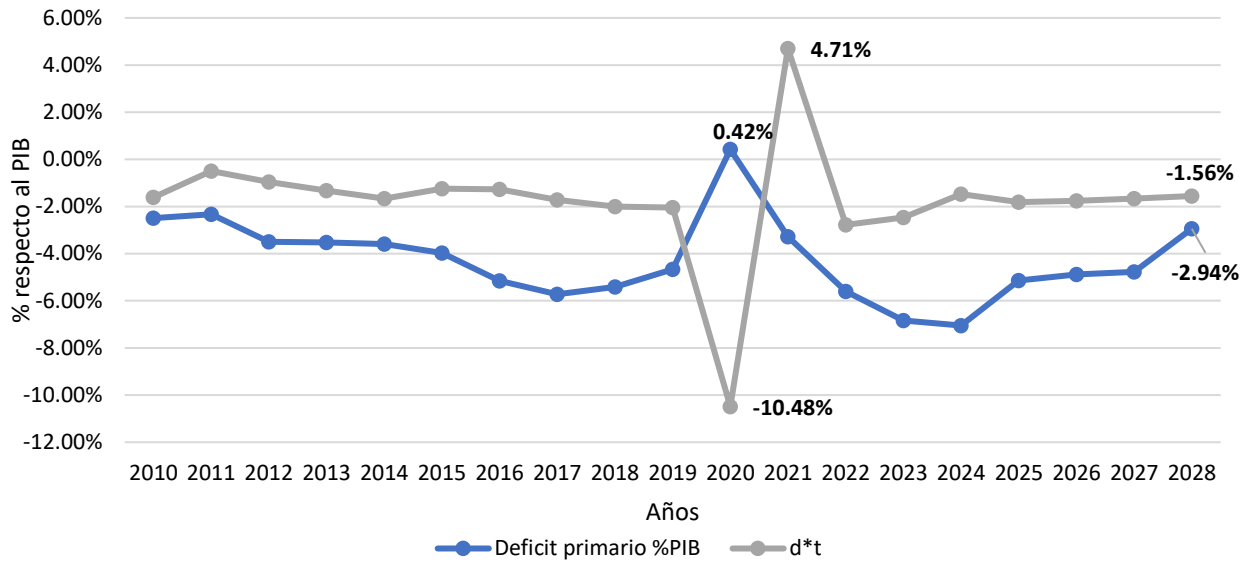
Gráfica 17: Interés Deuda Pública vs Crecimiento del PIB



Elaboración propia en base a los datos del BCR y FMI. ver anexo 11 y 13.

Según la gráfica 17 la tasa de crecimiento del PIB en promedio de los años proyectados es del 3.2% lo cual es una notable mejora dada la proyección anterior, el año con mejor resultado proyectado fue el 2025 con 3.1% de crecimiento y por su parte los intereses de la deuda lograron una reducción en promedio en los 5 años de 5.4% respecto al escenario base.

Gráfica 18: Déficit efectivo vs Déficit estabilizador de la deuda



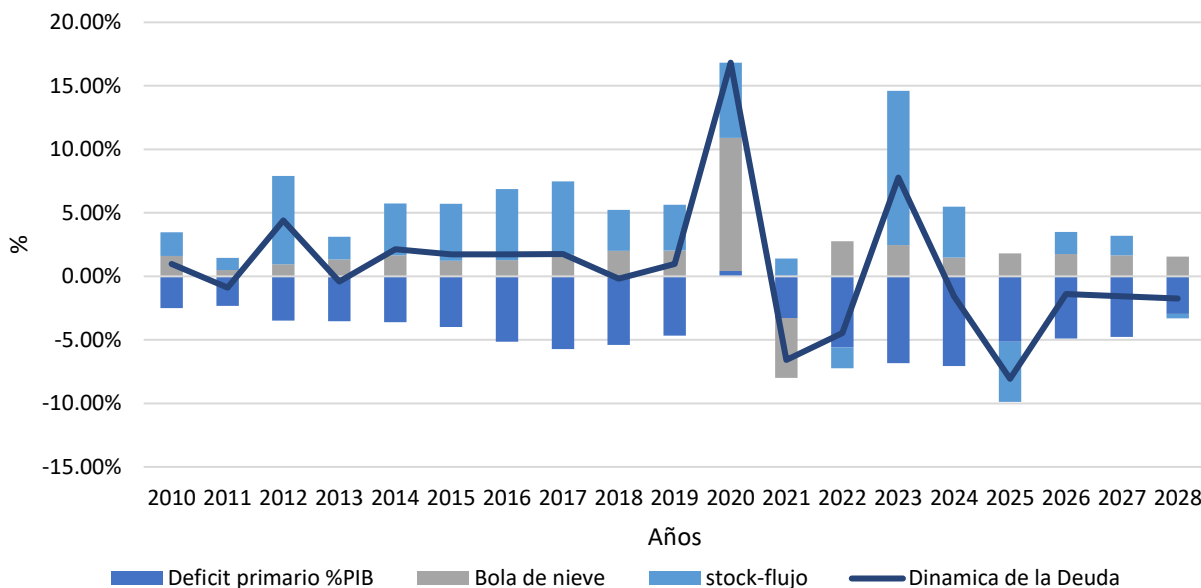
Elaboración propia en base a los datos del BCR y FMI, ver anexo 11 y 13.

Para la relación entre el superávit corriente efectivo y el nivel estabilizador de la deuda se observa en la gráfica 18 se observa una mayor reducción del superávit efectivo promedio en el escenario optimista, entre los años proyectados 2024-2028 siendo este de 4.9% que en relación con el escenario base, representa una disminución de un 1.0%. En otras palabras, la reducción entre el año 2024 y el 2028 en el escenario optimista fue 1.5 veces mayor que en el escenario base, provocado por un aumento del PIB dinamizando la economía y reduciendo el uso del gasto público, para incentivar el crecimiento.

El superávit necesario promedio en los años proyectados es de 1.6% del PIB, cancelando así el efecto bola de nieve logrando una disminución de 1.9% respecto al promedio del escenario base, cabe recalcar que en el año 2028 se tuvo la menor brecha del superávit corriente efectivo ya que únicamente supera en -1.3% del PIB el límite crítico, pero resulta altamente favorable en contrario con el mismo año del escenario base, con una diferencia del -0.8% del PIB. Es importante

mencionar que aun teniendo un superávit efectivo menor que en el escenario base, este sigue estando por arriba del límite crítico.

Gráfica 19: Descomposición de la dinámica de la deuda



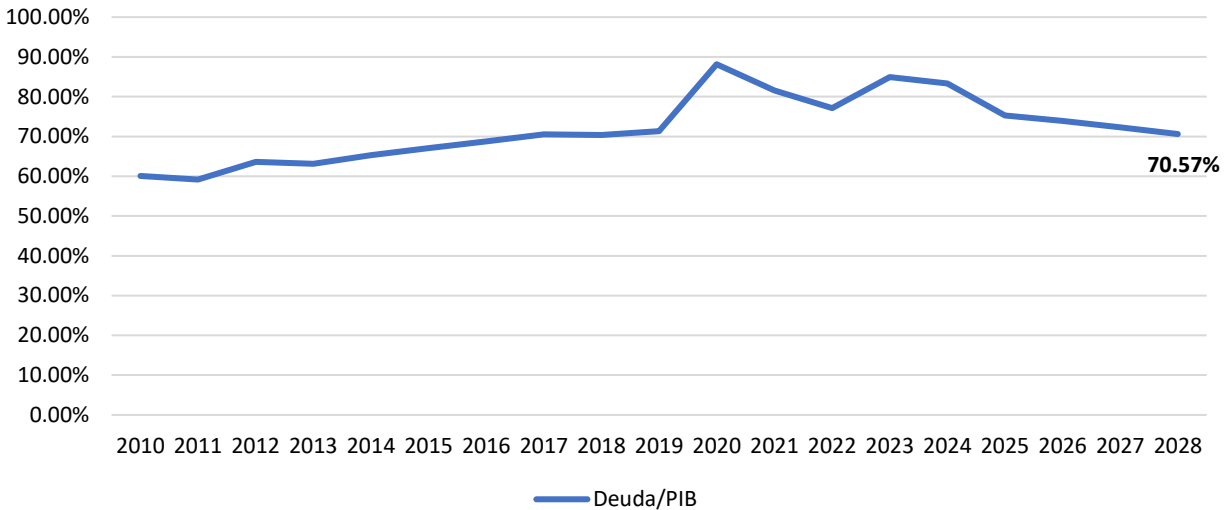
Elaboración propia en base a los datos del BCR y FMI, ver anexo 11 y 13.

En la gráfica 19 se puede determinar que en el periodo proyectado la dinámica de la deuda es menor que cero, en el año 2024 y el periodo del 2026-2028, se observa que el componente que más tuvo incidencia en el comportamiento fue el déficit corriente, el cual se presenta superavitario, es decir que los ingresos del país cubrieron todos los préstamos netos (excluyendo la tasa de interés). En el año 2025 se observa un comportamiento disímil, ya que tanto el déficit corriente con un -5.1% y el stock flujo con -4.7% influyeron en el comportamiento, provocando que la deuda decreciera en -8.1%.

En el escenario optimista la deuda tuvo una reducción en promedio de 2.8% en los 5 años, lo cual resulta con una notable diferencia con el escenario base que presentó un crecimiento de 4.5% para el mismo periodo, respecto al comportamiento del efecto bola de nieve se observa que tuvo una incidencia reducida en la determinación de la dinámica de la deuda, representando en

promedio solo un 1.6% del PIB siendo en cada año superado en gran medida por el superávit efectivo.

Gráfica 20: Ratio Deuda sobre PIB



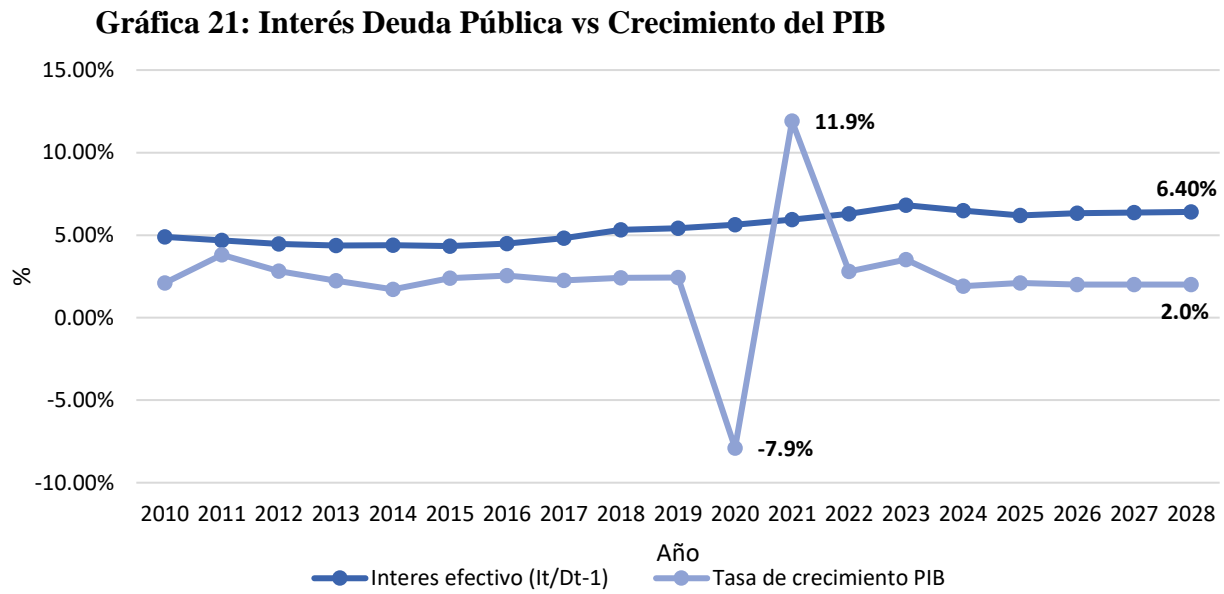
Elaboración propia en base a los datos del BCR y FMI, ver anexo 11 y 13.

La gráfica 20 muestra el comportamiento del nivel de deuda en términos del PIB para el periodo proyectado, se puede observar que sigue una tendencia decreciente, en comparación para el mismo periodo del escenario base, para el año 2024 se dio una contracción del ratio en 2.0% respecto al escenario base; tendencia que se incrementa al finalizar el periodo siendo para el 2028 el nivel de deuda un 22.6% del PIB menor al escenario base, resultando en un ratio deuda sobre PIB de 70.6%, lo cual se logra partiendo del aumento del PIB y la baja de los intereses.

2.3.3 Escenario Pesimista

Los supuestos utilizados en el escenario optimista son una combinación de las perspectivas favorables las cuales se tienen en base a las proyecciones del Banco Central de Reserva durante el último trimestre del año 2023 y primer trimestre del año 2024, el escenario pesimista tiene por

objetivo representar la situación que podría enfrentar la economía salvadoreña ante el fallo de las políticas de desarrollo y de recuperación implementadas, y ante la posibilidad de no alcanzar las premisas conservadoras que presentan instituciones como el FMI y BM en sus perspectivas de crecimiento de mediano plazo, en las cuales están construidas las premisas del escenario base. Dado esto, como supuestos principales se tienen, que se espera regresar a la tasa de crecimiento estructural del 2.0%, se mantienen la tasa de interés implícita por encima del 6.0% los principales resultados del modelo estándar de estabilidad de deuda muestran que:

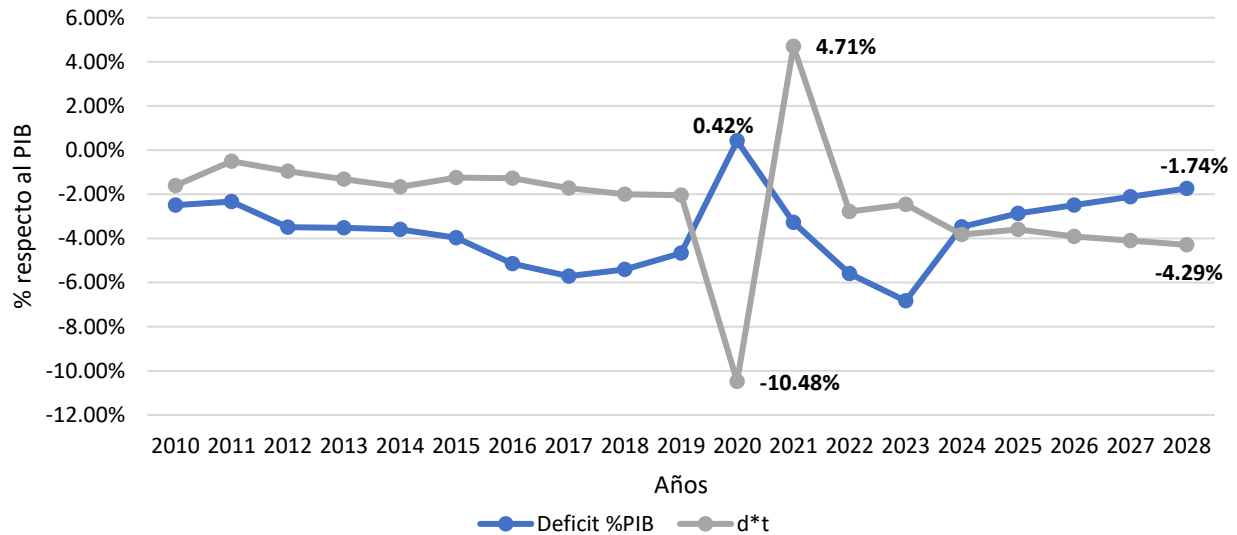


Elaboración propia en base a los datos del BCR y FMI, ver anexo 11 y 14.

A partir del año 2024 que comienza el periodo proyectado, la brecha entre la tasa de interés de la deuda contra el crecimiento económico se expande, el PIB vuelve a su tendencia estructural del 2.0% en promedio para el periodo proyectado, mientras que los intereses efectivos ascienden en un promedio de 6.3% lo que muestra un crecimiento con respecto al promedio del escenario base en 0.3%. Durante el periodo se observa que el pico máximo del interés es en el año 2024 con un 6.5% siguiéndole el año 2028 con 6.4%. Lo cual evidencia un incremento en la presión de los

intereses efectivos reales sobre la deuda pública, causando una presión al alza del nivel de la deuda que se verá reflejado en las próximas gráficas.

Gráfica 22: Déficit Efectivo vs Déficit Estabilizador de la Deuda

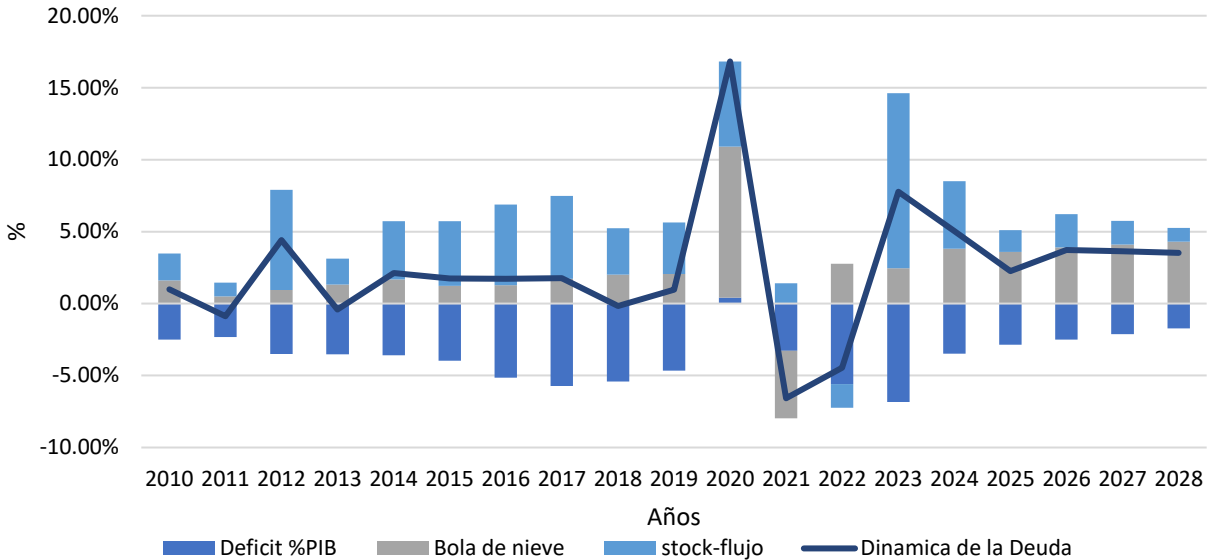


Elaboración propia en base a los datos del BCR y FMI, ver anexo 11 y 14.

Para el periodo proyectado se evidencia que hay una disminución constante del superávit corriente en las finanzas públicas, el superávit supera al límite crítico desde el año 2024 donde se muestra un cambio de tendencia de la sostenibilidad de las finanzas públicas, ante este desequilibrio en las finanzas públicas, el resultado fiscal corriente no muestra ser suficiente para cubrir el efecto del efecto bola de nieve desde el año 2024. De esta manera, se necesitaría tener un superávit fiscal corriente de al menos un promedio de 3.9%, con un máximo para el año 2028 de 4.3% el cual es el dato extremo de la serie. Este año supera al promedio de los años anteriores debido a la finalización del periodo de gracia de pago de intereses al sistema de pensiones que se estableció en la reforma a la Ley de Pensiones del año 2022. En general, la brecha entre el límite crítico y saldo corriente superavitario se ha incrementado en un promedio de 0.5% desde el año 2024 al 2028, empezando el periodo con una brecha del 0.3% de PIB en el año 2024, elevándose

hasta 2.5% para el año 2028, a medida que la brecha se ha ido incrementado, el efecto bola de nieve genera una mayor presión hacia el alza del nivel de deuda.

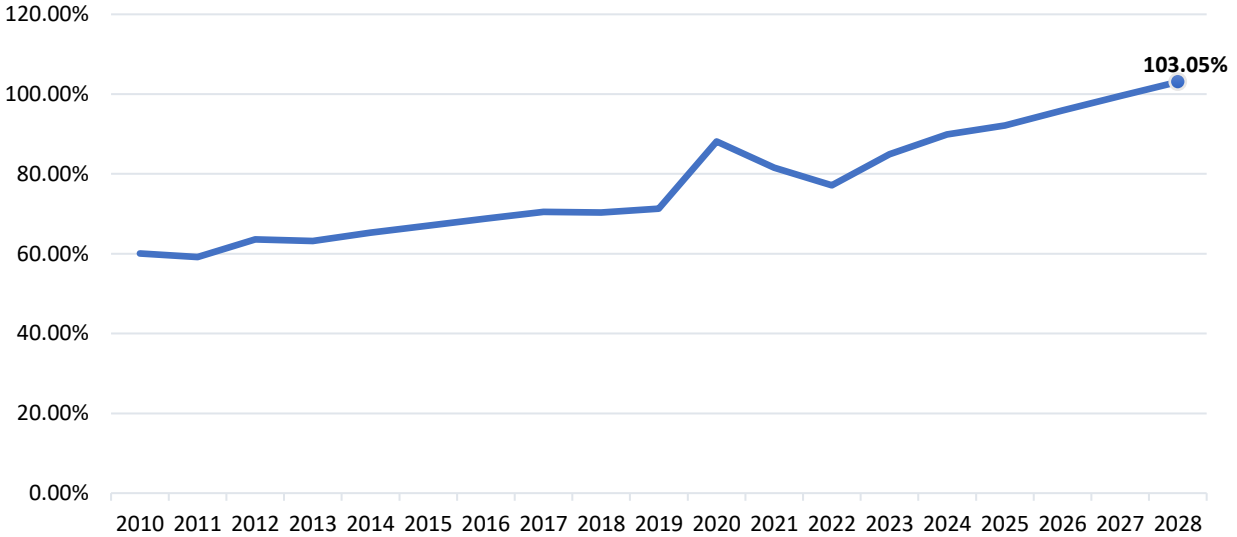
Gráfica 23: Descomposición de la dinámica de la Deuda



Elaboración propia en base a los datos del BCR y FMI, ver anexo 11 y 14.

La descomposición de la deuda para los años proyectados, evidencia un incremento en el uso de la deuda pública, esto debido al efecto del resultado corriente, donde la dinámica de la deuda muestra un alza del promedio en un 3.6% anual, siendo el año 2024 el cual se hizo más uso de la deuda presentó con un 5.0%, debido al incremento del efecto bola de nieve el cual permitió que el uso de la deuda acelerara y se mantuviera en un crecimiento promedio de 3.9% entre 2024 y 2028, lo cual está en concordancia con los saldos deficientes de las finanzas públicas que no alcanza a cubrir el límite crítico. El efecto bola de nieve mantiene su tendencia creciente hasta llegar a un máximo en el 2028 de 4.3% lo cual permitiría suponer que ante la situación en la cual los déficits fiscales se mantuvieran durante más tiempo, el efecto bola de nieve induciría al crecimiento de la deuda para los años posteriores al periodo de estudio.

Gráfica 24: Ratio Deuda sobre PIB



Elaboración propia en base a los datos del BCR y FMI, ver anexo 11 y 14.

El saldo de la deuda para el periodo de estudio muestra un crecimiento promedio del 8.0% interanualmente desde el año 2024 al 2028, siendo el año 2024 el pico máximo con un crecimiento del 10.0%, estos datos entran en concordancia con las brechas fiscales constantes que se esperan para el periodo proyectado, la aceleración del efecto bola de nieve que tiende a que haya mayor necesidad de financiamiento para hacer frente a la brecha fiscal y por ende, al incremento inherente del costo de la deuda (tasa de interés efectiva real); esto debido a que el perfil de riesgo será cada vez mayor dadas las condiciones fiscales del país. Según la proyección, se estima que para el año 2028 y por el comportamiento de las series de datos, el endeudamiento sobrepase el 100.0% del PIB, esto confirmando los escenarios elaborados por el FMI en los estudios de mediano plazo para el país y la región.

III Capítulo III: Conclusiones y Recomendaciones

3.1 Conclusiones

El uso de la deuda pública de El Salvador se ha venido intensificado en los últimos años debido a factores tanto internos como externos, entre ellos se puede mencionar: la crisis Covid-19 del año 2020 donde se tuvo una paralización de la actividad económica generando una respuesta del gobierno de política fiscal contra cíclica financiado a partir del uso de la deuda; o en el contexto interno que se dio la reforma del Sistema Previsional donde se reestructuró el financiamiento de la deuda de pensiones a partir de la emisión de nuevos títulos con un periodo de gracia a pagar dentro de 4 años, además, en el periodo estudiado se presenta una deficiencia constante de caja en los presupuestos de la nación requiriendo financiamiento para cubrir con los gastos planificados para cada año. Los eventos anteriores han llevado a que los niveles de endeudamiento se incrementen acercándose a los 90 puntos porcentuales del PIB (88.1% en 2020); lo que generó mayores preocupaciones entre las autoridades económicas del país, haciendo que la pregunta de si la deuda pública de El Salvador es sostenible cada vez más importante.

En lo que respecta a la sostenibilidad, se ha aplicado un método de evaluación de reacción fiscal, donde a partir de niveles iniciales de crecimiento económico y de tasas de interés de la deuda pública se determina el saldo mínimo de déficit corriente que debe obtener el gobierno para un periodo de modo que se pueda estabilizar el nivel de deuda respecto al PIB en el periodo siguiente. Para El Salvador, la brecha entre el interés efectivo de la deuda y el crecimiento económico se ha mantenido en un promedio del 2.6 puntos básicos entre el 2010 y el 2023, destacando el año 2011 donde más se redujo la brecha hasta un 0.8 puntos básicos y el año 2020-2021 donde se dio la mayor diferencia alcanzando un 13.5 puntos básicos en 2020 y reduciéndose hasta que el crecimiento fue mayor que el interés en 5.9 puntos básicos para 2021. De esta manera

en los años donde la brecha fue mayor, se necesitó un mayor superávit corriente para hacer frente al efecto bola de nieve, mientras que en los años donde la brecha fue menor, el superávit necesario es menor o incluso se podía permitir un déficit corriente en años donde el crecimiento fue mayor al interés de la deuda. En el registro histórico de saldos corrientes del país, se obtuvo un superávit mayor al necesario para estabilizar la deuda en todos los años del periodo de estudio, con una diferencia promedio de 2.1% del PIB, a excepción del año 2020 debido a la crisis del Covid-19, donde el resultado corriente fue deficitario superando al nivel estabilizador de la deuda en 10.9% del PIB. Teniendo como principales determinantes de la dinámica de la deuda a la brecha entre interés de la deuda y crecimiento junto al resultado corriente, se concluye que, en el periodo de los años de 2010 a 2019 y 2021 a 2023, aunque la deuda ha mostrado una tendencia creciente, se ha mantenido en el rango de sostenibilidad, marcado por el resultado fiscal corriente y la brecha interés-crecimiento, teniendo un crecimiento promedio anual de 1.2% del PIB para el primer periodo. Mientras que, para el segundo periodo se tuvo una diferencia de 1.0% del PIB para esos 3 años. Por otro lado, en el año 2020 la deuda pública presentó incrementos acelerados de manera insostenible alcanzando un salto de 16.8% del PIB respecto al 2019, siendo este producto del insuficiente resultado corriente, que no pudo contrarrestar el efecto bola de nieve provocando dicha variación descontrolada de la deuda. Tomando en cuenta toda la evidencia anteriormente presentada, en donde solamente un año la deuda de El Salvador presentó un comportamiento insostenible comparado con los otros 12 años de estudio, en los cuales sí se mantuvo dentro de los límites de la sostenibilidad, se encontraron **los suficientes elementos estadísticos para aceptar** la hipótesis general, tomándose como verdadero el enunciado que “los indicadores de sostenibilidad de la deuda pública en El Salvador muestran que, en el periodo analizado, la deuda ha sido sostenible”.

El perfil de deuda de El Salvador también es clasificado dentro de los estándares internacionales, a modo de identificar la calidad y la seguridad con la que se espera que se cumplan con las obligaciones de deuda. Dentro de esta clasificación los indicadores más comunes para evaluar el perfil de un país es el riesgo de deuda soberana y el ratio de deuda sobre PIB, en donde se busca identificar los niveles prudentes y límites de deuda que puede alcanzar un país de modo que este pueda seguir cumpliendo con los pagos del servicio de la deuda. El límite o rango de deuda prudente no es un indicador general aplicable para todos los países o para una región en su totalidad, ya que este depende del contexto económico, social y político del mismo; asimismo, depende de la accesibilidad con la que cuenta el país a los mercados internacionales; de manera general, se observó que para los países de Latinoamérica un nivel prudencial de la deuda ronda entre el 50.0% y 60.0% de la deuda, esto en función de que si las economías son más dependientes del turismo o más diversificadas, alcanzando así límites de 80.0% a 90.0% puntos del PIB para que los países tengan margen de respuesta frente a shocks externos. Por otro lado, en un análisis basado en la perspectiva de los inversionistas respecto a la deuda del país (Institutional Investor Rating) se encontró que a medida que el riesgo país aumenta mayor será el costo para adquirir nueva deuda y por ende mayor riesgo presentara para los acreedores comprar deuda salvadoreña, lo que se traduce en costos más elevados para la misma; es por eso, que en los países de CAPARD los niveles de deuda ideales para que estos sean categorizados con grado de inversión “invertibles” tiene que rondar entre el 30.0% y el 50.0% como límite superior. Específicamente, en la situación de El Salvador, se realizó el cálculo del Límite Natural de la Deuda basado en los registros históricos de ingresos públicos, gastos públicos, interés de largo plazo y crecimiento de largo plazo; con el propósito de proveer un nivel en donde el país mantenga un perfil “creíble” de pago de la deuda ante sus acreedores, dentro de esta investigación, se obtuvo un límite natural de 71.0%

lo que se encuentra dentro de estos indicadores tanto internacionales como específicos para el país, El Salvador mantuvo un nivel de deuda entre los 60.0% y 70.0% del PIB para los años 2010 a 2019, cumpliendo únicamente con el límite natural de la propia economía salvadoreña, pero significativamente superior a los niveles prudenciales aconsejados por los organismos internacionales, solo por debajo del límite extremo para las economías diversificadas de la región latinoamericana (76.0% del PIB). Sin embargo, a partir del año 2020 se dio un salto en los niveles de endeudamiento sobrepasando ampliamente los niveles aconsejables y prudenciales tanto internacionales como nacionales, llegando a niveles de deuda de 88.1% en 2020, debido a las políticas económicas de contención de la crisis Covid-19 y llegando a converger a un 84.9% del PIB en 2023. Adicionalmente, a causa del incremento en el nivel de deuda, la clasificación del riesgo país se vio deteriorada en los últimos años cayendo a la clasificación de no invertibles con alto nivel de especulación según la calificadora S&P, lo que dificulta la obtención de más y mejor deuda en el futuro dentro de los mercados internacionales. Dados los resultados de la investigación y con base en las distintas clasificaciones del nivel de endeudamiento tanto a nivel internacional como nacional, se encontraron los suficientes elementos estadísticos para **rechazar la hipótesis específica 1**, siendo falso el enunciado que “los indicadores económicos relacionados con la deuda pública de El Salvador muestran que, en la situación actual, la deuda pública se encuentra dentro de los estándares internacionales”.

La sostenibilidad puede ser definida desde diferentes enfoques, perspectivas y puntos de vista según de los alcances de las investigaciones, internacionalmente, por parte de los organismos multilaterales han manejado a lo largo del tiempo distintas definiciones de sostenibilidad de la deuda pública, los cuales han ido evolucionando acorde a los contextos económicos de cada región, actualmente, los organismos internacionales como el BID, FMI y BM han manejado en los

diferentes estudios para El Salvador y Latinoamérica, que la deuda pública será sostenible cuando un gobierno pueda hacer frente a sus obligaciones de corto y mediano plazo sin necesidad a recurrir a ajustes de políticas poco factibles desde las perspectivas económicas o políticas; o que se encuentren en la obligación de renegociar la deuda con los acreedores. Definido este enfoque de sostenibilidad, la presente investigación, por medio del análisis de los datos presentados por el FMI en sus perspectivas de mediano plazo de la WEO, los datos estadísticos históricos y actuales de los organismos públicos oficiales como el BCR y las perspectivas de las políticas económicas del gobierno central, se realizaron distintas proyecciones de mediano plazo para la economía salvadoreña, en los cuales se busca analizar la sostenibilidad o no de la deuda según el cumplimiento o no de los distintos supuestos planteados.

El primer escenario, denominado como escenario base, construido con los supuestos y perspectivas de mediano plazo del FMI recopilados en la WEO en su versión de enero 2024, entre los resultados más destacados del escenario se encontró que: la deuda pública mantuvo una tendencia creciente hasta llegar al 93.2% del PIB, esto explicado por el incremento de la brecha entre la tasa de intereses efectivos de la deuda pública contra la tasa de crecimiento de PIB, los intereses tuvieron un incremento en promedio de 4 puntos porcentuales en promedio respecto al crecimiento del PIB, esto explicado de la disminución de la tasa de crecimiento del PIB la cual tiende a regresar a su tendencia estructural del 2.0% - 2.2%, mientras que los intereses crecen a 6.1% al final del periodo proyectado. Debido al encarecimiento de la deuda por el alza de la tasa de interés y las dificultades que enfrentaría el estado para hacer frente a las obligaciones de deuda ante una disminución de la Producción Nacional, se necesita de un mayor superávit corriente para hacer frente a las obligaciones de la deuda. En el periodo proyectado de 2024 – 2028 se estima que el saldo corriente proyectado es superior al superávit necesario para estabilizar la deuda en 3.1%

con respecto al PIB, el superávit necesario para estabilizar la deuda es en promedio para el periodo del pronóstico de 3.0% aproximadamente; mientras que el superávit proyectado obtenido es de un aproximado 5.9% para todo el periodo, con una reducción en el año 2028 debido a la finalización del periodo de gracia por la reforma del Sistema de Pensiones. Dado el cumplimiento de estos supuestos el **escenario base lleva un camino sostenible** durante el periodo proyectado.

El segundo escenario denominado como optimista está construido en base a las perspectivas favorables de las autoridades financieras y de la administración actual, entre los resultados más significativos del escenario se pueden mencionar que el comportamiento del nivel de deuda sigue una tendencia decreciente, llegando hasta el 70.5% del PIB al final del periodo proyectado, explicado principalmente por el crecimiento del PIB y la baja de la tasa de interés efectiva real, el crecimiento del PIB en promedio se obtuvo un 3.2% para todo el periodo proyectado y para los intereses se logró una reducción en promedio al 5.4%, una disminución de 0.7% respecto al PIB en comparación al escenario base. Debido a esto da como resultado un saldo corriente superavitario mayor al del escenario base, llegando a un promedio de 4.9% en el periodo, es decir el año optimista fue 1.5 veces mayor que el escenario base. El superávit promedio necesario para estabilizar la deuda es de 1.6% para el periodo, esto significó una disminución de 1,9% con respecto al escenario anterior. Dado el cumplimiento de los supuestos, el **escenario optimista lleva a un camino sostenible**.

El tercer escenario denominado como pesimista está construido en base al no cumplimiento de las perspectivas y proyectos propuestos por la administración actual, los principales resultados se observa que la deuda presenta un crecimiento desproporcionado, llegando al 103.1% con respecto al PIB, este crecimiento acelerado se debe al ante la caída del crecimiento económico retornando a la tasa estructural previa a la pandemia del 2.0% anual, la tasa de interés efectiva real

asciende a un 6.3%, un aumento del 0.3% con respecto al escenario base, esto debido al aumento de la necesidad de financiamiento, repercutiendo en el deterioro de las condiciones fiscales del país y el aumento del riesgo país. La brecha entre la tasa de crecimiento y el interés efectivo real asciende al 4.3%. Esto se traduce en que se necesita un superávit corriente de 3.9% para estabilizar el nivel de endeudamiento, mientras que el saldo proyectado es de 2.5%, lo que significa una brecha de 1.8%, dado esto ante el cumplimiento de los supuestos el escenario negativo **sigue un camino de no sostenibilidad de la deuda.**

En conclusión, ante los resultados de los diferentes escenarios, se puede observar que 2 de los 3 escenarios mantienen un camino de la sostenibilidad ante el cumplimiento de los supuestos en los cuales fueron construidos, debido a ello, hay suficiente **evidencia estadística para aceptar la hipótesis específica 2**, la cual establece que: El análisis de sostenibilidad de la deuda muestra que la deuda pública en El Salvador es sostenible en el mediano plazo.

Por último, al haber analizado los comportamientos históricos de las diferentes variables económicas del país, se determinó que la deuda, en general, ha llevado un camino sostenible durante el periodo de estudio, del año 2010 hasta el 2023; con una variación significativa durante el 2020 a causa de la pandemia Covid-19, Sin embargo, pese a que el comportamiento de la deuda refleje una tendencia sostenible, los niveles de endeudamiento se encuentran fuera de los rangos recomendados por organismos internacionales, lo cual genera presión en las finanzas públicas y a futuro, podría generar una desviación de la tendencia hacia una senda insostenible sino es corregido el rumbo para estar en sincronía con los niveles prudenciales aconsejados por las instituciones multilaterales acordes a la situación financiera del país.

En el análisis de las perspectivas a futuro, se tomaron en cuenta diferentes posibilidades que pueden afectar la economía salvadoreña a nivel macroeconómico tanto de manera positiva

como negativa en forma de shocks; es así como se obtuvieron 2 resultados en los cuales el nivel de deuda sigue dentro del camino sostenible manteniendo o mejorando las condiciones de crecimiento, interés de la deuda y el resultado fiscal corriente. Sin embargo, en el escenario donde hay un shock negativo donde se afecten cualquiera o incluso todas de las variables anteriores, el nivel de deuda si tiene un riesgo muy elevado de caer en la insostenibilidad creciendo a ritmos acelerados hasta potencialmente caer en impago, por lo que es de vital importancia tomar acciones preventivas como desarrollar nuevas estrategias del manejo de la deuda que permita controlar el uso de la misma con el objetivo de llevarla a los niveles prudenciales aconsejados para la región de Latinoamérica por los organismos multilaterales.

3.2 Recomendaciones

La resultados estadísticos y financieros de esta investigación pone en evidencia que en El Salvador la deuda pública es actualmente sostenible, al mismo tiempo, se observa que sus niveles de endeudamiento son elevados y se está por encima de los parámetros recomendados por los organismos internacionales, por lo cual, esto podría desencadenar que lleve un camino insostenible en el mediano-largo plazo sino se realizan ajustes en materia fiscal y macroeconómica para mantener la deuda pública en la senda de la sostenibilidad. Dado esto, se recomiendan los siguientes perfiles de acción para mejorar la situación actual de endeudamiento y que este mantenga un camino sostenible en el mediano plazo, en base a lo observado durante la presente investigación y lo recomendado por los organismos internacionales. Aunque tradicionalmente las propuestas realizadas por las instituciones internacionales tienen un enfoque meramente fiscal de ajustes en el gasto público, es decir, encaminado a recortes dejando de lado el factor social, lo cual es incompatible con una recomendación de política pública que debe velar por un equilibrio entre

todos los factores que se involucra, por lo cual, como perfil de recomendación se tiene en primer lugar:

Un cambio en la estructura de las finanzas públicas sin prescindir del factor social, si bien, se ha comprobado en la investigación que El Salvador ha presentado superávits corrientes a excepción del periodo de pandemia, el balance corriente se ha visto en situación de déficits constantes al incorporarse el gasto en el servicio de la deuda, el país necesita por lo cual un mejor control en las finanzas públicas que históricamente han tenido un problema estructural en el cual los ingresos fiscales vienen en mayor parte por impuestos indirectos de corte regresivo como lo es el IVA, sumado a la evasión y elusión fiscal, son puntos los cuales deben mejorar para agilizar y fortalecer la recaudación sin dañar a los sectores más vulnerables. Las medidas tomadas hasta ahora tales como el combate a la evasión fiscal, la implementación de la facturación electrónica, firma electrónica y el Sistema de Planilla Única permiten tener una mayor efectividad y control en el ámbito de la recaudación disminuyendo los medios y canales que históricamente eran utilizados para dichos actos. Esto permitirá a los organismos centrales tener una mejor estimación de la recaudación esperada y crear políticas realistas en base a ello, además, con el combate a la evasión se tendrán mayores ingresos que reducirá la necesidad de la creación e implementación de nuevos impuestos indirectos que graven el consumo o que se aumente los ya existentes que afectan principalmente a la población salvadoreña.

Una vez mejorado el apartado de la recaudación y los ingresos públicos, se necesita un mayor control en cuanto a la gestión del gasto público, el uso del endeudamiento de corto plazo para financiar los presupuestos públicos se ha vuelto una problemática que ha ido en incremento desde la década del 2010 a la actualidad como se ha comprobado en la investigación. El gasto en el servicio de la deuda está a un nivel semejante de lo destinado a instituciones como el ministerio

de salud y educación, lo cual repercute en el posicionamiento de nuevos proyectos. Además, las remuneraciones del sistema público son una carga representativa en el gasto público, en este sentido se debe priorizar que las funciones y competencias de los funcionarios públicos se reflejan éticamente en sus remuneraciones, por lo cual es necesario realizar una reestructuración del gasto público. Se debe procurar la disminución de aquellos gastos innecesarios que tengan que ver con el funcionamiento del estado por sobre los de inversión, esto para hacer una asignación efectiva del gasto público, focalizándose en la reducción de las brechas sociales y en la satisfacción de las necesidades de las poblaciones más vulnerables. Esto puede llevarse a cabo mediante la implementación de una nueva metodología de formulación y evaluación de los proyectos ejecutados y por ejecutarse, priorizando los de beneficio colectivo por sobre aquellos que no lo sean, sin obviar un equilibrio entre el bien común y el medio ambiente. La creación de un registro único de beneficiarios de los diferentes subsidios, asignándoles según las necesidades de cada núcleo familiar tomando en cuenta las dimensiones sociales, económicas y geográficas de la población. Y finalmente, creando una política de austeridad del estado, reduciendo los gastos improductivos y no esenciales para el funcionamiento del aparato gubernamental, tales como los destinados a figuras políticas, ajustes de las remuneraciones de los servidores públicos de alta jerarquía, reducción de la contratación de empleados públicos que no generen beneficio colectivo de manera directa o indirecta para el cumplimiento y desarrollo de los proyectos y planes estratégicos de fin de desarrollo social.

Dado el cumplimiento de los puntos anteriores, se puede garantizar que exista un flujo constante y sostenible de ingresos fiscales, sin afectar de manera regresiva el ingreso de la población. A su vez, con una reducción en los gastos públicos sin afectar el desarrollo e implementación de programas sociales permite que se garantice la existencia de un superávit por

cuenta corriente y a su vez da la pauta que se presente un balance fiscal corriente que permita que no se sea necesaria la búsqueda del financiamiento para el funcionamiento del estado y de los presupuesto públicos. De la misma manera, se debe reforzar la institucionalidad y la transparencia en el estado, fomentando a su vez la integridad y la rendición de cuentas de las instituciones públicas, asimismo la reactivación de La Ley de Responsabilidad Fiscal fomenta una garantía a los intereses de los inversores extranjeros consolidando el país como un atractivo económico para invertir. Paralelamente la Ley de Acceso a la Información Pública en El Salvador juega un papel fundamental, por tanto, se debe de aumentar los canales para la difusión de la información pública, dando rendición de cuentas en tiempo y forma con respecto al uso de los fondos públicos, sobre todo aquellos que tengan origen en obligaciones de deuda con nacionales o extranjeros. El garantizar un marco legal e institucionalidad que permitan una cultura de transparencia y del control del uso de los fondos del estado es como se permitirá crear un clima de confianza para los inversionistas y a su vez en generar confianza de parte del estado para el cumplimiento de sus obligaciones y con ello, dando como resultado el acceso a mejores condiciones de financiamiento que garanticen un panorama más favorable para la implementación de programas de desarrollo y de inversión pública.

Como segundo perfil de alternativa o complemento a la primera alternativa, después de haber abarcado el contexto nacional del país y de haber identificado las posibles recomendaciones específicas en base a la situación actual de El Salvador, se puede discutir un perfil de recomendaciones de la gestión de la deuda dentro del marco internacional, con el propósito de darle mayor credibilidad al país y lograr un mejor acceso a mercados internacionales para adquirir mejor deuda a menos costo o riesgo.

Cuando los gobiernos se enfrentan a la pregunta de ¿Cómo satisfacer de mejor manera las necesidades de financiamiento del país? Se encuentran con múltiples posibilidades donde cada una presenta sus intercambios entre costos y riesgos de llevar a cabo tal préstamo o de utilizar determinados instrumentos. Por ejemplo, si hay una disminución de los intereses de la deuda en moneda extranjera y resulta menor con respecto al interés de la deuda en moneda nacional, se podría considerar en primera instancia optar por deuda en moneda extranjera; pero esta ventaja se vuelve una incerteza después de tomar en cuenta el riesgo cambiario, ya que este rige el costo que tendrá esta deuda posterior a su adquisición (Estevao & Savastano, 2019)

Estas situaciones pueden ser explicadas por una buena gestión de la deuda donde se establece e implementa una estrategia con el fin de administrar la deuda pública asegurándose que las necesidades de financiamiento y que el pago de la deuda se satisfaga al menor costo posible. En esencia, la Estrategia de Gestión de Deuda de Mediano Plazo (EGDMP) es un plan formulado del Banco Mundial en conjunto con el FMI con el que los gobiernos pueden crear lineamientos para la creación de un portafolio de deuda deseado reflejando las preferencias que tienen respecto a las diferentes alternativas de costo y riesgo. Con una EGDMP bien definida se identifican las diferentes combinaciones de costos fiscales que impactan el servicio de la deuda como lo son las variaciones macroeconómicas, movimientos del mercado, o shock externos; con el objetivo de administrar el riesgo para el balance fiscal, y así minimizar la carga que perciben los contribuyentes mientras se maximizan los recursos disponibles para otros gastos.

Las prioridades principales de los gestores de deuda son: 1) minimizar el costo de la deuda, 2) minimizar el riesgo del mercado y 3) maximizar el plazo promedio del mercado para que los vencimientos de los diferentes instrumentos sean uniformes, la realización de una EGDMP requiere de 8 pasos que definen la construcción de la estrategia, además, estos deben de ser

llevados a cabo en un contexto donde: 1) el marco legal identifique específicamente cual es la autoridad que presta y emite deuda, 2) el marco institucional describe claramente los roles y responsabilidades de las instituciones que se involucran en el manejo de la deuda y 3) se tiene un riguroso control y registro de la deuda que permita validar la credibilidad de la información (Estevao & Savastano, 2019).

Estrategia de Gestión de la Deuda de Mediano Plazo:

1. Definir el alcance y los objetivos de la gestión de la deuda.
2. Articular la estrategia de gestión de deuda actual, y los costos y riesgos de la deuda existente.
3. Identificar sus posibles fuentes de financiamiento, incluidos sus perfiles de costo-riesgo.
4. Trazar proyecciones de línea base e identificar riesgos en ámbitos clave de políticas (Fiscal, monetaria, externa y de mercado).
5. Reconocer factores estructurales con el potencial de influir en la composición de la deuda deseada de largo plazo.
6. Clasificar las estrategias alternativas sobre la base del trade-off costo-riesgo.
7. Entender las implicaciones de las estrategias candidatas para las condiciones fiscales, monetarias y de mercado.
8. Realizar acuerdos a altos niveles sobre la estrategia deseada de gestión de deuda.

Los beneficios principales de la construcción de la EGDMP son: a) evaluación de los intercambios entre costos y riesgos que permite hacer decisiones informadas identificando los riesgos de cada alternativa e instrumento, b) identificación y manejo de los riesgos haciendo que se sepa la situación fiscal y de endeudamiento del país permitiendo que tome ventaja de las oportunidades que se le presenten en el mercado y c) mejoramiento de la transparencia de información debido al reporte y la recopilación de información detallada con la que se construye la estrategia lo que permite aumentar la rendición de cuentas (Estevao & Savastano, 2019).

Finalmente, una creación de una buena estrategia de gestión de deuda puede facilitar la dinámica de sostenibilidad de la deuda en gran medida ya que en la medida en que se tomen decisiones acertadas y medidas con la adquisición de deuda o el pago de la misma, se disminuye la presión de la deuda en las finanzas del gobierno haciendo que la coordinación de gastos sea más eficiente y que la política fiscal se desarrolle con mayor eficacia para cumplir con las prioridades del gobierno en el desarrollo y crecimiento de la economía.

IV BIBLIOGRAFIA

Alvarado, C. (2019). *Documento Ocasional, Límite Natural de la Deuda Pública de El Salvador y su relación con la Sostenibilidad Fiscal*. San Salvador: Banco Central de Reserva (BCR).

Armendaríz, E. (2006). *La sostenibilidad de la Deuda Pública y la Postura Fiscal en el Ciclo Económico: El Itsmo Centroamericano*. Méxco DF: CEPAL.

Asamblea Legislativa de El Salvador. (1996). *Ley del Sistema de Ahorro de Pensiones*. San Salvador.

Asamblea Legislativa de El Salvador. (2006). *Ley del Fideicomiso de Obligaciones Previsionales*. San Salvador.

Asamblea Legislativa de El Salvador. (2017). *Reformas del Sistema de Ahorro de Pensiones*. San Salvador.

Asamblea Legislativa de El Salvador. (2022). *Ley Integral del Sistema de Pensiones*. San Salvador.

Asamblea Legislativa República de El Salvador. (1983). *Constitución de la República de El Salvador*. San Salvador.

Asamblea Legislativa República de El Salvador. (1996). *Ley del Sistema de Ahorro de Pensiones*.
San Salvador: Diario Oficial No. 243 Tomo No. 333, del 23 de diciembre de 1996.

Asamblea Legislativa República de El Salvador. (1996). *Ley Orgánica de Administración Financiera del Estado*. San Salvador.

Asamblea Legislativa República de El Salvador. (2016). *Ley de Responsabilidad Fiscal para la Sostenibilidad de las Finanzas Públicas y el Desarrollo Social*. San Salvador.

Asamblea Legislativa República de El Salvador. (2020). *Ley de Presupuesto para el Ejercicio Fiscal 2020*. San Salvador.

Asamblea Legislativa República de El Salvador. (2022). *Ley Integral del Sistema de Pensiones*.
San Salvador: Diario Oficial N° 241, Tomo N°437, 21 de diciembre de 2022.

Banco Mundial. (2023). Obtenido de <https://www.bancomundial.org/es/topic/debt/overview#:~:text=Un%20alto%20nivel%20de%20deuda,los%20pa%C3%ADses%20de%20ingreso%20bajo>.

Bannister, G., & Barrot, D. (2011). *A Debt Intolerance Framework Applied to Central America, Panama and Dominican Republic*. IMF Working Paper.

BID. (2023). *Lidiar con la Deuda: Menos riesgo para mas crecimiento en America Latina y El Caribe*.

CEPAL. (2021). *Estudio Economico de America Latina y el Caribe*.

Chudik, A., Mohaddes, K., & Raissi, M. (2015). *Is there a Debt-threshold Effect on Output Growth?* IMF Working Paper.

- Dornbusch, R., Fischer, S., & Startz, R. (2009). *Macroeconomía*. México D.F: McGraw-Hill Interamericana Editores.
- El Diario de Hoy. (23 de Mayo de 2024). Moody's mejora calificación de El Salvador. *ElSalvador.com*.
- Escuela de Economía, Universidad de El Salvador. (2022). *El Comportamiento de la Deuda Pública en El Salvador*. San Salvador.
- Estevao, M., & Savastano, M. (2019). *Developing a medium-term Debt Management Strategy Framework (MTDS)*. Washington.
- Giménez, F. (2006). *Macroeconomía Enfoques Y Modelos*. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Gregorio, J. d. (2007). *Macroeconomía: Teoría y Políticas*. Santiago: Pearson Education.
- ICEFI. (2015). *Cápsulas Fiscales: La Política Fiscal*. Ciudad de Guatemala.
- International Monetary Fund. (2022). *Executive Board Concludes 2021 Article IV Consultation With El Salvador*. Washington, DC.
- Keynes, J. M. (1965). *Teoría General de la Ocupación, El Interés y el Dinero* (1a Edición en Español ed.). Buenos Aires - México DF: Fondo de la Cultura Económica.
- Lozano, J. F. (1984). *Cuadernos de Economía*. Madrid: Universidad Autónoma de Madrid.
- Madrigal, J., Campos, R., & Granados, L. F. (2014). *Centroamérica: Enfrentando el Reto de la Sostenibilidad de las Finanzas Públicas*. Consejo Monetario Centroamericano.

- Merchan, G. (2020). *Analysis of the Dynamics and Sustainability of Public Debt in Latin America*. Sevilla, España.
- Ministerio de Hacienda. (2013). *Informe de Gestión de las Finanzas Públicas*. San Salvador.
- Ministerio de Hacienda. (2018). *Marco Fiscal de Mediano y Largo Plazo*. San Salvador.
- Ministerio de Hacienda. (2018). *Marco Fiscal de Mediano y Largo Plazo 2018-2028*. San Salvador.
- Ministerio de Hacienda. (2021). *Informe Preliminar de Gestión de las Finanzas Públicas*. San Salvador.
- Ministerio de Hacienda. (2022). *Informe Preliminar de Gestión de las Finanzas Públicas*. San Salvador.
- Ministerio de Hacienda. (25 de Mayo de 2023). *Ministerio de Hacienda de El Salvador*. Obtenido de <https://www.mh.gob.sv/d/>
- Ministerio de Hacienda. (2024). *Guía del Presupuesto General del Estado para el Ciudadano*. San Salvador.
- Moody's. (2018). *Metodología de Calificación Soberana*. New York.
- Salsman, R. (2012). *The Political Theory of Public Credit*. North Carolina: Duke University.
- Samuelson, P., & Nordhaus, W. (2010). *Economía con Aplicaciones a Latinoamérica*. México DF: McGraw Hill.
- Seguí Alcaraz, A., & Nieto Rodrigo, I. (AGOSTO de 2020). *Informes de Economía: Las Agencias de Calificación y la Deuda Pública*. Comunidad Valenciana.

Yueh, L. (8 de Febrero de 2020). *Word Economic Forum*. Obtenido de <https://www.weforum.org/agenda/2019/06/keynes-john-maynard-economics-government-spending/>

ANEXOS

INDICE DE TABLAS

Anexo 1 PIB a Precio Corrientes y Tasa de Crecimiento periodo 2010-2022

Anexo 2 PIB por Rama de Actividad Económica y Porcentaje de Participación Respecto al PIB 2021-2022

Anexo 3 Ingresos y Gastos totales del SPNF 2010-2022

Anexo 4 Deuda Pública Total incluida Deuda Previsional y Deuda Respecto al PIB periodo 2010-2022

Anexo 5 Deuda Pública Total, Deuda del SPNF y Deuda Previsional (FOP) periodo 2010-2022

Anexo 6 Deuda pública Total por Acreedor periodo 2010-2021

Anexo 7 Ingresos, Gastos e Intereses del SPNF y porcentajes respecto al PIB 2009-2023

Anexo 8 EMBI Promedio Mensual El Salvador 2010-2024.

Anexo 9 Uso del Presupuesto General de la Nación destinado a las obligaciones de Deudas y Destinado a Diferentes Ministerios y su Porcentaje Respecto al Total Periodo 2018-2024

Anexo 11 Inputs del Modelo Estándar de Sostenibilidad de la Deuda 2010-2023

Anexo 12 Outputs del Modelo Estándar de Sostenibilidad de la Deuda 2010-2023

Anexo 13 Proyección Escenario Base

Anexo 14 Proyección Escenario Optimista

Anexo 15 Proyección Escenario Pesimista

INDICE MATEMATICO

Anexo 10 Desarrollo Matemático del Modelo Estándar de Sostenibilidad de la Deuda Pública

ANEXO 1

PIB a Precio Corrientes y Tasa de Crecimiento periodo 2010-2022

AÑOS	PIB	TASA DE CRECIMIENTO
2010	\$18,447.92	4.8%
2011	\$20,283.78	10.0%
2012	\$21,386.15	5.4%
2013	\$21,990.96	2.8%
2014	\$22,593.47	2.7%
2015	\$23,438.24	3.7%
2016	\$24,191.43	3.2%
2017	\$24,979.19	3.3%
2018	\$26,020.85	4.2%
2019	\$26,881.14	3.3%
2020	\$24,930.09	-7.3%
2021	\$29,451.25	18.1%
2022	\$32,488.72	10.3%

Fuente: Elaboración Propia en Base a los datos publicados por el Banco Central de Reserva de El Salvador.

PIB por Rama de Actividad Económica y Porcentaje de Participación Respecto al PIB

2021-2022

RAMA DE ACTIVIDAD ECONOMICA	2021	2022
Agricultura	4.0%	0.6%
Minería	11.8%	-13.9%
Manufactura	14.3%	-0.5%
Electricidad	2.7%	14.4%
Agua y alcantarillado	5.5%	1.0%
Construcción	7.0%	8.3%
Comercio	12.4%	2.1%
Transporte	13.5%	5.4%
Hotelería y restaurante	29.7%	4.3%
Comunicaciones	10.9%	4.0%
Actividades financieras	6.6%	1.6%
Inmobiliarias	4.6%	0.2%
Prácticas profesionales	20.0%	9.4%
Servicios administrativos	13.4%	7.8%
Administración pública	7.6%	5.0%
Enseñanza	0.5%	1.6%
Salud	13.5%	3.2%
Arte y entretenimiento	57.3%	6.1%
PIB	11.2%	2.6%

Fuente: Elaboración Propia en Base a los datos publicados por el Banco Central de Reserva de El Salvador.

Ingresos y Gastos totales del SPNF 2010-2022

Año	Ingresos Totales	Gastos Totales	Déficit/PIB
2010	\$ 3,971.80	\$ 4,532.40	-3.0%
2011	\$ 4,412.75	\$ 4,913.70	-2.5%
2012	\$ 4,709.50	\$ 5,104.10	-1.8%
2013	\$ 4,893.60	\$ 5,430.70	-2.4%
2014	\$ 4,963.40	\$ 5,403.40	-1.9%
2015	\$ 5,158.00	\$ 5,523.90	-1.6%
2016	\$ 5,524.70	\$ 5,755.20	-0.9%
2017	\$ 5,886.20	\$ 5,956.80	-0.2%
2018	\$ 6,044.90	\$ 6,382.60	-1.3%
2019	\$ 6,135.10	\$ 6,614.90	-1.9%
2020	\$ 5,760.70	\$ 7,967.90	-8.8%
2021	\$ 7,108.80	\$ 8,424.50	-4.5%
2022	\$ 7,881.30	\$ 8,423.10	-1.7%

Fuente: Elaboración Propia en Base a los datos publicados por el Banco Central de Reserva de El Salvador.

ANEXO 4**Deuda Pública Total incluida Deuda Previsional y Deuda Respecto al PIB periodo 2010-****2022**

Años	Deuda Pública Total	Deuda Respecto a PIB
2010	\$11,778.32	63.8%
2011	\$12,951.20	63.9%
2012	\$14,493.11	67.8%
2013	\$14,888.18	67.7%
2014	\$15,691.24	69.5%
2015	\$16,586.42	70.8%
2016	\$17,558.22	72.6%
2017	\$18,372.72	73.6%
2018	\$18,974.68	72.9%
2019	\$19,808.35	73.7%
2020	\$22,622.90	90.8%
2021	\$24,369.53	83.9%
2022	\$25,350.12	79.2%

Fuente: Elaboración Propia en Base a los datos publicados por el Banco Central de Reserva de El Salvador.

ANEXO 5

Deuda Pública Total, Deuda del SPNF y Deuda Previsional (FOP) periodo 2010-2022

AÑOS	DEUDA PUBLICA TOTAL	SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO	FOP	DEUDA SPNF/DEUDA TOTAL
2010	\$11,778.32	\$9,669.28	\$1,407.36	82.1%
2011	\$12,951.20	\$10,204.10	\$1,796.94	78.8%
2012	\$14,493.11	\$11,402.57	\$2,193.36	78.7%
2013	\$14,888.18	\$11,282.50	\$2,608.26	75.8%
2014	\$15,691.24	\$11,712.50	\$3,040.04	74.6%
2015	\$16,586.42	\$12,233.76	\$3,478.71	73.8%
2016	\$17,558.22	\$12,619.66	\$4,015.94	71.9%
2017	\$18,372.72	\$13,043.33	\$4,573.61	71.0%
2018	\$18,974.68	\$13,385.11	\$4,921.53	70.5%
2019	\$19,808.35	\$13,909.68	\$5,264.76	70.2%
2020	\$22,622.90	\$16,412.96	\$5,555.91	72.6%
2021	\$24,369.53	\$17,882.76	\$5,809.13	73.4%
2022	\$25,350.12	\$18,464.32	\$6,202.23	72.8%

Fuente: Elaboración Propia en Base a los datos publicados por el Banco Central de Reserva de El Salvador.

Deuda pública Total por Acreedor periodo 2010-2021

AÑOS	FOP	DEUDA FLOTANTE	OTROS	BCR	BILATERAL	MULTILATERAL	INVERSIONISTAS
2010	\$1,407.30	\$189.10	\$46.90	\$709.10	\$636.70	\$3,305.40	\$5,483.80
2011	\$1,796.90	\$559.30	\$57.20	\$708.50	\$610.30	\$3,467.50	\$5,751.50
2012	\$2,193.40	\$836.00	\$49.60	\$707.90	\$545.80	\$3,618.40	\$6,542.00
2013	\$2,607.30	\$607.00	\$42.90	\$707.30	\$493.00	\$3,642.80	\$6,787.80
2014	\$3,040.00	\$317.00	\$35.30	\$706.70	\$428.40	\$3,577.70	\$7,586.10
2015	\$3,478.70	\$772.40	\$35.50	\$706.10	\$401.00	\$3,569.40	\$7,623.30
2016	\$4,015.90	\$1,015.00	\$35.10	\$705.50	\$383.00	\$3,516.20	\$7,887.50
2017	\$4,573.60	\$700.00	\$35.20	\$704.90	\$380.20	\$3,576.30	\$8,402.50
2018	\$4,921.30	\$770.70	\$30.60	\$704.30	\$356.40	\$3,809.10	\$8,382.20
2019	\$5,264.80	\$936.10	\$33.70	\$704.30	\$330.70	\$3,847.20	\$8,691.50
2020	\$5,555.90	\$1,960.90	\$32.50	\$704.30	\$369.20	\$4,299.00	\$9,703.70
2021	\$5,809.10	\$2,543.10	\$41.10	\$704.30	\$362.50	\$4,844.60	\$8,745.90

Fuente: Elaboración propia en base a Informe de Comportamiento la Deuda Pública de El Salvador, Escuela de Economía, Universidad de El Salvador. Año 2022

Ingresos, Gastos e Intereses del SPNF y porcentajes respecto al PIB 2009-2023

Año	Ingresos Corrientes	Gastos Corrientes	Intereses	Déficit / Superávit	PIB	Ingresos /PIB	Gastos/PIB	Intereses/ PIB	Déficit/ PIB
2009	\$3,475.20	\$3,743.30	\$530.90	\$262.80	\$17,601.62	19.7%	21.3%	3.0%	1.5%
2010	\$3,807.10	\$3,855.60	\$508.00	\$459.50	\$18,447.92	20.6%	20.9%	2.8%	2.5%
2011	\$4,198.70	\$4,245.30	\$517.90	\$471.30	\$20,283.78	20.7%	20.9%	2.6%	2.3%
2012	\$4,531.40	\$4,320.70	\$536.40	\$747.10	\$21,386.15	21.2%	20.2%	2.5%	3.5%
2013	\$4,822.80	\$4,641.30	\$593.80	\$775.30	\$21,990.96	21.9%	21.1%	2.7%	3.5%
2014	\$4,917.10	\$4,714.80	\$610.40	\$812.70	\$22,593.47	21.8%	20.9%	2.7%	3.6%
2015	\$5,105.30	\$4,813.60	\$639.80	\$931.50	\$23,438.24	21.8%	20.5%	2.7%	4.0%
2016	\$5,478.80	\$4,938.60	\$705.30	\$1,245.50	\$24,191.43	22.6%	20.4%	2.9%	5.1%
2017	\$5,841.90	\$5,213.60	\$799.80	\$1,428.10	\$24,979.19	23.4%	20.9%	3.2%	5.7%
2018	\$5,984.40	\$5,516.00	\$938.00	\$1,406.40	\$26,020.85	23.0%	21.2%	3.6%	5.4%
2019	\$6,019.00	\$5,755.80	\$991.10	\$1,254.30	\$26,881.14	22.4%	21.4%	3.7%	4.7%
2020	\$5,633.60	\$6,819.80	\$1,081.40	-\$104.80	\$24,921.19	22.6%	27.4%	4.3%	-0.4%
2021	\$7,085.60	\$7,438.60	\$1,303.70	\$950.70	\$29,043.14	24.4%	25.6%	4.5%	3.3%
2022	\$7,861.90	\$7,561.70	\$1,491.50	\$1,791.70	\$31,988.92	24.6%	23.6%	4.7%	5.6%
2023	\$8,395.30	\$7,752.20	\$1,330.50	\$1,973.60	\$34,015.62	24.7%	22.8%	3.9%	5.8%

Fuente: Elaboración Propia en Base a los datos publicados por el Banco Central de Reserva de El Salvador.

ANEXO 8.

EMBI Promedio Mensual El Salvador 2010-2024.

Año	Mes	EMBI	Años	Meses	EMBI	Años	Meses	EMBI	Años	Meses	EMBI
2010	ene	3.11	2014	ene	4.11	2018	ene	3.55	2022	ene	15.31
2010	feb	3.14	2014	feb	4.89	2018	feb	3.70	2022	feb	15.13
2010	mar	2.73	2014	mar	4.53	2018	mar	3.62	2022	mar	17.68
2010	abr	2.47	2014	abr	4.00	2018	abr	3.73	2022	abr	20.10
2010	may	3.10	2014	may	3.87	2018	may	4.02	2022	may	23.81
2010	jun	3.35	2014	jun	3.77	2018	jun	4.32	2022	jun	24.64
2010	jul	3.58	2014	jul	3.63	2018	jul	4.11	2022	jul	28.87
2010	ago	3.51	2014	ago	3.71	2018	ago	4.49	2022	ago	25.68
2010	sep	3.57	2014	sep	3.68	2018	sep	4.59	2022	sep	23.72
2010	oct	3.38	2014	oct	3.98	2018	oct	4.87	2022	oct	20.98
2010	nov	3.04	2014	nov	3.79	2018	nov	4.90	2022	nov	19.79
2010	dic	2.92	2014	dic	4.11	2018	dic	4.96	2022	dic	18.92
2011	ene	2.87	2015	ene	4.57	2019	ene	4.76	2023	ene	15.68
2011	feb	2.96	2015	feb	4.50	2019	feb	4.45	2023	feb	14.95
2011	mar	3.28	2015	mar	4.52	2019	mar	4.38	2023	mar	15.40
2011	abr	3.23	2015	abr	4.37	2019	abr	4.43	2023	abr	14.55
2011	may	3.26	2015	may	4.21	2019	may	4.67	2023	may	13.30
2011	jun	3.42	2015	jun	4.52	2019	jun	4.74	2023	jun	11.34
2011	jul	3.35	2015	jul	4.49	2019	jul	4.33	2023	jul	10.48
2011	ago	3.99	2015	ago	5.14	2019	ago	4.80	2023	ago	9.10
2011	sep	4.56	2015	sep	5.34	2019	sep	4.63	2023	sep	7.33
2011	oct	4.79	2015	oct	5.95	2019	oct	4.58	2023	oct	7.71
2011	nov	4.53	2015	nov	5.80	2019	nov	4.39	2023	nov	6.77
2011	dic	4.70	2015	dic	6.23	2019	dic	4.17	2023	dic	6.90
2012	ene	4.76	2016	ene	7.03	2020	ene	3.95	2024	ene	7.01
2012	feb	4.71	2016	feb	7.78	2020	feb	4.11	2024	feb	6.63
2012	mar	4.55	2016	mar	6.58	2020	mar	7.22	2024	mar	7.35
2012	abr	4.70	2016	abr	6.33	2020	abr	9.92	2024	abr	6.66
2012	may	4.80	2016	may	6.61	2020	may	9.59			
2012	jun	4.97	2016	jun	6.71	2020	jun	8.13			
2012	jul	4.78	2016	jul	5.56	2020	jul	7.99			
2012	ago	4.36	2016	ago	4.91	2020	ago	7.49			
2012	sep	4.06	2016	sep	4.78	2020	sep	7.70			
2012	oct	3.94	2016	oct	5.00	2020	oct	8.96			
2012	nov	4.01	2016	nov	5.27	2020	nov	8.67			
2012	dic	4.08	2016	dic	5.45	2020	dic	7.54			
2013	ene	3.47	2017	ene	5.46	2021	ene	7.48			

2013	feb	3.36	2017	feb	5.93	2021	feb	6.69			
2013	mar	3.31	2017	mar	5.30	2021	mar	5.95			
2013	abr	3.61	2017	abr	5.79	2021	abr	5.51			
2013	may	3.52	2017	may	5.75	2021	may	6.07			
2013	jun	4.18	2017	jun	5.64	2021	jun	6.68			
2013	jul	4.04	2017	jul	5.59	2021	jul	7.83			
2013	ago	4.00	2017	ago	5.49	2021	ago	8.50			
2013	sep	4.18	2017	sep	4.95	2021	sep	9.76			
2013	oct	3.89	2017	oct	4.33	2021	oct	10.20			
2013	nov	3.76	2017	nov	4.23	2021	nov	11.17			
2013	dic	4.03	2017	dic	3.96	2021	dic	14.21			

Fuente: Elaboración propia en base a las publicaciones del Banco Central de República Dominicana en su recopilatorio del EMBI para Latinoamérica y el Caribe 2024.

ANEXO 9.

Uso del Presupuesto General de la Nación destinado a las obligaciones de deudas y destinado a diferentes ministerios y su porcentaje respecto al total, periodo 2018-2024

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Aplicaciones financieras	\$321.00	\$1,090.50	\$321.50	\$283.70	\$512.10	\$1,116.10	\$891.30
Costo Previsional	\$237.40	\$326.10	\$397.30	\$480.30	\$553.20	\$570.60	\$0.00
AP + CP	\$558.40	\$1,416.60	\$718.80	\$764.00	\$1,065.30	\$1,686.70	\$891.30
M. Educación	\$940.40	\$997.20	\$1,039.20	\$1,345.90	\$1,472.20	\$1,502.50	\$1,570.50
M. Salud	\$622.40	\$668.20	\$757.80	\$1,037.60	\$1,086.00	\$1,131.10	\$1,262.50
Total Presupuesto	\$5,467.50	\$6,713.20	\$6,426.10	\$7,423.60	\$7,967.70	\$8,902.70	\$9,068.70
AP + CP / Total	10.2%	21.1%	11.2%	10.3%	13.4%	18.9%	9.8%
Educación/ Total	17.2%	14.9%	16.2%	18.1%	18.5%	16.9%	17.3%
Salud/ Total	11.4%	10.0%	11.8%	14.0%	13.6%	12.7%	13.9%
Total Porcentaje	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Fuente: Elaboración Propia en Base a los datos publicados por el Ministerio de Hacienda en la

Guía del Presupuesto para el Ciudadano 2018-2024

Desarrollo Matemático del Modelo Estándar de Sostenibilidad de la Deuda Pública

Primero se comienza con la ecuación de la Restricción presupuestaria Inter temporal que iguala los gastos a los ingresos:

$$G_t + i_t D_{t-1} = T_t + (D_t - D_{t-1}) \quad (1)$$

Donde:

G_t : Gasto público no financiero en el período t

i_t : Tasa de interés de la deuda pública en el período t

D_t : Deuda pública del período t

D_{t-1} : Deuda pública del período t-1

$i_t D_{t-1}$: Gasto público financiero del período t

T_t : Ingresos públicos del período t

$(D_t - D_{t-1})$: Variación de la deuda pública

Reorganizando la ecuación (1) respecto a la deuda del año actual, se obtiene:

$$G_t + i_t D_{t-1} = T_t + D_t - D_{t-1} \quad (2)$$

$$D_t = G_t - T_t + D_{t-1} + i_t D_{t-1} \quad (3)$$

$$D_t = G_t - T_t + (1 + i_t) D_{t-1} \quad (4)$$

$$D_t = (1 + i_t) D_{t-1} - T_t + G_t \quad (5)$$

$$D_t = (1 + i_t) D_{t-1} - DC_t \quad (6)$$

$$\frac{D_t}{P_t Y_t} = (1 + i_t) \left(\frac{P_{t-1} Y_{t-1}}{P_t Y_t} \right) \frac{D_{t-1}}{P_{t-1} Y_{t-1}} - \frac{DC_t}{P_t Y_t} \quad (7)$$

$$d_t = (1 + i_t) \left(\frac{P_{t-1}Y_{t-1}}{P_tY_t} \right) d_{t-1} - dc_t \quad (8)$$

Donde:

d_t : Ratio Deuda Pública/PIB del período t

d_{t-1} : Ratio Deuda Pública/PIB del período t-1

dc_t : Ratio Superávit Corriente/PIB del período t

La fórmula (6) indica que el nivel de deuda se moverá dependiendo del resultado que obtenga el gobierno de la diferencia entre sus ingresos y gastos, si esta es mayor que el pago de intereses entonces la deuda del gobierno se reducirá, viceversa, si esta es menor entonces la deuda aumentara. Asimismo, la ecuación (8) indica lo mismo pero los resultados se ponen respecto al PIB.

Se asume que el termino de PIB nominal (P_tY_t) es el resultado de una variación de tanto los precios como el volumen de la producción del año anterior ($P_{t-1}Y_{t-1}$):

$$P_tY_t = (1 + \pi_t)(1 + g_t)P_{t-1}Y_{t-1} \quad (9)$$

Donde:

π_t : Variación del precio de la producción incluida en el PIB entre los períodos t y t-1

g_t : Variación del volumen de la producción incluida en el PIB entre los períodos t y t-1

Realizando los respectivos despejes dentro de la ecuación (8), da como resultado:

$$\frac{P_{t-1}Y_{t-1}}{P_tY_t} = \frac{1}{(1+\pi_t)(1+g_t)} \quad (10)$$

Para ver de forma más real el costo que tiene el interés sobre la deuda se incluye la Identidad de Fisher, por lo que se tiene que:

$$(1 + i_t) = (1 + \pi_t)(1 + r_t) \quad (11)$$

Donde:

rt: Tasa de interés real del período t.

Sustituyendo la ecuación (10) y (11) en ecuación (8)

$$d_t = (1 + \pi_t)(1 + r_t) \left[\frac{1}{(1 + \pi_t)(1 + g_t)} \right] d_{t-1} - dc_t \quad (12)$$

Simplificando términos de la ecuación (12)

$$d_t = \frac{(1+r_t)}{(1+g_t)} d_{t-1} - dc_t \quad (13)$$

Se resta d_{t-1} en ambos términos en la formula (13):

$$d_t - d_{t-1} = \frac{(1+r_t)}{(1+g_t)} d_{t-1} - dc_t - d_{t-1} \quad (14)$$

$$d_t - d_{t-1} = d_{t-1} \left[\frac{(1+r_t)}{(1+g_t)} - 1 \right] - dc_t \quad (15)$$

$$d_t - d_{t-1} = d_{t-1} \left[\frac{(1+r_t)}{(1+g_t)} - \frac{(1+g_t)}{(1+g_t)} \right] - dc_t \quad (16)$$

$$d_t - d_{t-1} = d_{t-1} \left[\frac{(1+r_t)-(1+g_t)}{(1+g_t)} \right] - dc_t \quad (17)$$

$$d_t - d_{t-1} = d_{t-1} \left[\frac{1+r_t-1-g_t}{(1+g_t)} \right] - dc_t \quad (18)$$

Simplificando y ordenando los términos de la ecuación, se obtiene:

$$d_t = \frac{(1+r_t)}{(1+g_t)} d_{t-1} - dc_t \quad (19)$$

$$\Delta d_t = \frac{(r_t-g_t)}{(1+g_t)} d_{t-1} - dc_t \quad (20)$$

En la ecuación (20) se obtienen los principales determinantes de la dinámica de la deuda (Δd_t), que serían el efecto bola de nieve ($\frac{(r_t-g_t)}{(1+g_t)} d_{t-1}$) que mide la aceleración cada vez mayor de la deuda a medida que la diferencia entre interés de la deuda y crecimiento sea mayor ($r > g$); y el efecto saldo corriente (dc_t) que expone como el nivel de deuda aumentará o se reducirá a medida los gastos superen o sean superados por los ingresos. Por otro lado, si se busca saber cual es el nivel mínimo que se debe de obtener del efecto saldo corriente para contener el efecto bola de nieve, se obtiene lo siguiente al suponer una dinámica de la deuda constante ($\Delta d_t = 0$):

$$dc_t^* = \frac{g_t-r_t}{1+g_t} d_{t-1} \quad (21)$$

Con la ecuación (21) se obtiene el nivel mínimo que el efecto saldo corriente debe de obtener en un año fiscal para evitar que el nivel de deuda varía de forma acelerada, además, al añadir otras variaciones de activos netos de deuda dentro del análisis de la deuda se puede explicar de forma muy completa con el efecto saldo stock flujo (sf_t) que es una manera contabilizar las discrepancias estadísticas en la medición de la deuda, expuesta dentro de la ecuación (22):

$$\Delta d_t = \frac{(r_t-g_t)}{(1+g_t)} d_{t-1} - dc_t + sf_t \quad (22)$$

Imputs del Modelo Estándar de Sostenibilidad de la Deuda 2010-2023

Año	PIB Nominal	IVE ¹	PIB REAL	π^2	Ingresos Totales	Gastos Totales	Intereses	r ³	Ahorro Corriente ⁴	Déficit Total ⁵	Deuda total SPNF
2009	\$17,601.62	88.24	\$19,947.21	-	\$3,475.20	\$3,743.30	\$530.90	-	\$262.90	\$801.50	\$10,395.67
2010	\$18,447.92	90.1	\$20,475.05	2.1%	\$3,807.30	\$3,855.60	\$508.00	4.9%	\$459.50	\$560.70	\$11,076.64
2011	\$20,283.78	93.53	\$21,686.01	3.8%	\$4,198.90	\$4,245.30	\$517.90	4.7%	\$471.30	\$501.00	\$12,001.04
2012	\$21,386.15	96.17	\$22,238.77	2.8%	\$4,531.60	\$4,320.70	\$536.40	4.5%	\$747.10	\$394.50	\$13,595.93
2013	\$21,990.96	98.32	\$22,366.97	2.2%	\$4,822.80	\$4,641.30	\$593.80	4.4%	\$775.20	\$537.10	\$13,890.76
2014	\$22,593.47	100	\$22,593.47	1.7%	\$4,917.10	\$4,714.80	\$610.40	4.4%	\$812.70	\$440.00	\$14,752.54
2015	\$23,438.24	102.4	\$22,889.92	2.4%	\$5,105.30	\$4,813.60	\$639.80	4.3%	\$931.50	\$365.80	\$15,712.47
2016	\$24,191.43	105	\$23,039.79	2.5%	\$5,478.90	\$4,938.60	\$705.30	4.5%	\$1,245.50	\$230.40	\$16,635.60
2017	\$24,979.19	107.36	\$23,265.86	2.3%	\$5,841.90	\$5,213.60	\$799.80	4.8%	\$1,428.20	\$70.60	\$17,616.94
2018	\$26,020.85	109.95	\$23,665.16	2.4%	\$5,984.40	\$5,516.00	\$938.00	5.3%	\$1,406.40	\$337.80	\$18,306.64
2019	\$26,881.14	112.63	\$23,866.39	2.4%	\$6,019.00	\$5,755.80	\$991.10	5.4%	\$1,254.30	\$479.80	\$19,174.44
2020	\$24,921.19	103.74	\$24,022.72	-7.9%	\$5,633.60	\$6,819.80	\$1,081.40	5.6%	-\$104.80	\$2,207.20	\$21,968.87
2021	\$29,043.14	116.09	\$25,016.96	11.9%	\$7,085.60	\$7,438.60	\$1,303.70	5.9%	\$950.60	\$1,315.70	\$23,691.89
2022	\$31,988.92	119.34	\$26,804.07	2.8%	\$7,861.90	\$7,561.70	\$1,491.50	6.3%	\$1,791.70	\$541.90	\$24,666.55
2023	\$34,015.62	123.53	\$27,536.02	3.5%	\$8,395.30	\$7,752.20	\$1,680.50	6.8%	\$1,973.60	\$787.60	\$28,875.74

1. Índice de Volúmenes Encadenados (serie 2014) tomada de la base de datos Económica financiera del BCR
2. Tasa de Crecimiento del PIB
3. Tasa de Interés Efectivo (Monto de intereses/ Deuda año anterior)
4. Ahorro corriente sin Intereses
5. Deficit Total sin Donaciones

Fuente: Elaboración propia en base a los Datos del Banco Central de Reserva y World Economic Outlook (WOE) del Fondo

Monetario Internacional.

Outputs del Modelo Estándar de Sostenibilidad de la Deuda 2010-2023

Años	$d *_{t}$	Efecto bola de nieve	Saldo Stock-Flujo	Dinámica de la deuda
2010	-2.49%	1.61%	1.87%	0.98%
2011	-2.32%	0.50%	0.95%	-0.88%
2012	-3.49%	0.95%	6.95%	4.41%
2013	-3.53%	1.32%	1.79%	-0.41%
2014	-3.60%	1.67%	4.06%	2.13%
2015	-3.97%	1.24%	4.48%	1.74%
2016	-5.15%	1.27%	5.61%	1.73%
2017	-5.72%	1.72%	5.76%	1.76%
2018	-5.40%	2.01%	3.23%	-0.17%
2019	-4.67%	2.05%	3.60%	0.98%
2020	0.42%	10.48%	5.92%	16.82%
2021	-3.27%	-4.71%	1.40%	-6.58%
2022	-5.60%	2.77%	-1.64%	-4.47%
2023	-6.83%	2.46%	12.15%	7.78%

Fuente: Elaboración propia en base a los Datos del Banco Central de Reserva y World

Economic Outlook (WOE) del Fondo Monetario Internacional.

Proyección Escenario Base

Año	PIB Nominal	PIB REAL	π	Gasto Corriente	Ingreso Corriente	Deuda total SPNF	Intereses	d^*_{t}	Efecto bola de nieve	Saldo Stock-Flujo	Dinámica de la deuda
2024	\$35,779.98	\$28,141.82	2.9%	\$8,147.57	\$8,814.86	\$30,535.38	\$1,684.21	-6.57%	2.40%	4.62%	0.45%
2025	\$37,356.64	\$28,687.77	2.4%	\$8,533.39	\$9,187.14	\$32,322.69	\$1,823.80	-6.63%	2.96%	4.85%	1.18%
2026	\$39,011.26	\$29,274.43	2.3%	\$8,912.05	\$9,590.60	\$34,192.86	\$1,968.29	-6.78%	3.17%	4.74%	1.12%
2027	\$40,769.85	\$29,859.92	2.5%	\$9,819.72	\$10,010.17	\$36,874.94	\$2,117.51	-5.66%	3.19%	5.26%	2.80%
2028	\$42,557.31	\$30,457.12	2.3%	\$11,033.38	\$10,436.77	\$39,665.65	\$2,271.34	-3.94%	3.38%	3.32%	2.76%

Fuente: Elaboración propia en base a los Datos del World Economic Outlook (WOE) del Fondo Monetario Internacional.

Proyección Escenario Optimista

Año	PIB Nominal	PIB REAL	π	Gasto Corriente	Ingreso Corriente	Deuda total SPNF	Intereses	$d * _t$	Efecto bola de nieve	Saldo Stock-Flujo	Dinámica de la deuda
2024	\$36,438.38	\$28,499.78	3.5%	\$6,319.00	\$7,356.10	\$30,363.94	\$1,531.10	-7.05%	1.48%	4.01%	-1.56%
2025	\$38,713.47	\$29,376.03	3.1%	\$7,721.09	\$8,094.22	\$29,138.02	\$1,617.17	-5.14%	1.82%	-4.74%	-8.06%
2026	\$41,181.03	\$30,297.77	3.1%	\$7,987.01	\$8,380.67	\$30,427.53	\$1,618.08	-4.89%	1.76%	1.74%	-1.38%
2027	\$43,859.51	\$31,267.56	3.2%	\$8,252.92	\$8,667.11	\$31,717.03	\$1,680.82	-4.78%	1.66%	1.54%	-1.57%
2028	\$46,769.40	\$32,288.13	3.3%	\$9,318.84	\$8,953.56	\$33,006.53	\$1,742.32	-2.94%	1.56%	-0.36%	-1.74%

Fuente: Elaboración propia en base a los Datos del World Economic Outlook (WOE) del Fondo Monetario Internacional.

Proyección Escenario Pesimista

Año	PIB Nominal	PIB REAL	π	Gasto Corriente	Ingreso Corriente	Deuda total SPNF	Intereses	$d *_{t}$	Efecto bola de nieve	Saldo Stock-Flujo	Dinámica de la deuda
2024	\$35,320.49	\$28,059.21	1.9%	\$8,598.98	\$7,951.71	\$31,763.31	\$1,873.58	-3.47%	3.82%	4.69%	5.04%
2025	\$36,819.53	\$28,648.45	2.1%	\$9,162.00	\$8,253.05	\$33,937.87	\$1,964.77	-2.87%	3.60%	1.51%	2.24%
2026	\$38,307.04	\$29,221.42	2.0%	\$9,746.25	\$8,554.39	\$36,733.70	\$2,147.28	-2.49%	3.91%	2.30%	3.72%
2027	\$39,854.64	\$29,805.85	2.0%	\$10,350.99	\$8,855.73	\$39,665.64	\$2,338.40	-2.12%	4.10%	1.64%	3.63%
2028	\$41,464.77	\$30,401.97	2.0%	\$10,975.54	\$9,157.06	\$42,731.32	\$2,538.00	-1.74%	4.29%	0.97%	3.53%

Fuente: Elaboración propia en base a los Datos del World Economic Outlook (WOE) del Fondo Monetario Internacional.