

Country Report: Mentiroso, mentiroso

- El nuevo proyecto de presupuesto incluye una previsión demasiado optimista de los ingresos fiscales, que se espera que aumenten un 11,9% (USD 656 millones), saltando al 22% del PIB, 4,5 p.p. más alto que el nivel 2020.
- Estimamos que el déficit primario llegará a -1,1% del PIB, 1,9 p.p. menor a lo proyectado por el gobierno, y el saldo global cerrará en -4,3% del PIB (vs. -2,5% estimado por el gobierno).
- La administración de Bukele necesitará encontrar USD 1.748 millones (6,1% del PIB) en financiamiento y llegar a un acuerdo con el FMI sería clave para cumplir con ese objetivo.
- No obstante, creemos que el gobierno no podrá llegar a un acuerdo con el fondo.

Noticias destacadas

- [S&P Global](#) rebajó la perspectiva de El Salvador a negativa y mantuvo su calificación crediticia en "B-"
- [El índice de actividad económica mensual](#) creció 10,46% interanual en agosto
- El gobierno salvadoreño compró otros [420 Bitcoin](#)

Gerónimo Mansutti Silva, CFA
Head of Research

Rosamnis Marcano
Economist

Matias Bensousan
Strategist

Gennaro D'angelo Samarin
Senior Quantitative Analyst

@emfisecurities

@emfisecurities

@emfisecurities



EMFI Analytics Limited

25-26 Dering St, Third Floor
Mayfair, London W1S 1AW
United Kingdom

+44 20 3983 3634
contact@emfi.uk
www.emfi.uk

Antecedentes

Luego de once días de demoras y algunas quejas de representantes de la oposición y organizaciones no gubernamentales, el gobierno publicó el contenido completo del anteproyecto de presupuesto 2022. No se dio ninguna explicación sobre la demora, una nueva señal de que la transparencia permanece al final de la lista de prioridades para la administración de Bukele.

Presentando el presupuesto poco realista

Los ingresos presentados en el proyecto de presupuesto son ligeramente superiores a los que calculamos en nuestro informe anterior, cuando aún se desconocían las cifras presupuestarias reales (USD 6.759 millones frente a nuestra estimación de USD 6.715 millones). Por otro lado, la cifra de recaudación tributaria anunciada por el ministro de Hacienda es levemente inferior a la de la propuesta presupuestaria (USD 6205,6 mn vs USD 6148 mn). Aunque la diferencia es pequeña, las cifras deberían ser las mismas, lo que plantea la pregunta: ¿se equivocó el ministro o se han realizado modificaciones en la propuesta presupuestaria original?

Más allá de la cifra algo sospechosa, **la previsión de recaudación tributaria luce demasiado optimista ya que implica un aumento del 11,9% (USD 656 mn)**, llevando la recaudación tributaria al 22% del PIB, un incremento de 4,5 p.p. en comparación con 2020. Todo esto, sin introducir nuevos impuestos ni aumentar los existentes, solo puede interpretarse como una ilusión. Estimamos que los ingresos tributarios aumentarán ligeramente (de 19,7% del PIB a 20.1% del PIB) debido a que la tasa de crecimiento de las remesas y, por ende, del consumo, se ha desacelerado en los últimos meses, afectando la recaudación del IVA, que representa alrededor del 40% de los ingresos tributarios. Además, el gobierno agregará una alta volatilidad a los ingresos fiscales debido a la reciente aprobación de pagar impuestos con bitcoin, un movimiento arriesgado, en nuestra opinión.

En la **Tabla 1** se muestran nuestras estimaciones fiscales para 2022. **Manteniendo los gastos presupuestados por el gobierno, estimamos que el déficit primario llegará a -1,1% del PIB, 1,9 p.p. inferior al superávit de 0,8% proyectado por el gobierno, mientras que el saldo general cerrará en -4,3% del PIB (vs. -2,5% estimado por el gobierno).**

Tabla 1: Operaciones del gobierno central (% del PIB)					
Supuestos	2020	2021	2021	2022	2022
PIB Nominal (SRD mn)	24639	26,670	27,943	27,937	28,637
Crecimiento real	-7.9%	6.0%	9.6%	2.4%	1.4%
Inflación (eop)	-0.1%	2.1%	4.9%	0.8%	2.4%
	Ejecutado 2020	Presupuesto modificado 2021	EMFI 2021	Proyecto de Presupuesto 2022	EMFI 2022
Ingresos totales	19.5%	23.9%	21.3%	24.2%	21.7%
Ingresos corrientes	18.3%	23.9%	20.5%	23.5%	20.9%
Ingresos tributarios	17.5%	19.9%	19.7%	22.0%	20.1%
Ingresos de capital	0.1%	0.2%	0.0%	0.1%	0.0%
Contribuciones especiales	1.2%	0.0%	0.9%	0.6%	0.8%
Gasto total	28.5%	29.8%	27.2%	26.7%	26.0%
Gasto corriente	24.2%	23.6%	22.6%	19.0%	18.5%
Consumo	10.7%	11.0%	9.5%	9.9%	9.6%
Intereses	3.0%	3.3%	3.4%	3.3%	3.2%
Transferencias corrientes	10.2%	8.9%	9.2%	5.7%	5.5%
Otros	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
Gastos de capital	3.7%	5.6%	3.9%	5.1%	5.0%
Contribuciones especiales	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
Balance primario	-6.0%	-2.5%	-2.8%	0.8%	-1.1%
Balance fiscal	-9.0%	-5.9%	-5.9%	-2.5%	-4.3%

Fuentes: Ministerio de finanzas, Emfi Analytics

No hay ayuda (del FMI) a la vista

Sumando amortizaciones de USD 512 mn, calculamos que las necesidades de financiamiento alcanzarán los USD 1,748 mn o el 6,1% del PIB. En nuestro último informe anticipábamos que la brecha presupuestaria de USD 498 millones anunciado por el ministro de Hacienda, Alejandro Zelaya, parecía alejado de la cifra real, con el presupuesto confirmando nuestras sospechas. Una simple revisión muestra que el presupuesto incluye USD 1.209 millones en deuda pública, de los cuales USD 710,6 millones corresponden a préstamos bilaterales y multilaterales, y USD 498,4 millones a emisiones de valores en el mercado externo, cifra que sospechosamente coincide con el gap de financiamiento previamente anunciado. por el ministro Zelaya.

Desglosando las fuentes de financiamiento, el gobierno espera obtener USD 32,6 mn de agencias gubernamentales en Japón y Alemania, y USD 677,9 de organismos multilaterales, divididos en USD 345 mn del BCIE, USD 146 mn del BIRF, USD 149 mn del BID, y USD 37 millones de otras organizaciones (ver **Tabla 2**). El gobierno no incluyó fondos frescos del FMI -lo cual consideramos una buena práctica, dado que no hay acuerdo con el multilateral- pero, según El diario de hoy, el presupuesto indica que "la brecha fiscal se cubrirá principalmente con fuentes de Organismos multilaterales, específicamente con el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, una vez firmado el acuerdo con el FMI". **Esto significaría que los préstamos de otras multilaterales estarían condicionados a llegar a un acuerdo con el FMI**, por lo tanto, las fuentes de financiamiento parecen menos seguras de lo que muestra el presupuesto.

En cuanto a las negociaciones con el FMI, parece que avanzan a un ritmo muy lento. Según el Director interino del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI, las negociaciones comenzarán una vez que concluya la revisión del Artículo IV, que "pronto comenzará", probablemente hacia fines de año, lo que significa que no esperamos ver más avances en la negociación hasta 2022.

También creemos que más allá de la consulta del Artículo IV, existen obstáculos mayores que dificultan un acuerdo con el FMI: 1) El autoritarismo de Bukele ha deteriorado las relaciones con la comunidad internacional y especialmente con los EE. UU., el mayor accionista del FMI (ver nuestro Reporte País: Bukele vs. el mundo), 2) los programas del fondo enfatizan la gobernabilidad, mientras que en El Salvador las acusaciones de corrupción y falta de transparencia del gobierno aumentan día a día, y 3) el gobierno de El Salvador no muestra ningún esfuerzo por acercarse al FMI, dado que el presupuesto actual no introduce ninguna medida de ajuste fiscal, mientras que la adopción de Bitcoin como moneda de curso legal ha llamado la atención del multilateral, particularmente debido a los riesgos de lavado de dinero asociados con la medida.

Tabla 2: Necesidades y fuentes de financiamiento (% del PIB)		
	USD mn	% del PIB
Balance global	(1,236)	-4.3%
Amortizaciones	512	1.8%
Necesidades de financiamiento	1,748	6.1%
Eurobonos	498	1.8%
Bilateral	33	0.1%
Multilateral	678	2.4%
BCIE	345	1.2%
BID	149	0.5%
BIRF	147	0.5%
Otros	37	0.1%
Fuentes de financiamiento	1,209	4.3%
Brecha de financiamiento	539	1.8%

Fuentes: Ministerio de Finanzas, Emfi Analytics

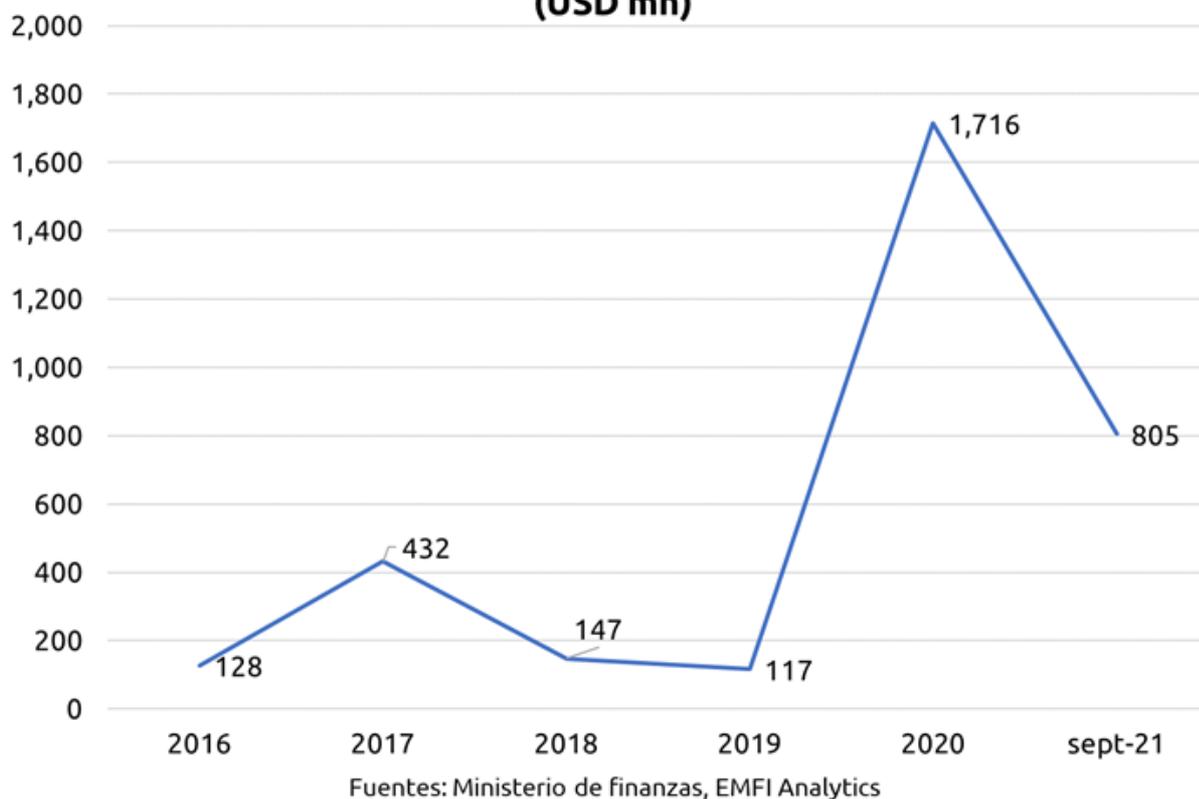
Ampliamente abierto a cambios

Históricamente, los gobiernos salvadoreños no han sido reconocidos por sus esfuerzos por cumplir con los

históricamente, los gobiernos salvadoreños no han sido reconocidos por sus esfuerzos por cumplir con los presupuestos originalmente aprobados, sin embargo, durante la administración de Bukele, la situación ha empeorado y los presupuestos se han modificado mucho más que en años anteriores. En 2020, los gastos superaron el presupuesto original en USD 1.716 millones (7,0% del PIB) y, a septiembre de este año, las modificaciones presupuestarias han agregado USD 805 millones (2,9% del PIB) al monto presupuestado original (ver **Gráfico 1**).

Si bien el aumento de los gastos en 2020 se asoció con el brote de Covid-19, creemos que las modificaciones al presupuesto de 2021 están relacionadas principalmente con la falta de compromiso fiscal. Sería fácil pensar que la anterior Asamblea controlada por la oposición negó recursos al gobierno el año pasado, y ahora que los legisladores progubernamentales lideran la Asamblea, están haciendo los cambios necesarios para que el presupuesto original refleje las necesidades fiscales del gobierno, sin embargo, no hubo diferencias entre el gasto estimado del proyecto de presupuesto 2021 presentado por el ministro de Hacienda en septiembre de 2020 (antes de que el partido gobernante obtuviera el control de la Asamblea) y el presupuesto aprobado. **Por lo tanto, nos estamos preparando para futuras modificaciones, ya que los cambios presupuestarios parecen ser cosa de Bukele, y la nueva Asamblea ciertamente estará abierta a modificar el presupuesto tanto como él quiera.**

Gráfico 1: Modificaciones presupuestarias por año (USD mn)



¿Qué esperamos?

Creemos que el gobierno está siendo demasiado optimista sobre el aumento de los ingresos fiscales y, por lo tanto, nuestra estimación de un déficit fiscal de -4,3% del PIB es superior a la del gobierno (-2,5%). La administración de Bukele necesitará encontrar USD 1.748 millones para cubrir el déficit presupuestario, y si bien llegar a un acuerdo con el FMI parece fundamental para cumplir con ese objetivo, seguimos creyendo que este es un escenario poco probable.

Con la Asamblea Legislativa a su favor, los débiles frenos y contrapesos, y la ventaja de no tener que cumplir con la Ley de Responsabilidad Fiscal (que fue suspendida debido a la pandemia y aún no ha sido reanudada), el gobierno puede modificar el gasto presupuestario a su conveniencia; por tanto, su principal obstáculo será conseguir los recursos necesarios para cubrir sus necesidades de financiación.

Como El Salvador es un país dolarizado, no puede recurrir al financiamiento monetario del déficit como otros países, por lo tanto, está limitado por la deuda que pueda emitir. Como lo ha hecho hasta ahora, el gobierno podría seguir recurriendo a la emisión de deuda de corto plazo en el mercado interno para financiarse, sin embargo, parece que el sistema financiero salvadoreño no está dispuesto (¿o no puede?) a ayudar mucho más al gobierno. Anteriormente, hemos señalado que el gobierno tiene otra herramienta para financiar el déficit recurriendo a los fondos de pensiones, apoderándose de ellos o presionando a las AFP. Además, no descartamos que otros financistas no convencionales para El Salvador, como China, puedan acudir al rescate. Debido a las recientes tensiones entre la administración de Bukele y el gobierno de Estados Unidos, este es un escenario que está ganando terreno.

Evaluación del Equipo EMFI

Evaluación del Equipo EMFI

HOLD

Fact Sheet

Benchmark bond:
ELSALV 7 5/8 02/01/41

Price:
\$73.21
(▲ 5.40% from 1m ago)

Benchmark yield:
0.00
(▼ 100.00% from 1m ago)

Nuestro bono de referencia, ELSALV 29, cotiza a 80 centavos por dólar, un aumento de 22 pb durante el último mes. La curva de rendimiento invertida se comprimió 65 pb en promedio, con una acción más fuerte en el segmento corto que en el segmento largo.

Nos preocupan las importantes necesidades de financiación del 6,1% del PIB para el próximo año y las limitadas opciones de financiación. En este sentido, somos pesimistas sobre las posibilidades de un acuerdo con el FMI, dadas las crecientes tensiones entre el gobierno salvadoreño y Estados Unidos, pero creemos que el gobierno aún puede recurrir a fuentes no convencionales para llenar el vacío de financiamiento.

Las agencias de calificación también son pesimistas. S&P Global mantiene una calificación de B- pero revisó la perspectiva a negativa de estable, citando el creciente riesgo de liquidez asociado para cubrir la brecha de financiamiento considerable en 2022. Asimismo, Fitch Rating señaló "un fuerte aumento en las restricciones de financiamiento y un deterioro en las perspectivas para la consolidación fiscal o el crecimiento que debilitó aún más la sostenibilidad de la deuda", y Moody's también destacó el deterioro de la política fiscal y el marco institucional debilitado.

Mantenemos nuestra calificación de MANTENER ante la falta de vencimientos significativos antes de 2023 y la fuerte recuperación económica durante este año, sin embargo, el estrechamiento del espacio de financiamiento para cubrir la brecha fiscal para el próximo año y las limitaciones en el mercado de financiamiento interno ponen mayores riesgos en las finanzas públicas del país.

Tabla 3: Indicadores de crédito

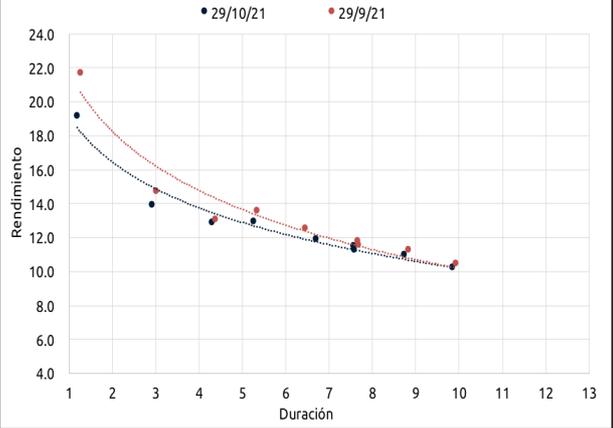
Indicador	Valor	Impacto crédito
Rating crediticio		
Rating compuesto de Bloomberg	B-	Neutral
Liquidez		
Servicio de deuda de 12 meses (% de exportaciones)	13%	Neutral
Servicio de deuda de 12 meses (% de ingresos fiscales)	18%	Negativo
Servicio de deuda de 12 meses (% de reservas internacionales)	33%	Negativo
Solvencia		
Deuda pública total (% PIB)	88%	Negativo
Deuda pública total (% de ingresos fiscales)	453%	Negativo
Deuda pública total (% de exportaciones)	334%	Neutral

Fuentes Bloomberg, Ministerio de Finanzas, Banco Central, EMFI Securities

Gráfico 2: ELSALV 8.625 2029



Gráfico 3: Curva de rendimientos

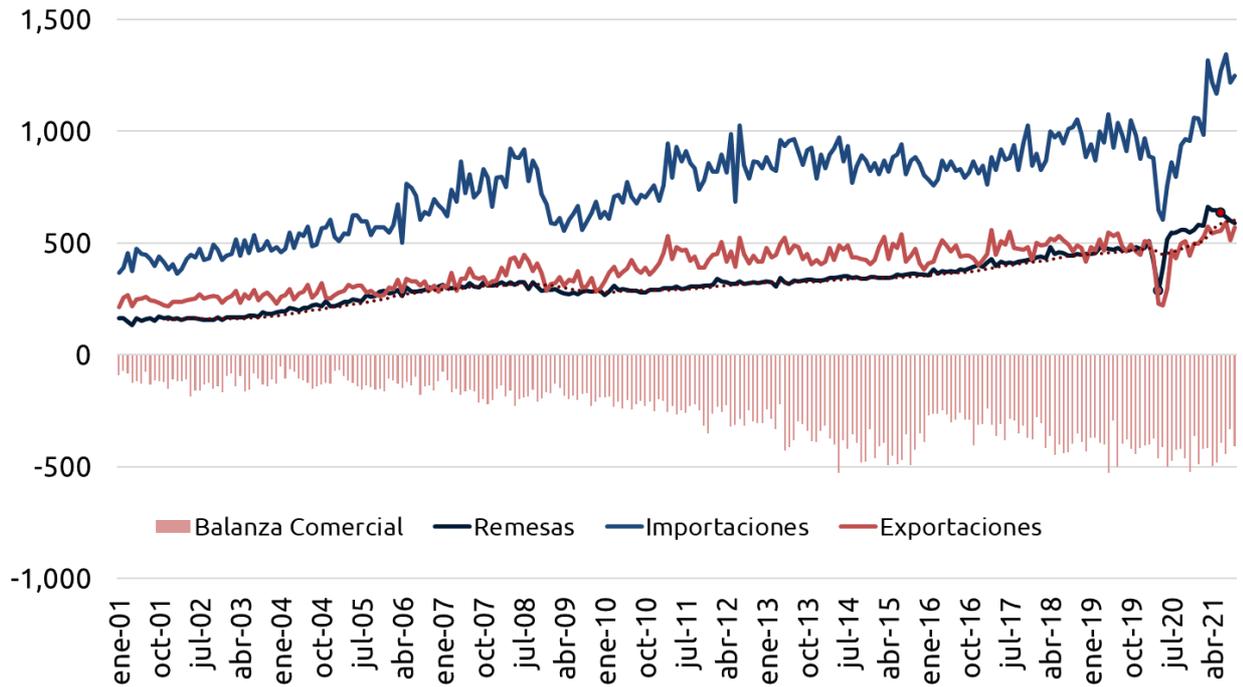


Sources: EMFI Securities, Bloomberg

Escenario Macroeconómico

Con la desaceleración del índice de actividad económica y el lento aumento de las remesas en los últimos meses, esperamos un menor crecimiento en el tercer trimestre del año; sin embargo, mantenemos nuestra previsión de una expansión del PIB del 9,6% para 2021. Asimismo, la fuerte demanda interna genera mayores presiones inflacionarias; los precios al consumidor aumentaron 0,4% intermensual y 4,97% interanual en septiembre, lo que está en línea con nuestra previsión de una tasa de inflación de 4,9% para 2021. En cuanto al frente externo, el aumento de las remesas (+31,1% en el periodo enero-septiembre) ha compensado en cierta medida el desequilibrio comercial derivado del aumento de las importaciones de bienes extranjeros (+47,3% en el mismo periodo). No obstante, mantenemos nuestras previsiones de un déficit por cuenta corriente de 1,8% del PIB.

Figura 1: Comercio Exterior y Remesas (millones de USD, desestacionalizados)



Fuente: Banco Central de Reserva de El Salvador

Resumen de indicadores y previsiones económicas

	2017	2018	2019	2020	2021(F)
Tasa de crecimiento del PIB real (%)	2.3	2.4	2.6	(7.9)	9.6
Inflación (fin del período, %)	2.0	0.4	0.0	(0.1)	4.4
Desempleo (% de la fuerza de trabajo)	7.0	6.3	6.3	8.1	5.3
Brecha del producto (% del PIB)	2.0	3.0	4.4	(5.0)	2.9
PIB nominal (millones de USD)	24,979	26,021	26,897	24,639	27,943
Cuenta corriente (% del PIB)	(1.9)	(3.3)	(0.6)	0.5	(1.8)
Exportaciones (millones de USD)	7,225	7,565	7,982	6,290	7,892
Importaciones (millones de USD)	11,336	12,323	12,453	10,816	14,020
Tipo de cambio efectivo real (ave., jul17=100) ¹	99.6	101.0	102.7	104.3	104,99
<i>Gobierno central (cifras en % del PIB)</i>					
Ingresos	19.1	19.3	19.0	19.9	21.3
Gastos	19.3	20.4	20.7	29.1	27.2
Pagos de intereses	3.1	3.4	3.5	4.2	3.1
Saldo primario	3.0	2.3	1.8	(5.0)	-2.8
Balance general	(0.1)	(1.1)	(1.6)	(9.2)	-5.9
Deuda total	73.6	72.9	73.6	91.8	87.7
<i>Adendas, estimaciones del FMI (octubre de 2021)</i>					
PIB (millones de PPA, dólares internacionales)	54.006	56.630	59.162	55.118	62.258
Población (millones)	6,39	6,42	6,45	6,49	6,52
PIB per cápita (PPA, dólares internacionales)	8.454	8.819	9.167	8.498	9.552

¹ La cifra de 2021 corresponde a la media enero-agosto. Un aumento (disminución) indica una depreciación (apreciación) real.

Nota: Las cifras entre paréntesis representan valores negativos.

Source: IMF, EMFI Analytics estimates, Banco Central de Reserva, Dirección General de Estadísticas y Censos.

NOMBRE	COMPRA	VENTA	RENDIMIENTO	SPREAD	VARIACIÓN	52 WK LOW	52 WK HIGH
ELSALV 7 3/4 01/24/23	88.20	88.75	5.90	568	0.14	0.00	111.20
ELSALV 7 3/4 01/24/23	88.05	88.60	5.82	560	0.25	0.00	106.25
ELSALV 5 7/8 01/30/25	79.20	79.75	6.41	582	0.29	0.00	108.50
ELSALV 5 7/8 01/30/25	79.50	80.00	13.85	1319	-0.05	0.00	105.82
ELSALV 5 7/8 01/30/25	79.10	79.65	6.37	578	0.29	0.00	104.70
ELSALV 6 3/8 01/18/27	75.95	76.50	6.73	576	0.70	0.00	110.90
ELSALV 6 3/8 01/18/27	76.90	77.45	6.86	588	0.24	0.00	105.15
ELSALV 8 5/8 02/28/29	79.70	80.25	7.30	605	0.86	0.00	124.30
ELSALV 8 5/8 02/28/29	79.70	80.25	7.30	605	0.90	0.00	113.75
ELSALV 8 1/4 04/10/32	78.00	78.55	7.59	609	0.82	0.00	124.30
ELSALV 8 1/4 04/10/32	77.95	78.50	7.58	607	0.94	0.00	112.20
ELSALV 7 5/8 09/21/34	73.70	74.25	7.91	628	0.68	0.00	111.01
ELSALV 7 5/8 09/21/34	73.85	74.40	7.92	630	0.30	0.00	105.35
ELSALV 7.65 06/15/35	75.00	75.55	7.60	595	0.94	0.00	117.95
ELSALV 7.65 06/15/35	74.95	75.50	7.69	604	0.08	0.00	107.80
ELSALV 7 5/8 02/01/41	73.05	73.60	7.77	600	1.02	0.00	117.75
ELSALV 7 5/8 02/01/41	73.00	73.55	7.75	599	1.22	0.00	105.40
ELSALV 7.1246 01/20/50	71.25	71.80	7.70	587	1.43	0.00	106.44
ELSALV 7.1246 01/20/50	71.25	71.80	7.70	587	1.34	0.00	98.30
ELSALV 9 1/2 07/15/52	82.05	82.60	8.68	690	1.29	0.00	116.50

ELSALV 9 1/2 07/15/52	82.00	82.55	8.75	697	-2.63	0.00	116.40
--------------------------	-------	-------	------	-----	-------	------	--------

Divulgaciones importantes

This publication has been approved by EMFI Securities Limited and/or one or more of its affiliates (collectively and each individually, "EMFI"). It is provided to our clients for information purposes only, and EMFI makes no express or implied warranties, and expressly disclaims all warranties of merchantability or fitness for a particular purpose or use with respect to any data included in this publication. EMFI Securities Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority.

This document is being distributed to, and is directed at (a) persons having professional experience in matters relating to investments and who fall within the definition of "investment professionals" in Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"); or (b) high net worth companies, unincorporated associations and partnerships and trustees of high value trusts as described in Article 49(2) of the Order; or (c) other persons to whom it may otherwise lawfully be communicated (all such persons being "Relevant Persons"). Any investment or investment activity to which this communication relates is only available to and will only be engaged in with Relevant Persons. Any other persons who receive this communication should not rely on or act upon it. EMFI will not treat unauthorized recipients of this report as its clients and accepts no liability for use by them of the contents which may not be suitable for their personal use.

EMFI and/or one of its affiliates does and seeks to do business with companies covered in its reports. As a result, investors should be aware that EMFI may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. EMFI and/or one of its affiliates regularly trades, generally deals as principal and generally provides liquidity (as market maker or otherwise) in the debt securities that are the subject of this report (and related derivatives thereof). EMFI trading desk may have either a long and/or short position in such securities, other financial instruments and/or derivatives, which may pose a conflict with the interests of investing customers.

Where permitted and subject to appropriate information barrier restrictions, EMFI analysts regularly interact with its trading desk personnel regarding current market conditions and prices. To the extent that any historical pricing information was obtained from EMFI trading desk, the firm makes no representation that it is accurate or complete. All levels, prices and spreads are historical and do not represent current market levels, prices or spreads, some or all of which may have changed since the publication of this document. EMFI produces various types of reports and views contained in one type of report may differ from views contained in other types of report, whether as a result of differing time horizons, methodologies, or otherwise.

The views in this publication are those of the author(s) and are subject to change, and EMFI has no obligation to update its opinions or the information in this publication. If this publication contains recommendations, those recommendations reflect solely and exclusively those of the authoring analyst(s), and such opinions were prepared independently of any other interests, including those of EMFI and/or its affiliates. This publication does not constitute personal investment advice or take into account the individual financial circumstances or objectives of the clients who receive it. The securities discussed herein may not be suitable for all investors. EMFI recommends that investors independently evaluate each issuer, security or instrument discussed herein and consult any independent advisors if they believe necessary. The value of and income from any investment may fluctuate from day to day as a result of changes in relevant economic markets (including changes in market liquidity). The information herein is not intended to predict actual results, which may differ substantially from those reflected. Past performance is not necessarily indicative of future results.

