

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

El SALVADOR

Tercera revisión en el marco del Acuerdo *Stand-By*

Preparado por el Departamento del Hemisferio Occidental
(En consulta con otros departamentos)

Aprobado por Miguel Savastano y Jan Kees Martijn

12 de septiembre de 2011

- **Examen del programa.** El programa se mantiene en el curso correcto, pese a las condiciones externas menos favorables y a una recuperación moderada del producto. Se cumplieron todos los criterios de ejecución previstos para fines de marzo y fines de junio, y se avanza con medidas estructurales que respalden las reformas fiscales y del sector financiero. Se prevé que el Acuerdo *Stand-By* trienal seguirá teniendo carácter precautorio.
- **Perspectivas.** Se prevé que la economía se recuperará a un ritmo más lento que el previsto en el momento de realizarse el segundo examen, debido a la revisión a la baja de las perspectivas para Estados Unidos, los elevados precios mundiales de los combustibles y los alimentos y una floja inversión privada. Se proyecta que la inflación aumentará al 7% durante el resto de 2011, pero que bajaría rápidamente en 2012, mientras que las entradas de capital continuarán moderadas.
- **Objetivos y políticas del programa.** Los objetivos fundamentales del programa económico siguen siendo reducir el déficit fiscal global a 3½% del PIB en 2011 y a 2½% en 2012 y dotar de mayor capacidad de resistencia al sistema financiero en un régimen de dolarización. Las políticas acordadas para el resto de 2011 son coherentes con estos objetivos e incluyen la formulación de un presupuesto para 2012 que prevea un incremento de los ingresos y la contención del gasto
- **Análisis.** Un equipo del personal técnico integrado por M. Garza (Jefe), D. Simard, A. Swiston (todos ellos del Departamento del Hemisferio Occidental) y S. Segal (Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación) visitó San Salvador entre el 8 y el 19 de agosto. El equipo se reunió con el Secretario Técnico de la Presidencia A. Segovia, el Ministro de Hacienda C. Cáceres, el Gobernador del Banco Central C. Acevedo, otros altos funcionarios, miembros del Congreso y representantes de la comunidad empresarial. J. Gramajo (Departamento de Evaluación de Operaciones) participó en las reuniones finales.

Índice	Página
I. Evolución desde el segundo examen del programa.....	3
II. Análisis de las políticas	4
A. Política fiscal.....	4
B. Sector financiero	5
III. Otras reformas.....	6
IV. Modalidades del Programa	6
V. Evaluación del personal técnico.....	7
 Recuadros	
1. Reformas fiscales	8
2. Fortalecimiento de las defensas de liquidez.....	9
 Gráficos	
1. Economic Activity and Inflation.....	12
2. Balance of Payments Developments.....	13
3. Fiscal Developments	14
4. Financial Sector Developments	15
5. Public Debt Sustainability: Bound Tests	16
6. External Debt Sustainability: Bound Tests	17
 Cuadros	
1. Selected Economic Indicators.....	18
2. Balance of Payments.....	19
3. Operations of the Nonfinancial Public Sector (in millions of U.S. dollars)	20
4. Operations of the Nonfinancial Public Sector (in% of GDP).....	21
5. Operations of the Nonfinancial Public Sector (in% of GDP).....	22
6. Summary Accounts of the Financial System	23
7. Selected Vulnerability Indicators.....	24
8. Public Sector Debt Sustainability Framework, 2006-2016.....	25
9. External Debt Sustainability Framework, 2006-2016	26
10. External Financing Requirements and Sources	27
11. Indicators of Fund Credit.....	27
12. Purchase Schedule and Terms Under the Stand-By Arrangement	28
13. Quantitative Performance Criteria	29
14. Structural Measures	30
 Anexo	
1. Carta de intención	31

I. EVOLUCIÓN DESDE EL SEGUNDO EXAMEN DEL PROGRAMA¹

1. **La recuperación económica sigue siendo moderada.** El PIB real creció 1,7% (interanual) en el primer trimestre de 2011, con escaso dinamismo de las actividades manufacturera y agrícola. Los elevados precios mundiales de los combustibles y los alimentos empujaron la inflación a 6¾% (interanual) en agosto, aunque la inflación subyacente se mantuvo atenuada. En respuesta al shock de precios, el sector privado se propuso adelantar la negociación salarial programada para comienzos de 2012, incrementándose el salario mínimo en un 8%.
2. **Los subsidios energéticos fueron incrementados provisionalmente.** Para suavizar el impacto que tiene en los hogares la subida de los precios mundiales de la energía, en abril-mayo el gobierno resolvió aumentar los subsidios a los servicios de electricidad y transporte y suspender transitoriamente un impuesto específico sobre la gasolina. El costo fiscal de estas medidas, que caducarán antes de fin de año, asciende según las estimaciones a 0,2% del PIB en 2011.
3. **A pesar del mayor gasto en subsidios, se han cumplido las metas fiscales.** Gracias a una fuerte recaudación tributaria, en el primer semestre de 2011 el déficit fiscal global se ciñó a las metas del programa. La inversión menor de lo programada permitió compensar el exceso de gasto primario corriente (principalmente por concepto de bienes y servicios). En julio, el gobierno saldó a su vencimiento un bono internacional (US\$650 millones) que había sido prefinanciado con la colocación de un bono a 30 años emitido en enero (véase el Informe del FMI sobre países No. 11/90).
4. **El déficit en cuenta corriente externa se ajusta a las proyecciones, pese al mayor costo de las importaciones de petróleo.** Las entradas netas de capital, sin embargo, son inferiores a lo proyectado debido a un déficit de desembolsos oficiales y a una caída de los depósitos bancarios (véase más adelante).
5. **El sistema bancario se mantiene sólido.** Los bancos están bien capitalizados y la rentabilidad ha retornado a los niveles previos a la crisis, pese a una caída de los depósitos bancarios (de alrededor del 3% hasta mediados de julio inclusive). La disminución se concentró en los grandes bancos, que siguieron reduciendo sus tasas pasivas de interés para reducir la liquidez excedente en vista de las limitadas perspectivas de una recuperación de la demanda de crédito.
6. **En general, el desempeño en el marco del programa ha sido satisfactorio.** Se han cumplido todos los criterios de ejecución cuantitativa correspondiente a finales de marzo y finales de junio y todos los parámetros de referencia estructurales. En cuanto a estos últimos, las autoridades definieron un plan de modernización para las direcciones de recaudación tributaria, dictaron normas sobre la supervisión basada en el riesgo, completaron un plan de

¹ Concluido el 31 de marzo de 2011 (Informe del FMI sobre países No. 11/90).

acción para establecer un servicio de prestamista de última instancia, y crearon un comité especial y unidades ministeriales para adoptar un marco de gasto a mediano plazo (MGMP).

7. **El Congreso sigue respaldando, en términos generales, el programa del gobierno.** Se espera que la Asamblea apruebe leyes relativas a las asociaciones público-privadas (APP) y la banca para el desarrollo antes de fin de año. Al mismo tiempo, las autoridades han intensificado las consultas con los partidos políticos y el sector privado con el objeto de obtener respaldo para un presupuesto de 2012 coherente con el programa. La proximidad de las elecciones legislativas y municipales de marzo de 2012, sin embargo, podría mermar el respaldo político en los próximos meses.

II. ANÁLISIS DE LAS POLÍTICAS

8. **Se convino en que las perspectivas a corto plazo eran algo menos favorables que las previstas durante el segundo examen.** La recuperación más débil de lo previsto de la economía de Estados Unidos y los altos precios mundiales de la energía y los alimentos han deteriorado en alguna medida las perspectivas para el crecimiento y la inflación. En consecuencia, el crecimiento del PIB real para 2011 fue revisado a la baja a 2%, mientras que la inflación proyectada para fines del presente año fue aumentada a 7%. Además, la proyección para el déficit de cuenta corriente externa para 2011 se mantuvo en 3,8% del PIB, pero el déficit global de la balanza de pagos fue incrementado para reflejar las perspectivas menos favorables para las entradas netas de capital.

Macroeconomic Framework					
(Percent of GDP, unless otherwise noted)					
	2010	SBA ^{1/} Proj.		SBA ^{1/} Proj.	
		2011		2012	
Real GDP growth (percent)	14	2.5	2.0	3.0	2.5
Inflation (percent, end of period)	2.1	4.8	7.0	2.8	3.0
Nonfinancial public sector balance	-4.3	-3.5	-3.6	-2.5	-2.5
Nonfinancial public sector debt	52.1	50.6	52.0	50.4	50.9
External current account balance	-2.3	-3.8	-3.8	-3.6	-3.5

Sources: Salvadoran authorities and Fund staff estimates.
^{1/} IMF Country Report No. 11/90.

9. **Los análisis se centraron en los ajustes de política necesarios para alcanzar los objetivos del programa previstos para 2011 y 2012.** Las autoridades reiteraron su compromiso de cumplir la meta de déficit fiscal previamente fijada para 2011 y enmarcar el presupuesto para 2012 dentro de la estrategia fiscal a mediano plazo del programa—que contempla una disminución sustancial de dicho déficit y que el gasto se mantenga estable como proporción del PIB después de 2012. Dada esta modificación de las perspectivas, el ajuste previsto crearía el margen necesario para atender los gastos prioritarios y colocar el coeficiente de deuda pública/PIB en una trayectoria descendente. El personal técnico recaló la sensibilidad de las proyecciones fiscales y de deuda pública a variaciones pequeñas de los parámetros de referencia fundamentales, e instó a las autoridades a resistir las presiones para demorar los ajustes de ingresos y gastos.

A. Política fiscal

10. **Se convino en que la meta de déficit fiscal de US\$817 millones (alrededor del 3½% del PIB) para 2011 sigue siendo apropiada.** Las autoridades se comprometieron a ejercer un control estricto sobre el gasto corriente en el segundo semestre del año para alcanzar esa meta, que mantendría el coeficiente de deuda pública en el mismo nivel del año pasado. Los funcionarios técnicos señalaron que la contención del gasto era crucial para

absorber el costo de las medidas transitorias adoptadas en materia energética y para acelerar la inversión durante el resto del año, especialmente en infraestructura para complementar las iniciativas en curso orientadas a reactivar la inversión privada. Las autoridades indicaron que han cursado instrucciones a los ministerios y otros organismos públicos a ajustar sus límites de gasto corriente y diferir los proyectos de baja prioridad. El personal técnico manifestó su apoyo a esta medida e instó a las autoridades a mantener un apoyo correctamente focalizado en los pobres (incluidos a través de los subsidios a la energía y el gas ya existentes) y a permitir el traspaso pleno de los precios de la energía a los demás consumidores. Las autoridades confirmaron su intención de permitir que caduquen los subsidios energéticos temporales de aquí al final del año (Carta de intención, párrafo 2).

11. También será importante mantener el dinamismo de la recaudación tributaria.

Las autoridades seguirán fortaleciendo la administración de ingresos fiscales mediante un mejor control de los grandes contribuyentes y una mayor coordinación entre los entes de recaudación tributaria (Carta de intención, párrafo 3). Asimismo, con el respaldo de los bancos multilaterales, han creado un nuevo Viceministerio de Ingresos encargado de supervisar la modernización de los organismos recaudadores. Confían en que estas medidas contribuirán a reducir la evasión y tendrán un impacto sustancial en la recaudación (recuadro 1).

12. Las autoridades acordaron formular un presupuesto para 2012 coherente con un déficit fiscal global igual al 2½% del PIB.

Un ajuste de esa magnitud exigiría un continuado fortalecimiento de los ingresos, una política salarial austera y la eliminación progresiva de los gastos no-recurrentes de 2011 equivalentes a casi 1% del PIB². Estos esfuerzos estarán respaldados por el examen de las prioridades de gasto en el marco del Plan Quinquenal de Desarrollo, que habrá de concluirse antes de fin de año, y por las consultas en curso con los principales interesados para lograr un “pacto fiscal” que permita elevar los ingresos tributarios al 16% del PIB para 2015.

One-time Outlays in 2011 (Percent of GDP)	
% of GDP	
Total	0.8
Energy subsidies	0.2
LPG subsidy targeting	0.2
Electricity tariff transition	0.3
Other	0.1
Source: IMF staff calculations.	

B. Sector financiero

13. Se convino en que la reciente caída de los depósitos bancarios no había comprometido la estabilidad financiera, pero que era conveniente intensificar su seguimiento. Las autoridades señalaron que la disminución de los depósitos bancarios no había provocado tensiones financieras y que todos los bancos seguían manteniendo el encaje legal. También informaron que últimamente los depósitos habían registrado cierta recuperación, después de que los bancos redujeran su liquidez excedente a los niveles deseados. No obstante, las autoridades coincidieron en que una contracción de la base de depósitos no sería conveniente y manifestaron que tienen previsto seguir vigilando la

² Las medidas consideradas incluyen i) elevar la tasa del impuesto sobre las ganancias de particulares y empresas, ii) aplicar un impuesto sobre los dividendos y iii) simplificar el régimen para los pequeños contribuyentes (Carta de intención, párrafo 4).

situación de cerca, realizar pruebas de tensión con regularidad y reforzar su política de liquidez (recuadro 2). Se convino en que, no obstante los acontecimientos recientes, el nivel actual de exigencias de liquidez (alrededor de 25% de los depósitos) sigue siendo adecuado.

14. **Seguirán aplicándose medidas para reforzar la red de protección financiera.** Se ha terminado de definir un plan de acción para establecer un servicio de prestamista de última instancia con el objeto de asistir a los bancos que presenten necesidades temporales de liquidez (Carta de intención, párrafo 5), cuya puesta en marcha está prevista para fines de 2012. El plan apunta a proporcionar gradualmente una cobertura equivalente al 8% de los depósitos en el curso de los próximos cuatro años, previéndose su financiamiento con recursos de las líneas de crédito contingente y el uso de las tenencias de títulos públicos en poder del banco central. Además, luego de realizado el ejercicio de simulación de una crisis bancaria a principios de 2011, las autoridades han definido pasos para mejorar la capacidad de tomar medidas correctivas, aclarar y coordinar la función de los organismos otorgantes y facilitar la participación privada en los procesos de resolución bancaria mediante operaciones de adquisición y asunción.

15. **La transición hacia una supervisión basada en los riesgos avanza según lo planificado.** En 2011 las autoridades han dictado una serie de regulaciones sobre la gestión del riesgo y tienen previsto adoptar normas pendientes sobre riesgos de liquidez y de mercado a lo largo del presente año. También mejorarán su capacidad de supervisar a los bancos sobre la base de las evaluaciones de riesgo. Durante el resto del año se dará prioridad al fortalecimiento de la capacidad técnica tras la integración de los organismos de supervisión y el traspaso de las potestades regulatorias al banco central. Las autoridades prevén que para finales del año en curso el Congreso habrá aprobado un marco normativo para el establecimiento de fondos de inversión.

III. OTRAS REFORMAS

16. **Avanzan las iniciativas del gobierno para dar impulso a la inversión privada.** El personal técnico convino en que el proyecto de ley enviado al Congreso con el objeto de facilitar la inversión a través de las APP concuerda, en términos generales, con las prácticas óptimas, y recomendó afianzar la función del Ministerio de Hacienda en la selección de proyectos y en el debido registro de todos los pasivos contingentes. Las autoridades señalaron que se dará mayor prioridad al mejoramiento de la seguridad interna y la productividad, dos aspectos identificados como importantes obstáculos al crecimiento en el contexto de la asociación con Estados Unidos para el crecimiento. Asimismo, reiteraron su expectativa de que la aprobación legislativa del marco para una banca de desarrollo promovería un incremento de los préstamos a largo plazo de las instituciones financieras públicas. Las autoridades reafirmaron su compromiso de reducir al mínimo las posibles contingencias fiscales y de evitar las distorsiones financieras que podrían ser consecuencia de estas iniciativas (Carta de intención, párrafo 6).

IV. MODALIDADES DEL PROGRAMA

17. **El acuerdo con el FMI vigente hasta el final de 2011 mantendrá las modalidades aprobadas en ocasión del segundo examen.** Las metas indicativas para fin de septiembre y fin de diciembre propuestas en el segundo examen pasarán a ser criterios de ejecución (Carta

de intención y cuadro 13). Además, se agregarán nuevos parámetros de referencia estructurales para fines de diciembre: i) la eliminación gradual de las medidas adoptadas para el sector energético en abril–mayo, y ii) la aprobación por el Congreso de medidas relativas a los ingresos públicos (con un rendimiento estimado equivalente al 0,5% del PIB) y de un presupuesto 2012 congruente con una meta de déficit fiscal global igual al 2½% del PIB (cuadro 14). El personal técnico ha revisado los datos históricos correspondientes a la balanza de pagos y las cuentas nacionales de ingreso derivados de las mejoras metodológicas recomendadas por el FMI.

18. **Recomendaciones de evaluación de las salvaguardias.** El banco central ha comenzado este año a publicar sus estados financieros, incluido el dictamen de auditoría externa, y en 2012 adoptará normas contables internacionales. Asimismo, a comienzos de 2011 se seleccionó un auditor externo a través de una licitación pública, para un período de cinco años, y se elaborará una evaluación del control interno.

V. EVALUACIÓN DEL PERSONAL TÉCNICO

19. **El desempeño en el marco del Acuerdo *Stand-by* con el FMI sigue siendo favorable, a pesar de la débil recuperación económica.** La implementación firme de las políticas en los frentes fiscal y financiero han puesto freno al deterioro de la trayectoria de la deuda pública y han acrecentado la capacidad de resistencia del sistema financiero. La difícil situación externa, sin embargo, sigue afectando la recuperación y ha dado lugar a una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento a largo plazo y una revisión al alza de las proyecciones de inflación. La inversión privada interna se mantiene deprimida.

20. **La estrategia de consolidación fiscal prevista en el programa sigue siendo adecuada.** La disminución gradual del déficit fiscal global contemplada en el programa es fundamental para lograr la sostenibilidad de la deuda y recuperar el espacio fiscal necesario para permitir que las autoridades respondan con eficacia a shocks adversos futuros. El personal técnico felicita a las autoridades por su determinación para cumplir las metas fiscales mediante políticas prudentes de gasto y nuevas iniciativas en materia de ingresos a pesar de la lenta recuperación. También apoya los continuos esfuerzos que realizan para obtener consenso respecto de un pacto fiscal que refuerce significativamente las finanzas públicas.

21. **Un control estricto del gasto corriente en el segundo semestre del año será crucial para cumplir las metas fiscales de 2011.** La moderación del gasto permitirá absorber el costo de los subsidios energéticos transitorios en el segundo trimestre sin generar nuevas demoras en el gasto de inversión, que podrían perjudicar las iniciativas para impulsar la inversión privada. La solidez de los ingresos tributarios observada en el primer semestre del año se debe en gran parte a las medidas relativas a la administración de impuestos adoptadas en el marco del programa y es preciso mantenerla. El personal técnico respalda los planes para modernizar la administración tributaria y mejorar la gestión del gasto público. Estas estrategias contribuirán a reducir la evasión fiscal y a mejorar la calidad y flexibilidad del gasto público.

22. **El presupuesto para 2012 debe apuntar a una reducción significativa del déficit fiscal.** El presupuesto debe contemplar un mayor fortalecimiento de los ingresos públicos

sustentado en medidas adecuadas en materia de ingreso. También debería eliminar por completo los subsidios a la energía adoptados a principios de 2011, que en su mayor parte no están focalizados. El personal técnico aplaude la intención de las autoridades de permitir el traspaso pleno de los precios de la energía a los consumidores, dado que las recientes reformas a los subsidios (para el transporte, el agua, la electricidad y el gas líquido de propano) han permitido focalizar mejor esos subsidios en los más necesitados.

23. **El personal técnico expresa su satisfacción por los continuos avances logrados en el fortalecimiento del sistema financiero.** Para elevar la capacidad de resistencia del sistema financiero ante los shocks, en un régimen de dolarización plena, los esfuerzos de las autoridades están acertadamente orientados a reforzar la red de protección y pasar a una supervisión basada en los riesgos. El personal técnico insta a las autoridades a avanzar con rapidez en el establecimiento del servicio de prestamista de última instancia y el mejoramiento de los procesos de resolución de bancos. También sería importante dictar las normas pendientes de gestión del riesgo y mejorar la capacidad de supervisar a los bancos sobre la base de las evaluaciones de riesgo. El personal técnico considera satisfactorio con beneplácito el plan de las autoridades para obtener la aprobación legislativa del proyecto de ley sobre fondos de inversión.

24. **Se prevé que las iniciativas de las autoridades para promover la inversión interna quedarán establecidas de aquí a finales de año.** Reconociendo que las APP y los préstamos a largo plazo para el desarrollo pueden contribuir a fomentar la inversión privada, el personal técnico insta a las autoridades a crear mecanismos de salvaguardia que contengan los riesgos fiscales y permitan el registro correcto de las contingencias fiscales.

25. **El personal técnico recomienda que se proceda a la conclusión del tercer examen en el marco del Acuerdo *Stand-By*.**

Recuadro 1. El Salvador: Reformas fiscales

Para respaldar la estrategia de consolidación fiscal, las autoridades están reforzando el marco fiscal en los aspectos de cumplimiento tributario y de gestión del gasto.

Las principales reformas en curso son las siguientes:

- **Administración de los ingresos públicos.** El plan de modernización de la administración tributaria tiene por finalidad reducir la evasión fiscal y comprende tres elementos: i) crear una unidad especial para el monitoreo de los grandes contribuyentes (que generan dos tercios del ingreso tributario), ii) estrechar la coordinación entre las direcciones de recaudación tributaria y aduana y iii) reorganizar la dirección de recaudación tributaria según criterios funcionales, al tiempo que se concede a la división de auditoría más recursos e independencia funcional. En el ámbito de la administración de aduanas, los esfuerzos están dirigidos a pasar a un sistema de inspecciones basadas en el riesgo y a mejorar la coordinación con los entes aduaneros de los países vecinos.
- **Cuenta única del Tesoro.** Existen planes en curso para adoptar una cuenta única para 2013. Su creación mejoraría el control del gasto, acortaría el plazo entre la prestación de los servicios y los pagos y reduciría el mantenimiento de saldos en caja por parte de las instituciones públicas.
- **Marco de gasto a mediano plazo (MGMP).** El recientemente creado comité de supervisión y las unidades ministeriales piloto están desarrollando los conocimientos requeridos para una cobertura programática del presupuesto y están trabajando en la preparación del personal y de las plataformas tecnológicas a fin de adoptar un MGMP a partir de 2013. La adopción de dicho marco facilitará la asignación de recursos a las prioridades fundamentales, reducirá la inercia de los planes de gasto y garantizará la coherencia entre las iniciativas nuevas, los recursos disponibles y los objetivos macroeconómicos.
- **Reformas presupuestarias.** Las autoridades están desarrollando un plan para unificar gradualmente los presupuestos de los diversos entes gubernamentales con el objetivo de lograr una cobertura universal y mejorar el contenido analítico de los documentos presupuestarios. El proceso exigirá modificaciones de la normativa jurídica y contribuirá a alinear mejor el gasto con las prioridades de las políticas.

Recuadro 2. El Salvador: Fortalecimiento de las defensas de liquidez

Las autoridades tienen previsto establecer un servicio de prestamista de última instancia durante 2012 como parte de su estrategia para mejorar las defensas de liquidez del sistema financiero.

La estrategia, que sigue las recomendaciones de la asistencia técnica del FMI, comprende los siguientes elementos:

- **Mejora de las regulaciones en materia de liquidez.** El objetivo consiste en reducir al mínimo el riesgo de liquidez de los bancos, limitando los descargos de vencimientos de activos y pasivos y adoptando el vencimiento residual para la aplicación del encaje legal.
- **Creación de un fondo de liquidez.** El plan consiste en constituir un fondo de liquidez con una fracción del encaje legal actual (3% de los depósitos). En principio, el fondo proporcionaría liquidez a los bancos solventes que afronten presiones de liquidez por un plazo de hasta 90 días (con la opción de una única renovación) y se cobrarían intereses punitivos. El acceso estaría limitado a un máximo de 5% de los depósitos del banco o 25% de los recursos del fondo. El acceso al fondo estaría restringido a bancos que ya hayan utilizado el primer y segundo tramo de su propio encaje legal (11% de los depósitos), y estaría garantizado con activos calificados como aptos para la inversión. La creación de este fondo requiere de aprobación del Congreso.
- **Establecimiento de un servicio de prestamista de última instancia.** Este servicio daría cobertura en forma gradual hasta el 8% de los depósitos totales (durante los siguientes cuatro años) y otorgaría liquidez de emergencia por un plazo de hasta 90 días (renovable una sola vez) a bancos que hayan accedido al fondo de liquidez. El límite máximo de acceso sería equivalente a una vez el capital del banco, con una garantía de 120%. El servicio se financiaría con líneas de crédito contingente extranjeras y el uso de las tenencias de bonos públicos negociables en poder del banco central (incluidas operaciones de recompra de tales bonos con bancos internacionales). Para poder conceder tales préstamos, el banco central también planea adoptar regulaciones que permitan realizar operaciones de recompra con títulos públicos y adquirir activos bancarios en forma provisoria.

Tamaño de las defensas de liquidez. Con las nuevas líneas, la cobertura de las reservas líquidas del sistema bancario aumentaría del nivel actual de 25% de los depósitos a 33%, y (a diferencia de lo que ocurre ahora) las autoridades podrán canalizar liquidez a los bancos que experimenten presiones. Con el tiempo, esos nuevos servicios se harían extensivos a todas las instituciones que captan depósitos, en consonancia con la ampliación del perímetro de supervisión.

PROPUESTA DE RESOLUCIÓN**El Salvador: Tercer examen en el marco del Acuerdo *Stand-By***

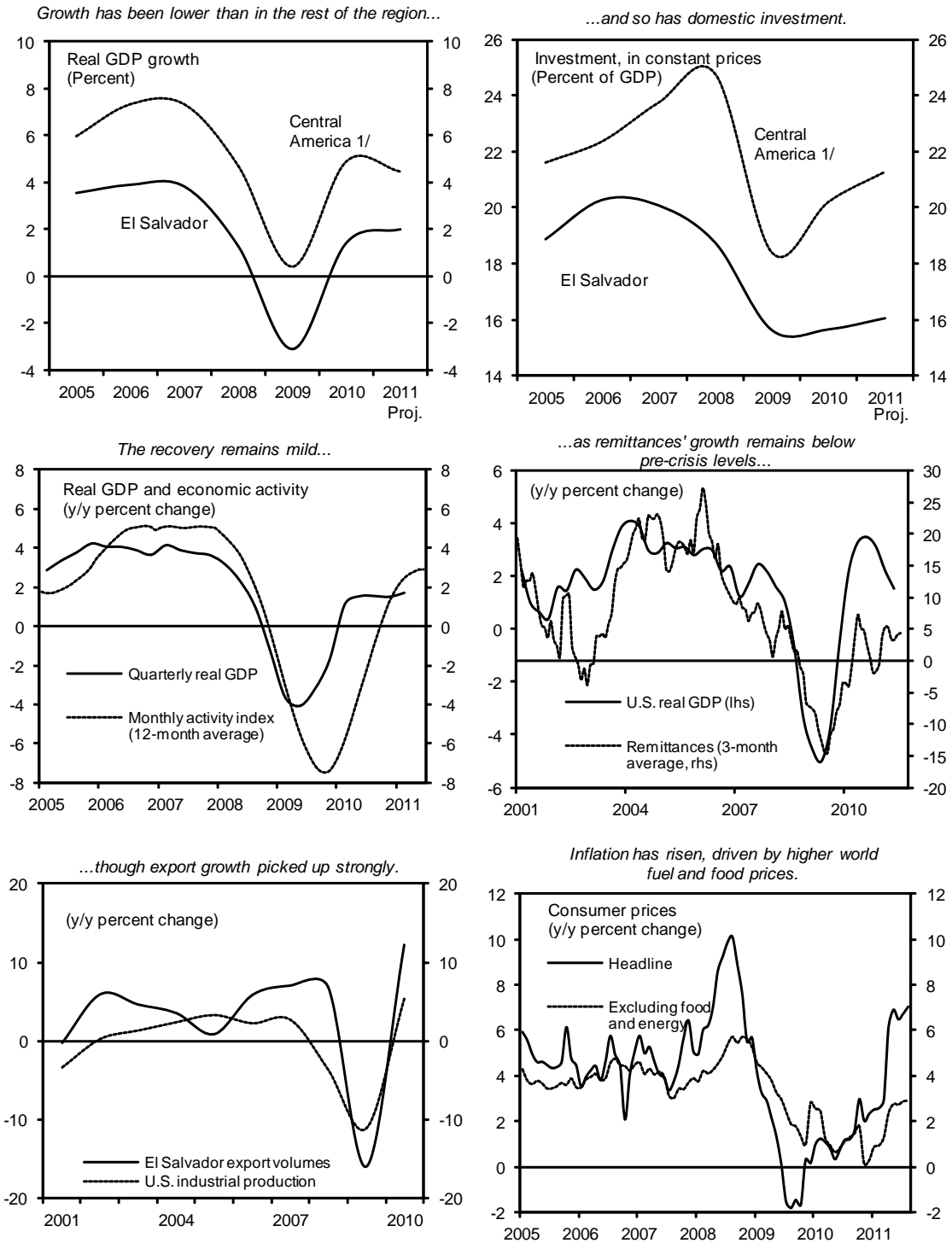
Se propone la siguiente resolución, que podrá ser adoptada por mayoría de los votos emitidos, para su adopción por el Directorio Ejecutivo.

1. El Salvador ha consultado con el FMI de conformidad con el párrafo 3 e) del Acuerdo *Stand-By* para El Salvador (documento EBS/10/36, 3/3/10) con el fin de examinar la implementación del programa y llegar a nuevos entendimientos con respecto a las condiciones para efectuar compras en virtud del Acuerdo *Stand-By*.
2. La carta de fecha 13 de septiembre de 2011 cursada por el Secretario Técnica de la Presidencia de El Salvador, el ministro de Hacienda de El Salvador y el Presidente del Banco Central de El Salvador (la “carta de septiembre de 2011”) se adjunta al Acuerdo *Stand-By* para El Salvador, considerándose que dicha Carta de septiembre de 2011 suplementa y modifica la carta de fecha 1 de marzo de 2010 cursada por el ministro de Hacienda de El Salvador y el Presidente del Banco Central El Salvador, con sus respectivos adjuntos, suplementos y modificaciones.
3. Por consiguiente, el Acuerdo *Stand-By* para El Salvador queda modificado en los siguientes términos:
 - a. Se reemplaza la referencia a “17 de noviembre de 2012” en el párrafo 2 a) por “15 de noviembre de 2012”.
 - b. Los criterios de ejecución cuantitativos correspondientes al 30 de septiembre de 2011 a los que se hace referencia en los párrafos 3 a) i)- ii) serán los

especificados en el cuadro 1 adjunto a la Carta de septiembre de 2011 y asimismo en el Memorando Técnico de Entendimiento suscrito en marzo de 2011.

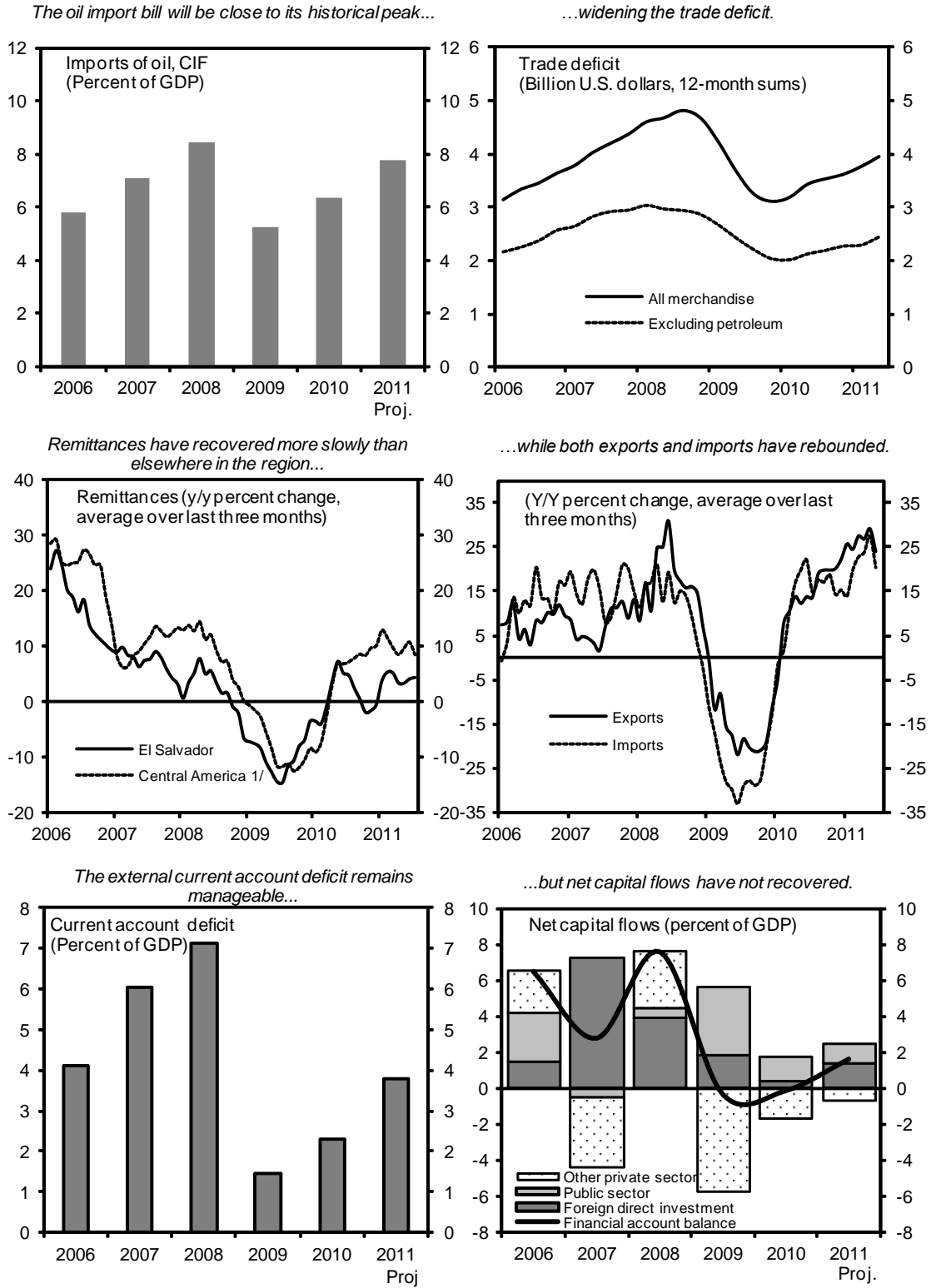
- c. Los criterios de ejecución cuantitativos correspondientes al 31 de diciembre de 2011 a los que se hace referencia en los párrafos 3 a) i)- ii) serán los especificados en el cuadro 1 adjunto a la Carta de septiembre de 2011 y asimismo en el Memorando Técnico de Entendimiento suscrito en marzo de 2011.
 - d. Los criterios de ejecución continuos a los que se hace referencia en los párrafos 3 b) i)- ii) serán los especificados en el cuadro 1 adjunto a la Carta de septiembre de 2011 y asimismo en el Memorando Técnico de Entendimiento suscrito en marzo de 2011.
 - e. Las cláusulas de consulta a las que se hace referencia en los párrafos 3 c)- d) serán las especificadas en el cuadro 1 adjunto a la Carta de septiembre de 2011 y asimismo en el Memorando Técnico de Entendimiento suscrito en marzo de 2011.
4. El FMI resuelve que el tercer examen especificado en el párrafo 3 e) del Acuerdo *Stand-By* para El Salvador queda concluido y que El Salvador puede efectuar compras de conformidad con los términos del Acuerdo *Stand-By*. (documento EBS/11/139, 09/13/11)

Figure 1. El Salvador: Economic Activity and Inflation



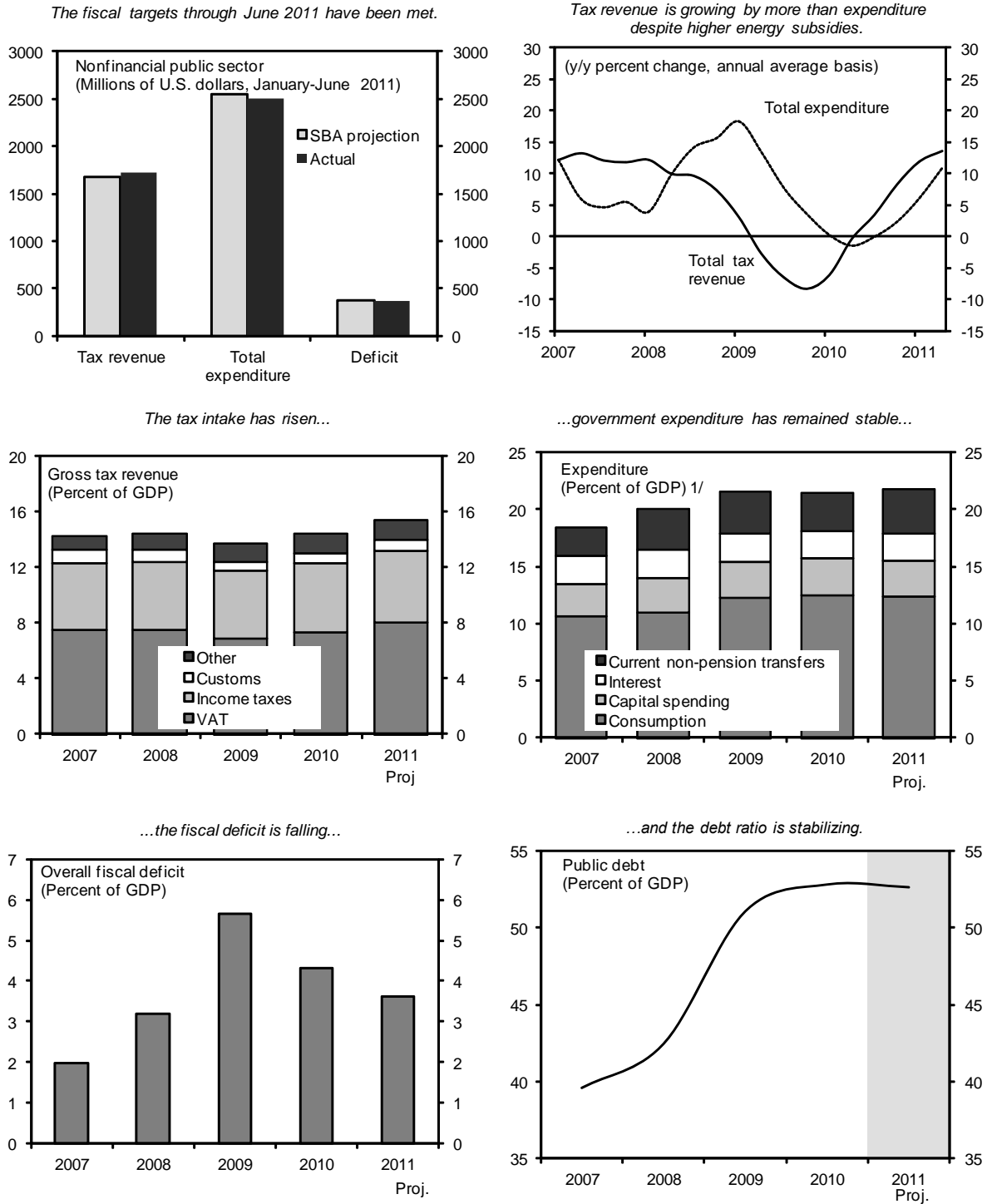
Sources: Central Reserve Bank of El Salvador; Haver Analytics; and Fund staff calculations.
 1/ Simple average for six countries: Costa Rica, the Dominican Republic, Guatemala, Honduras, Nicaragua, and Panama.

Figure 2. El Salvador: Balance of Payments Developments



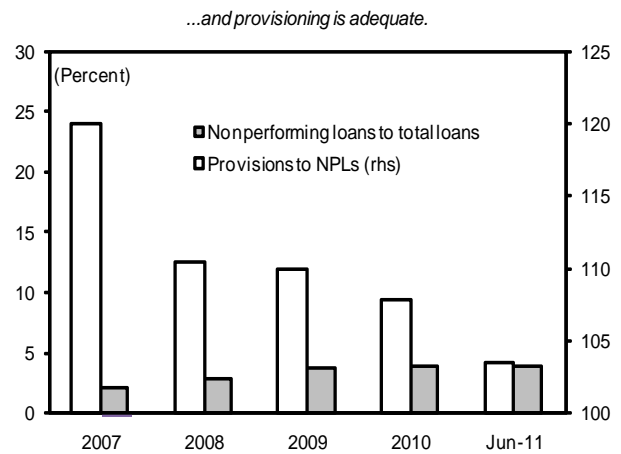
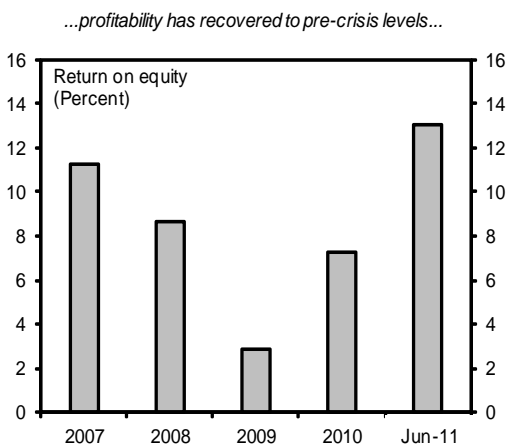
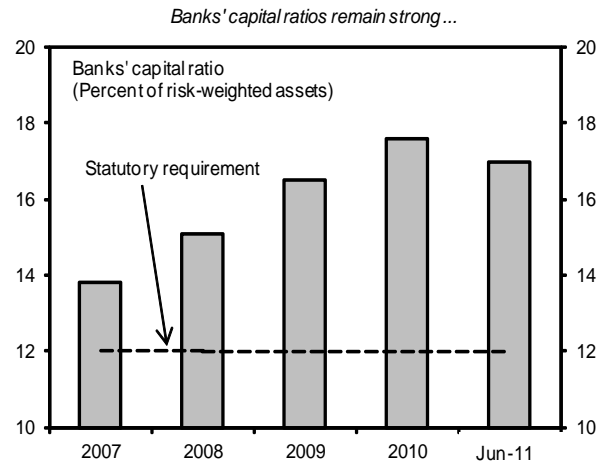
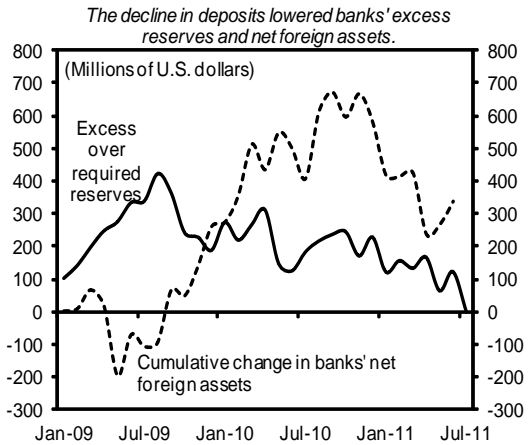
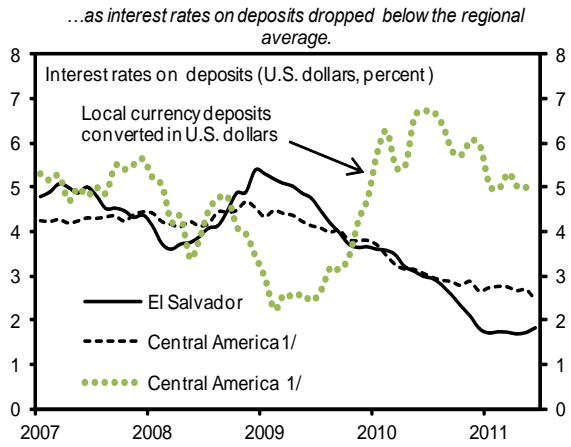
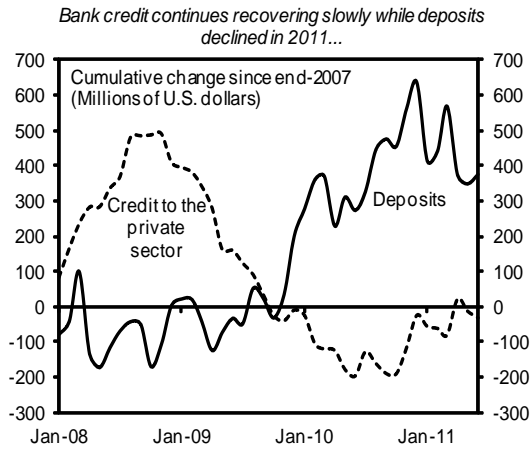
Sources: Central Reserve Bank of El Salvador; Haver Analytics; and Fund staff calculations.
 1/Simple average of the Dominican Republic, Guatemala, Honduras, and Nicaragua.

Figure 3. El Salvador: Fiscal Developments



Sources: Ministry of Finance; and Fund staff calculations.
 1/ Current transfers include VAT refunds and income tax refunds.

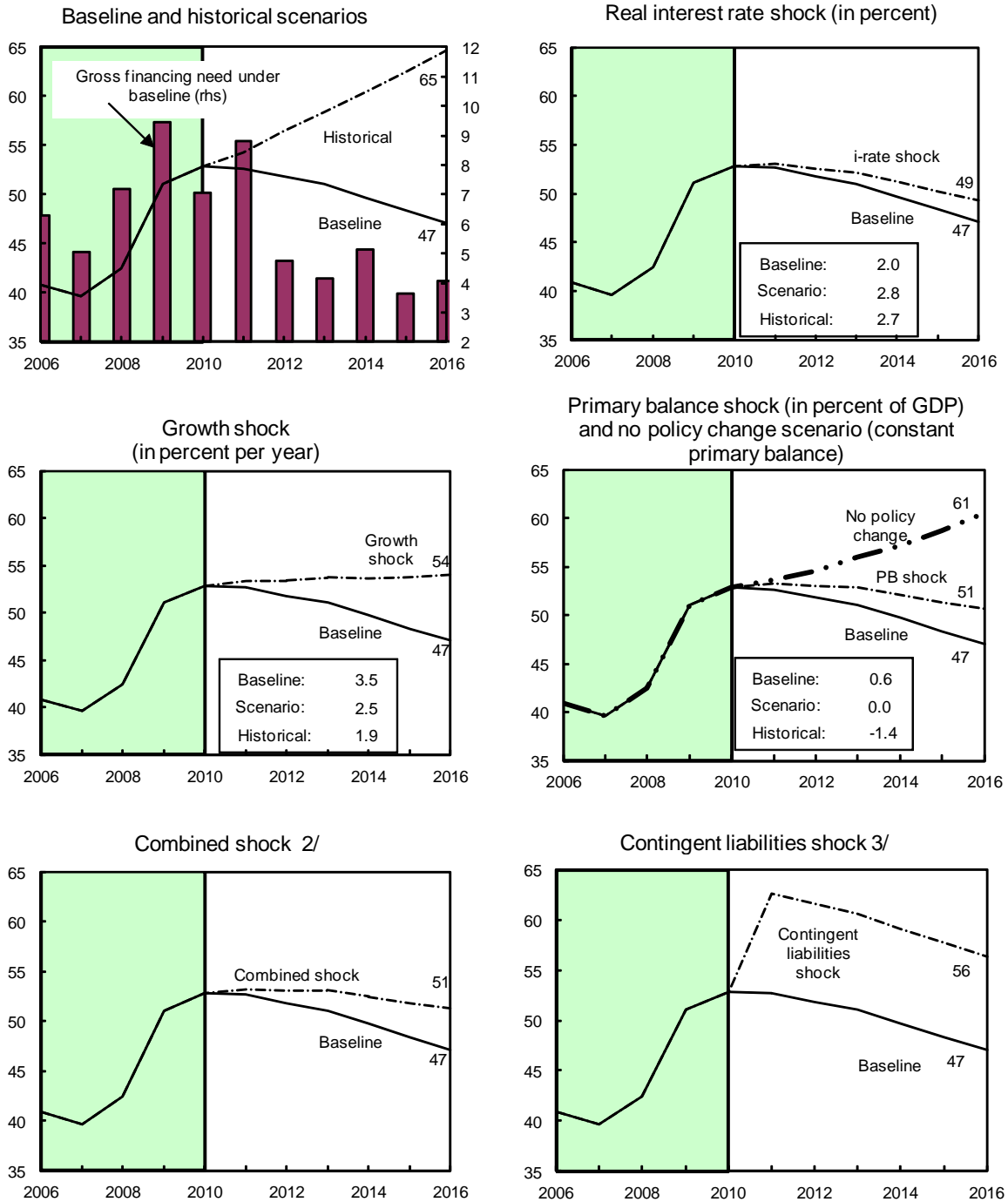
Figure 4. El Salvador: Financial Sector Developments



Sources: Financial System Superintendency; Central Reserve Bank of El Salvador; Haver Analytics; and Fund staff calculations.

1/ Simple average for Costa Rica, Dominican Republic, Guatemala, Honduras, Nicaragua, and Panama.

Figure 5. El Salvador: Public Debt Sustainability: Bound Tests 1/
(Public debt in percent of GDP)



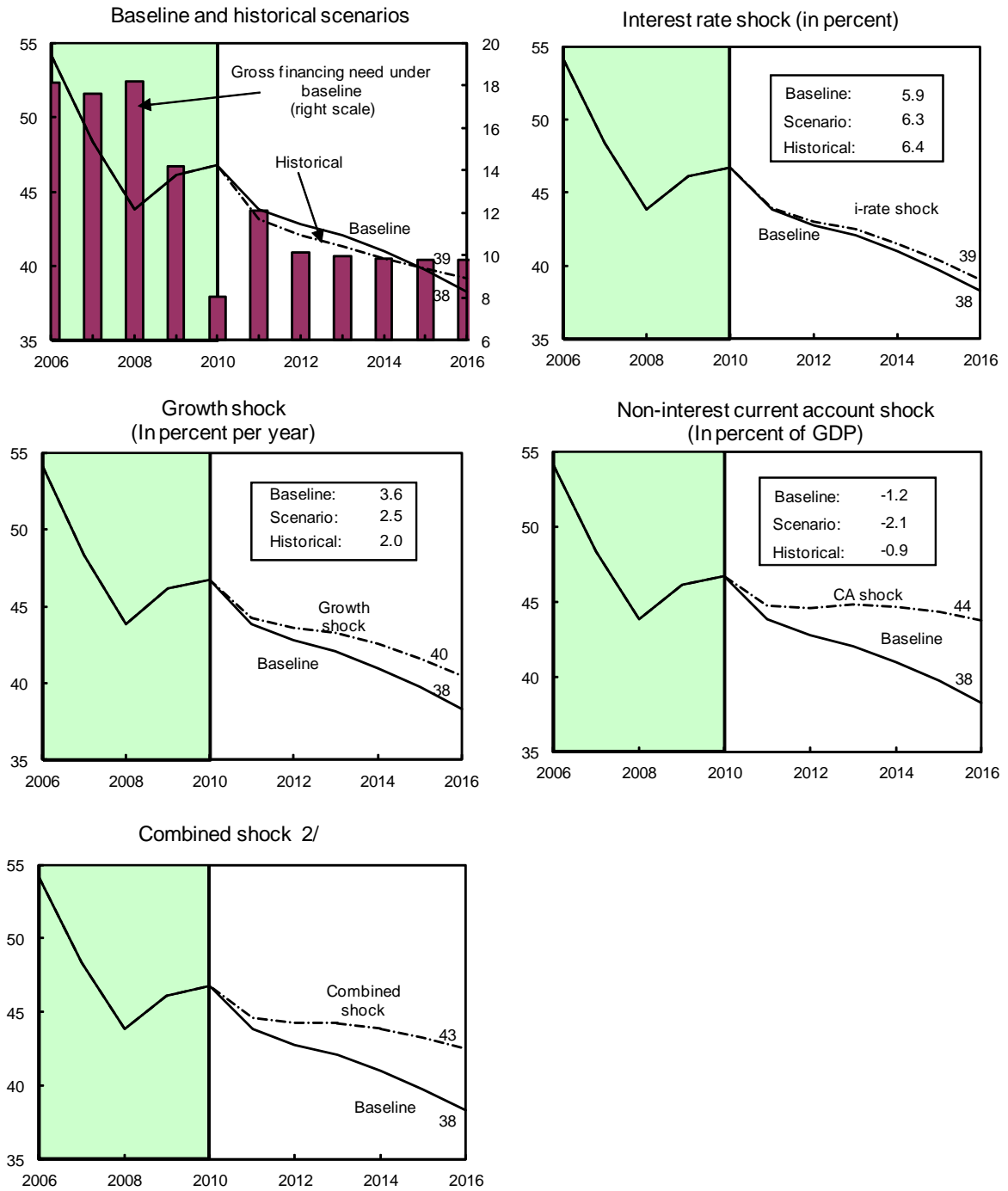
Sources: International Monetary Fund, country desk data, and Fund staff estimates.

1/ Shaded areas represent actual data. Individual shocks are permanent one-half standard deviation shocks. Figures in the boxes represent average projections for the respective variables in the baseline and scenario being presented. Ten-year historical average for the variable is also shown.

2/ Permanent 1/4 standard deviation shocks applied to real interest rate, growth rate, and primary balance.

3/ Ten percent of GDP shock to contingent liabilities occurs in 2011.

Figure 6. El Salvador: External Debt Sustainability: Bound Tests 1/
(External debt in percent of GDP)



Sources: International Monetary Fund, Country desk data, and Fund staff estimates.

1/ Shaded areas represent actual or estimated data. Individual shocks are permanent one-half standard deviation shocks. Figures in the boxes represent average projections for the respective variables in the baseline and scenario being presented. Ten-year historical average for the variable is also shown.

2/ Permanent 1/4 standard deviation shocks applied to real interest rate, growth rate, and current account balance.

Table 1. El Salvador: Selected Economic Indicators

I. Social Indicators								
Rank in UNDP Development Index 2010 (of 182)	90				Population (million)			6.2
Per capita income (U.S. dollars)	3,442				Life expectancy at birth in years			71
Percent of pop. below poverty line (2009)	38				Infant mortality (per 1,000 live births)			15
Gini index	47				Primary education completion rate (percent)			89
II. Economic Indicators								
	2007	2008	2009	2010	SBA 1/ 2011	Proj.	SBA 1/ 2012	Proj.
(Annual percent change, unless otherwise stated)								
Income and Prices 2/								
Real GDP	3.8	1.3	-3.1	1.4	2.5	2.0	3.0	2.5
Consumer prices (end of period)	4.9	5.5	0.0	2.1	4.8	7.0	2.8	3.0
GDP deflator	4.4	5.2	-0.5	1.3	4.2	4.5	2.9	5.0
External Sector 2/								
Exports of goods and services, volume	7.1	6.9	-16.0	12.3	9.5	8.5	6.0	3.8
Imports of goods and services, volume	8.8	3.3	-24.8	11.1	11.3	8.7	4.6	2.9
Terms of trade	-4.6	-9.5	14.5	-6.3	0.8	0.8	0.2	1.1
Real effective exchange rate (+ = appreciation, as of July 2011)	-1.3	-0.4	3.3	-2.4	...	-4.4	...	...
External sovereign bond (Spread, basis points, as of August 2011)	163	387	378	222	...	225	...	...
(Percent of GDP, unless otherwise stated)								
Money and Credit								
Credit to the private sector	43.4	42.6	42.2	41.0	39.0	38.5	39.3	37.7
Broad money	47.8	45.3	48.0	47.1	45.3	44.2	45.5	43.6
Interest rate (time deposits, percent, as of June 2011)	4.7	4.2	4.5	2.9	...	2.1	...	...
External Sector 2/								
Current account balance	-6.1	-7.1	-1.5	-2.3	-3.8	-3.8	-3.6	-3.5
Trade balance	-21.7	-21.8	-15.0	-17.0	-16.5	-18.0	-16.3	-17.4
Exports (f.o.b. including <i>maquila</i>)	20.2	21.9	19.0	21.6	22.4	23.6	23.0	23.4
Imports (f.o.b. including <i>maquila</i>)	-42.0	-43.8	-34.1	-38.6	-38.9	-41.6	-39.3	-40.7
Services and income (net)	-3.0	-2.8	-3.1	-2.2	-4.4	-2.7	-4.4	-2.7
Transfers (net)	18.6	17.5	16.7	17.0	17.1	16.9	17.1	16.5
Foreign direct investment	7.2	3.8	1.8	0.4	1.2	1.3	1.7	1.5
Nonfinancial Public Sector								
Overall balance	-2.0	-3.2	-5.7	-4.3	-3.5	-3.6	-2.5	-2.5
Primary balance	0.6	-0.8	-3.1	-1.9	-0.9	-1.2	-0.3	-0.1
Of which: tax revenue	13.5	13.5	12.6	13.6	14.0	14.3	14.8	14.7
Gross public debt 3/	39.6	42.5	51.1	52.8	51.3	52.6	51.0	51.8
Of which: external public debt 3/	24.9	24.5	30.0	28.8	29.1	28.1	28.5	27.3
Gross nonfinancial public sector debt	39.3	41.0	50.1	52.1	50.6	52.0	50.4	51.2
External public debt service (Percent of exports of goods and services)	12.2	8.2	10.1	8.7	18.3	17.8	7.5	7.4
National Savings and Investment 2/								
Gross domestic investment	16.3	15.2	13.4	13.3	13.8	13.5	13.7	13.9
Public sector	2.2	2.4	2.2	2.1	2.6	2.1	2.7	2.2
Private sector	14.1	12.8	11.2	11.2	11.2	11.4	11.1	11.7
Gross domestic saving	10.3	8.1	12.0	11.0	9.9	9.7	10.2	10.4
Public sector	0.5	-0.4	-3.1	-1.9	-1.1	-1.5	0.3	-0.1
Private sector	9.7	8.4	15.0	12.9	11.0	11.2	9.9	10.5
Net Foreign Assets of the Financial System 4/								
Millions of U.S. dollars	2,134	2,035	2,857	3,220	3,028	2,765	3,072	2,953
Percent of deposits	23.3	22.4	30.6	32.8	29.1	28.2	27.9	28.5
Memorandum Items: 2/								
Net <i>maquila</i> exports	1.6	1.7	1.6	1.8	3.1	2.0	3.1	1.9
Nominal GDP (billions of U.S. dollars)	20.1	21.4	20.7	21.2	23.2	22.6	24.6	24.3

Sources: Central Reserve Bank of El Salvador; Ministry of Finance; and Fund staff estimates.

1/ IMF Country Report No. 11/90.

2/ Historical data has been revised to incorporate methodological improvements to the national income accounts and the balance of payments (consistent with BPM6). Program columns are not strictly comparable.

3/ Includes gross debt of the nonfinancial public sector and external debt of the central bank.

4/ Beginning in 2010, gold in international reserves is valued at the price determined by the London Bullion Market (resulting in a valuation gain of US\$170 million).

Table 2. El Salvador: Balance of Payments 1/

(In millions of U.S. dollars)

	2007	2008	2009	2010	SBA 2/	Proj.	Projections				
					2011		2012	2013	2014	2015	2016
Current Account	-1,217	-1,532	-304	-488	-891	-857	-848	-847	-923	-928	-976
Merchandise trade balance	-4,365	-4,677	-3,108	-3,612	-3,829	-4,069	-4,225	-4,479	-4,821	-5,101	-5,452
Export of goods (f.o.b.)	4,070	4,703	3,930	4,577	5,182	5,338	5,689	6,062	6,507	6,993	7,510
General merchandise	2,845	3,334	2,984	3,442	3,302	4,090	4,369	4,680	5,054	5,460	5,894
Goods for processing	1,225	1,368	945	1,134	1,880	1,249	1,320	1,382	1,453	1,532	1,616
Import of goods (f.o.b.)	-8,434	-9,380	-7,038	-8,189	-9,011	-9,407	-9,914	-10,541	-11,328	-12,094	-12,962
General merchandise	-7,535	-8,374	-6,433	-7,436	-7,852	-8,602	-9,063	-9,650	-10,391	-11,106	-11,920
Goods for processing	-900	-1,005	-605	-753	-1,159	-805	-852	-891	-937	-988	-1,042
Services	-141	-213	-90	-94	-578	-114	-112	-131	-142	-161	-171
Income	-456	-389	-548	-381	-445	-498	-536	-572	-624	-668	-720
Current transfers	3,746	3,747	3,442	3,599	3,962	3,823	4,025	4,334	4,665	5,003	5,367
Financial and Capital Account	713	1,702	69	209	839	602	1,016	1,058	1,126	1,158	1,218
Capital account	153	80	131	232	202	232	132	129	126	121	121
Public sector financial flows	-115	127	785	274	327	249	283	202	491	107	298
Disbursements	205	427	1,076	584	1,252	1,181	560	461	769	421	626
Amortization	-320	-300	-291	-310	-925	-932	-277	-259	-279	-314	-328
Private sector financial flows	675	1,495	-847	-297	310	121	601	727	509	930	799
Foreign direct investment	1,455	824	366	78	274	298	365	491	553	664	787
Portfolio investment	-167	131	758	-70	12	77	40	60	65	71	77
Other	-614	541	-1,971	-305	25	-254	196	177	-109	196	-64
Errors and Omissions	783	164	658	-15	0	0	0	0	0	0	0
Change in Reserves (- = increase)	-279	-333	-423	295	52	255	-168	-211	-203	-230	-242
	(In percent of GDP)										
Current Account	-6.1	-7.1	-1.5	-2.3	-3.8	-3.8	-3.5	-3.3	-3.3	-3.1	-3.1
Merchandise trade balance	-21.7	-21.8	-15.0	-17.0	-16.5	-18.0	-17.4	-17.3	-17.4	-17.3	-17.3
Export of goods (f.o.b.)	20.2	21.9	19.0	21.6	22.4	23.6	23.4	23.5	23.5	23.7	23.9
Net maquila exports	1.6	1.7	1.6	1.8	3.1	2.0	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8
Import of goods (f.o.b.)	-42.0	-43.8	-34.1	-38.6	-38.9	-41.6	-40.7	-40.8	-41.0	-41.0	-41.2
Petroleum and products	-7.1	-8.4	-5.3	-6.4	-8.8	-7.8	-7.3	-7.1	-7.0	-6.8	-6.6
Services	-0.7	-1.0	-0.4	-0.4	-2.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
Income	-2.3	-1.8	-2.7	-1.8	-1.9	-2.2	-2.2	-2.2	-2.3	-2.3	-2.3
Current transfers	18.6	17.5	16.7	17.0	17.1	16.9	16.5	16.8	16.9	17.0	17.1
Financial and Capital Account	3.5	7.9	0.3	1.0	3.6	2.7	4.2	4.1	4.1	3.9	3.9
Capital account	0.8	0.4	0.6	1.1	0.9	1.0	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
Public sector financial flows	-0.6	0.6	3.8	1.3	1.4	1.1	1.2	0.8	1.8	0.4	0.9
Private sector financial flows	3.4	7.0	-4.1	-1.4	1.3	0.5	2.5	2.8	1.8	3.2	2.5
Foreign direct investment	7.2	3.8	1.8	0.4	1.2	1.3	1.5	1.9	2.0	2.3	2.5
Portfolio investment	-0.8	0.6	3.7	-0.3	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Other	-3.1	2.5	-9.5	-1.4	0.1	-1.1	0.8	0.7	-0.4	0.7	-0.2
Merchandise Trade (f.o.b.)	(Annual percent change)										
Exports (nominal)	7.6	15.6	-16.4	16.5	13.9	16.6	6.6	6.6	7.3	7.5	7.4
Volume	6.0	7.4	-16.7	14.2	6.4	7.2	4.6	5.0	7.0	7.0	5.9
Price	1.5	7.6	0.4	2.0	7.0	8.8	1.9	1.5	0.3	0.5	1.4
Imports (nominal)	13.7	11.2	-25.0	16.4	14.4	14.9	5.4	6.3	7.5	6.8	7.2
Volume	6.8	-6.5	-14.4	6.9	7.7	6.4	4.6	5.8	6.9	6.3	6.7
Price	6.4	18.9	-12.3	8.9	6.2	8.0	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
Terms of trade	-4.6	-9.5	14.5	-6.3	0.8	0.8	1.1	1.0	-0.2	0.0	0.9
Memorandum Items											
Gross international reserves (US\$ million) 3/	2,198	2,545	2,987	2,883	2,831	2,628	2,796	3,007	3,210	3,441	3,683
In months of imports (excluding maquila) 4/	2.7	4.1	4.2	3.6	3.4	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
In percent of total short-term external debt	168	158	329	343	309	312	316	326	334	346	360
External debt (in percent of GDP)	48.4	43.8	46.1	46.7	44.7	43.8	42.8	42.1	41.0	39.8	38.3
Of which: public sector debt	24.9	24.5	30.0	28.8	29.1	28.1	27.3	26.5	26.5	25.2	24.6
Of which: private sector debt	23.5	19.3	16.1	17.9	15.6	15.7	15.5	15.6	14.5	14.5	13.7
External public debt servicing (US\$ million)	635	475	486	483	1,132	1,127	495	489	527	589	618
Percent of exports of goods and services	12.2	8.2	10.1	8.7	18.3	17.8	7.4	6.8	6.9	7.2	7.0
Gross external financing requirement (US\$ million)	3,537	3,895	2,937	1,703	2,974	2,738	2,464	2,552	2,705	2,803	2,942
Percent of GDP	17.6	18.2	14.2	8.0	12.8	12.1	10.1	9.9	9.8	9.5	9.3

Sources: Central Reserve Bank of El Salvador; and Fund staff estimates.

1/ Data has been revised to reflect methodological improvements consistent with the sixth edition of the IMF's Balance of Payments Manual (BPM6). Program columns are not strictly comparable.

2/ IMF Country Report No. 11/90.

3/ Beginning in 2010, gold in international reserves is valued at the price determined by the London Bullion Market (resulting in a valuation gain of US\$170 million).

4/ Expressed in terms of following year's imports.

Table 3. El Salvador: Operations of the Nonfinancial Public Sector

(In millions of U.S. dollars)

	2007	2008	2009	2010	Prog. 1/ Outturn Jan.-Jun. 2011		SBA 1/ 2/ 2011	Proj.	SBA 2/ 2012	Proj.
Revenue and Grants	3,484	3,732	3,400	3,805	2,167	2,134	4,331	4,282	4,633	4,583
Current revenue	3,422	3,679	3,291	3,640	2,065	2,043	4,107	4,042	4,466	4,383
Tax revenue	2,720	2,886	2,609	2,883	1,678	1,715	3,233	3,236	3,627	3,568
Nontax revenue 3/	590	619	573	652	351	288	768	735	704	681
Operating surplus of the public enterprises	111	174	109	106	36	40	106	71	135	134
Official grants	62	53	109	164	102	92	224	240	166	199
Expenditure	3,879	4,415	4,571	4,722	2,546	2,505	5,147	5,098	5,253	5,200
Current expenditure	3,312	3,754	3,929	4,045	2,163	2,185	4,361	4,389	4,404	4,412
Wages and salaries 4/	1,409	1,528	1,659	1,710	922	899	1,936	1,959	2,005	2,068
Goods and services 4/	728	823	874	944	377	458	780	833	888	821
Interest	507	520	531	508	286	249	598	548	545	585
Current transfers	667	884	865	883	578	579	1,047	1,048	966	939
Nonpension payments 3/	348	563	519	526	380	388	626	632	527	499
Pension payments	319	321	346	357	198	192	421	417	440	440
Capital expenditure	567	661	642	677	383	320	786	709	850	788
Primary Balance	112	-164	-640	-409	-93	-122	-218	-268	-76	-33
Overall Balance	-395	-683	-1,171	-917	-379	-371	-816	817	-621	-617
<i>Adjusted for tax revenue performance</i>	...	...	...	...	-373	-371	...	...	...	...
Financing	395	683	1,171	917	379	371	816	817	621	617
External	-115	127	785	274	771	558	327	249	264	283
Disbursements	205	427	1,076	584	901	689	1,252	1,181	538	560
Amortization	-320	-300	-291	-310	-130	-131	-925	-932	-275	-277
Domestic	510	557	386	643	-392	-187	490	567	357	335
Change in deposits at central bank (- = increase)	146	26	-293	274	-606	-490	105	105	-7	-9
Banking system	43	93	239	-67	34	91	10	112	-23	-41
Private sector 5/	335	507	401	461	180	204	375	342	388	385
Other	-14	-69	39	-25	0	8	0	8	0	0
Memorandum Items:										
Current revenue minus current expenditure	110	-75	-638	-404	-97	-142	-255	-347	62	-29
Gross financing needs	1,013	1,544	1,950	1,494	603	597	1,936	1,990	1,095	1,151
Implicit nominal interest rate (in percent)	6.7	6.5	5.8	4.8	5.2	4.5	5.4	4.9	4.6	4.9
Gross nonfinancial public sector debt	7,904	8,778	10,347	11,053	11,418	11,969	11,725	11,754	12,376	12,459
Total public sector debt (gross) 6/	7,965	9,104	10,553	11,205	...	...	11,876	11,905	12,528	12,610
Total public sector debt (net) 6/ 7/	7,105	8,367	9,436	10,335	...	...	11,112	11,151	11,757	11,769
Nominal GDP	20,105	21,431	20,661	21,215	...	...	23,169	22,616	24,555	24,342

Sources: Central Reserve Bank of El Salvador; Ministry of Finance; and Fund staff estimates.

1/ Not adjusted for performance of tax revenue.

2/ IMF Country Report No. 11/90.

3/ In 2011, SBA row for nontax revenue and nonpension current transfers includes dividends from electricity generation companies (US\$67 million) that were to be used to fund transition to new electricity tariff formula.

4/ Starting in 2011, reclassifies cost of formerly contractual staff in education (US\$73 million in 2011) from services into wages.

5/ Includes financing for education, health, and pension trust funds.

6/ Includes gross debt of the nonfinancial public sector and external debt of the central bank.

7/ Public sector gross debt less government deposits held at the central bank or commercial banks.

Table 4. El Salvador: Operations of the Nonfinancial Public Sector
(In percent of GDP)

	2007	2008	2009	2010	Prog. 1/ Jan.-Jun. 2011	Outturn 1/ 2011	SBA 2/ 2011	Proj.	SBA 2/ 2012	Proj.
Revenue and Grants	17.3	17.4	16.5	17.9	9.4	9.4	18.7	18.9	18.9	18.8
Current revenue	17.0	17.2	15.9	17.2	8.9	9.0	17.7	17.9	18.2	18.0
Tax revenue	13.5	13.5	12.6	13.6	7.2	7.6	14.0	14.3	14.8	14.7
Nontax revenue 3/	2.9	2.9	2.8	3.1	1.5	1.3	3.3	3.2	2.9	2.8
Operating surplus of the public enterprise:	0.6	0.8	0.5	0.5	0.2	0.2	0.5	0.3	0.5	0.6
Official grants	0.3	0.2	0.5	0.8	0.4	0.4	1.0	1.1	0.7	0.8
Expenditure	19.3	20.6	22.1	22.3	11.0	11.1	22.2	22.5	21.4	21.4
Current expenditure	16.5	17.5	19.0	19.1	9.3	9.7	18.8	19.4	17.9	18.1
Wages and salaries 4/	7.0	7.1	8.0	8.1	4.0	4.0	8.4	8.7	8.2	8.5
Goods and services 4/	3.6	3.8	4.2	4.4	1.6	2.0	3.4	3.7	3.6	3.4
Interest	2.5	2.4	2.6	2.4	1.2	1.1	2.6	2.4	2.2	2.4
Current transfers	3.3	4.1	4.2	4.2	2.5	2.6	4.5	4.6	3.9	3.9
Nonpension payments 3/	1.7	2.6	2.5	2.5	1.6	1.7	2.7	2.8	2.1	2.1
Pension payments	1.6	1.5	1.7	1.7	0.9	0.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Capital expenditure	2.8	3.1	3.1	3.2	1.7	1.4	3.4	3.1	3.5	3.2
Primary Balance	0.6	-0.8	-3.1	-1.9	-0.4	-0.5	-0.9	-1.2	-0.3	-0.1
Overall Balance	-2.0	-3.2	-5.7	-4.3	-1.6	-1.6	-3.5	-3.6	-2.5	-2.5
<i>Adjusted for tax revenue performance</i>	...	...	...	...	-1.6	-1.6	...	...	...	...
Financing	2.0	3.2	5.7	4.3	1.6	1.6	3.5	3.6	2.5	2.5
External	-0.6	0.6	3.8	1.3	3.3	2.5	1.4	1.1	1.1	1.2
Disbursements	1.0	2.0	5.2	2.8	3.9	3.0	5.4	5.2	2.2	2.3
Amortization	-1.6	-1.4	-1.4	-1.5	-0.6	-0.6	-4.0	-4.1	-1.1	-1.1
Domestic	2.5	2.6	1.9	3.0	-1.7	-0.8	2.1	2.5	1.5	1.4
Change in deposits at central bank (- = increase)	0.7	0.1	-1.4	1.3	-2.6	-2.2	0.5	0.5	0.0	0.0
Banking system	0.2	0.4	1.2	-0.3	0.1	0.4	0.0	0.5	-0.1	-0.2
Private sector 5/	1.7	2.4	1.9	2.2	0.8	0.9	1.6	1.5	1.6	1.6
Other	-0.1	-0.3	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Memorandum Items:										
Current revenue minus current expenditure	0.5	-0.4	-3.1	-1.9	-0.4	-0.6	-1.1	-1.5	0.3	-0.1
Gross financing needs	5.0	7.2	9.4	7.0	2.6	2.6	8.3	8.8	4.4	4.7
Implicit nominal interest rate (in percent)	6.7	6.5	5.8	4.8	5.2	4.5	5.4	4.9	4.6	4.9
Gross nonfinancial public sector debt	39.3	41.0	50.1	52.1	49.3	52.9	50.6	52.0	50.4	51.2
Total public sector debt (gross) 6/	39.6	42.5	51.1	52.8	...	...	51.3	52.6	51.0	51.8
Total public sector debt (net) 6/ 7/	35.3	39.0	45.7	48.7	...	...	48.0	49.3	47.8	48.3
Nominal GDP	20,105	21,431	20,661	21,215	...	...	23,169	22,616	24,555	24,342

Sources: Central Reserve Bank of El Salvador; Ministry of Finance; and Fund staff estimates.

1/ In percent of annual GDP.

2/ IMF Country Report No. 11/90.

3/ In 2011, SBA row for nontax revenue and nonpension current transfers includes dividends from electricity generation companies (0.3 percent of GDP) that were to be used to fund transition to new electricity tariff formula.

4/ Starting in 2011, reclassifies cost of formerly contractual staff in education (0.3 percent of GDP in 2011) from services into wages.

5/ Includes financing for education, health, and pension trust funds.

6/ Includes gross debt of the nonfinancial public sector and external debt of the central bank.

7/ Public sector gross debt less government deposits held at the central bank or commercial banks.

Table 5. El Salvador: Operations of the Nonfinancial Public Sector

(In percent of GDP)

	2007	2008	2009	2010	Projections					
					2011	2012	2013	2014	2015	2016
Revenue and Grants	17.3	17.4	16.5	17.9	18.9	18.8	19.2	19.5	19.5	19.7
Current revenue	17.0	17.2	15.9	17.2	17.9	18.0	18.9	19.3	19.4	19.5
Tax revenue	13.5	13.5	12.6	13.6	14.3	14.7	15.6	15.9	16.0	16.2
Nontax revenue	2.9	2.9	2.8	3.1	3.2	2.8	2.8	2.8	2.8	2.7
Operating surplus of the public enterprises	0.6	0.8	0.5	0.5	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Official grants	0.3	0.2	0.5	0.8	1.1	0.8	0.3	0.2	0.2	0.2
Expenditure	19.3	20.6	22.1	22.3	22.5	21.4	21.3	21.3	21.0	21.1
Current expenditure	16.5	17.5	19.0	19.1	19.4	18.1	18.0	18.1	17.8	17.9
Wages and salaries 1/	7.0	7.1	8.0	8.1	8.7	8.5	8.6	8.4	8.2	8.2
Goods and services 1/	3.6	3.8	4.2	4.4	3.7	3.4	3.3	3.5	3.3	3.3
Interest	2.5	2.4	2.6	2.4	2.4	2.4	2.3	2.4	2.6	2.7
Current transfers	3.3	4.1	4.2	4.2	4.6	3.9	3.8	3.8	3.7	3.6
Nonpension payments 2/	1.7	2.6	2.5	2.5	2.8	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0
Pension payments	1.6	1.5	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6
Capital expenditure	2.8	3.1	3.1	3.2	3.1	3.2	3.3	3.2	3.2	3.3
Primary Balance	0.6	-0.8	-3.1	-1.9	-1.2	-0.1	0.3	0.6	1.1	1.3
Overall Balance	-2.0	-3.2	-5.7	-4.3	-3.6	-2.5	-2.0	-1.8	-1.5	-1.5
Financing	2.0	3.2	5.7	4.3	3.6	2.5	2.0	1.8	1.5	1.5
External	-0.6	0.6	3.8	1.3	1.1	1.2	0.8	1.8	0.4	0.9
Disbursements	1.0	2.0	5.2	2.8	5.2	2.3	1.8	2.8	1.4	2.0
Amortization	-1.6	-1.4	-1.4	-1.5	-4.1	-1.1	-1.0	-1.0	-1.1	-1.0
Domestic	2.5	2.6	1.9	3.0	2.5	1.4	1.3	0.0	1.1	0.5
Change in deposits at central bank (- = increase)	0.7	0.1	-1.4	1.3	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Banking system	0.2	0.4	1.2	-0.3	0.5	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Private sector 3/	1.7	2.4	1.9	2.2	1.5	1.6	1.5	0.2	1.4	0.8
Other	-0.1	-0.3	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Memorandum Items:										
Current revenue minus current expenditure	0.5	-0.4	-3.1	-1.9	-1.5	-0.1	1.0	1.1	1.6	1.6
Gross financing needs	5.0	7.2	9.4	7.0	8.8	4.7	4.2	5.1	3.6	4.1
Implicit nominal interest rate (in percent)	6.7	6.5	5.8	4.8	4.9	4.9	4.7	5.1	5.5	6.0
Gross nonfinancial public sector debt	39.3	41.0	50.1	52.1	52.0	51.2	50.5	49.2	47.8	46.6
Total public sector debt (gross) 4/	39.6	42.5	51.1	52.8	52.6	51.8	51.0	49.7	48.3	47.1
Total public sector debt (net) 4/ 5/	35.3	39.0	45.7	48.7	49.3	48.3	47.6	46.3	44.9	43.5
Nominal GDP (in millions of US\$)	20,105	21,431	20,661	21,215	22,616	24,342	25,842	27,656	29,498	31,465

Sources: Central Reserve Bank of El Salvador; Ministry of Finance; and Fund staff estimates.

1/ Starting in 2011, reclassifies cost of formerly contractual staff in education (0.3 percent of GDP in 2011) from services into wages.

2/ In 2011, nonpension current transfers include (0.3 percent of GDP) stemming from the transition to new electricity tariff formula.

3/ Includes financing for education, health, and pension trust funds.

4/ Includes gross debt of the nonfinancial public sector and external debt of the central bank.

5/ Public sector gross debt less government deposits held at the central bank or commercial banks.

Table 6. El Salvador: Summary Accounts of the Financial System

	2007	2008	2009	2010	SBA 1/ 2011	Proj. 2011	Proj. 2012
(End of period stocks; in millions of U.S. dollars)							
I. Central Bank							
Net Foreign Assets	2,167	2,248	2,594	2,550	2,498	2,295	2,463
Net international reserves 2/	2,198	2,541	2,985	2,882	2,829	2,627	2,795
Of which: "Excess" NIR 3/	50	169	573	429	314	286	313
Net Domestic Assets	580	544	204	221	326	320	311
Nonfinancial public sector	465	521	222	493	599	598	589
Claims	812	839	836	833	833	833	833
Deposits	347	318	614	340	235	235	245
Commercial banks	0	0	0	0	0	0	0
Nonbank financial institutions	355	255	265	290	290	292	292
Nonfinancial private sector	0	32	15	1	1	1	1
Other items (net)	-240	-264	-298	-564	-564	-571	-571
Central Bank Backed Liabilities	2,745	2,791	2,797	2,769	2,824	2,615	2,773
Liabilities to other depository corporations	2,044	2,258	2,250	2,349	2,403	2,255	2,356
Other liabilities	702	533	548	420	421	360	417
II. Commercial Banks							
Net Foreign Assets	39	-98	376	697	557	497	517
Net Domestic Assets	9,681	9,944	9,665	9,510	10,152	9,699	10,314
Net claims on nonfinancial public sector	-36	12	139	60	69	172	131
Net claims on the financial system	2,504	2,591	2,734	2,807	2,880	2,747	2,877
Claims on the private sector	8,617	8,985	8,572	8,559	8,892	8,552	9,008
Other items (net)	-1,404	-1,644	-1,780	-1,916	-1,690	-1,772	-1,702
Liabilities to the Private Sector	9,719	9,845	10,041	10,206	10,708	10,195	10,831
Deposits	8,641	8,646	8,841	9,276	9,653	9,276	9,770
Other	1,078	1,199	1,200	930	1,055	920	1,060
III. Financial System 4/							
Net Foreign Assets	2,134	2,035	2,857	3,220	3,028	2,765	2,953
Net Domestic Assets	7,186	7,478	6,698	6,395	7,050	6,720	7,170
Nonfinancial public sector	464	610	446	621	741	843	798
Credit to private sector	8,726	9,134	8,717	8,702	9,042	8,702	9,165
Other	-2,004	-2,266	-2,465	-2,928	-2,732	-2,825	-2,793
Liabilities to the Private Sector	9,320	9,513	9,555	9,615	10,078	9,485	10,123
Broad money	9,601	9,709	9,908	10,002	10,489	9,992	10,607
Money	1,765	1,789	2,024	2,428	2,361	2,443	2,352
Quasi-money	7,836	7,921	7,884	7,574	8,127	7,549	8,255
(Percent changes relative to previous year's broad money)							
Net domestic assets	8.1	3.0	-8.0	-3.1	6.6	3.2	4.5
Nonfinancial public sector	2.4	1.5	-1.7	1.8	1.2	2.2	-0.4
Credit to the private sector	8.6	4.2	-4.3	-0.1	3.4	0.0	4.6
Liabilities to the private sector	17.1	2.0	0.4	0.6	4.6	-1.3	6.4
(Percent of GDP)							
Credit to the private sector	43.4	42.6	42.2	41.0	39.0	38.5	37.6
Liabilities to the private sector	46.4	44.4	46.2	45.3	43.5	41.9	41.6
(Annual percentage change, unless otherwise noted)							
Memorandum Items:							
Financial system credit to the private sector	8.8	4.7	-4.6	-0.2	3.9	0.0	5.3
Private sector deposits in commercial banks	17.4	0.1	2.3	4.9	4.1	0.0	5.3
Commercial bank liquid deposits at central bank (In percent of total deposits)	23.5	25.9	25.0	24.8	24.4	23.2	23.1

Sources: Central Reserve Bank of El Salvador; and Fund staff estimates.

1/ IMF Country Report No. 11/90.

2/ Beginning in 2010, gold in international reserves is valued at the price determined by the London Bullion Market (resulting in a valuation gain of US\$170 million).

3/ Excess NIR are defined as the difference between the central bank's net international reserves, which include government deposits, and its liquid liabilities with domestic residents.

4/ Includes nonbank financial institutions.

Table 7. El Salvador: Selected Vulnerability Indicators

(In percent of GDP; unless otherwise indicated)

	2007	2008	2009	2010	Proj. 2011
Fiscal Indicators					
Overall balance of the nonfinancial public sector	-2.0	-3.2	-5.7	-4.3	-3.6
Primary balance of the nonfinancial public sector	0.6	-0.8	-3.1	-1.9	-1.2
Gross public sector financing requirement	5.0	7.2	9.4	7.0	8.8
Public sector debt (gross) 1/	39.6	42.5	51.1	52.8	52.6
Public sector external debt	24.9	24.5	30.0	28.8	28.1
External interest payments to total fiscal revenue (percent)	10.2	10.0	11.0	8.5	8.0
External amortization payments to total fiscal revenue (percent) 2/	9.2	8.0	8.6	8.1	21.8
Financial Indicators 3/					
Broad money (percent change, end-of-period)	17.5	1.1	2.0	0.9	-0.1
Private sector credit (percent change, end-of-period)	8.8	4.7	-4.6	-0.2	0.0
Ratio of capital to risk-weighted assets	13.8	15.1	16.5	17.6	17.0
Ratio of loans more than 90 days past due to total loans	2.1	2.8	3.7	3.9	3.9
Ratio of provisions to total loans	2.5	3.1	4.0	4.3	4.1
Ratio of provisions to loans more than 90 days past due	120.0	110.4	109.9	107.9	103.5
Return on average equity	11.3	8.7	2.8	7.3	13.1
Return on average total assets	1.2	1.0	0.3	0.9	1.6
Loans as percent of deposits	97.4	101.4	91.3	84.5	86.5
Ratio of liquid assets to total deposits	34.0	35.7	41.3	42.0	38.9
External Indicators 4/					
Exports of goods and services (percent change, 12-month basis)	8.5	10.7	-16.8	15.9	13.8
Imports of goods and services (percent change, 12-month basis)	12.9	9.7	-25.0	15.9	13.4
Current account balance	-6.1	-7.1	-1.5	-2.3	-3.8
Capital and financial account balance	3.5	7.9	0.3	1.0	2.7
Gross international reserves (millions of U.S. dollars) 5/	2,198	2,545	2,987	2,883	2,628
Months of imports of goods and services, excluding maquila	2.7	4.1	4.2	3.6	3.1
Percent of short-term debt	168	158	329	343	312
Percent of gross external financing requirements	62	65	102	169	96
Percent of broad money	22.9	26.2	30.1	28.8	26.3
Total public external debt service 2/	3.2	2.2	2.4	2.3	5.0
Total external debt to exports of goods and services (percent)	187	163	199	179	157
External interest payments to goods and services exports (percent)	14.2	9.5	12.6	8.6	8.9
External amortization to goods and services exports (percent) 2/	39.2	35.2	46.1	27.2	33.8
REER, depreciation is negative (percent change, end-of-period)	-3.2	6.9	-4.4	-0.7	...

Sources: Central Bank of El Salvador; Ministry of Finance; Financial System Superintendency; and Fund staff estimates.

1/ Includes gross debt of the nonfinancial public sector and external debt of the central bank.

2/ Estimate for 2011 includes the amortization of an external bond financed with a bond placement made in January.

3/ Data for 2011 corresponds to end-June.

4/ Data has been revised to reflect methodological improvements consistent with the sixth edition of the IMF's Balance of Payments Manual (BPM6). Program columns are not strictly comparable.

5/ Adjusted upward (by US\$170 million) to reflect the revaluation of gold in international reserves at the price determined by the London Bullion Market starting in 2010.

Table 8. El Salvador: Public Sector Debt Sustainability Framework, 2006-2016
(In percent of GDP, unless otherwise indicated)

	Actual					Projections						Debt-stabilizing primary balance 9/
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
1 Baseline: Public sector debt 1/ o/w foreign-currency denominated	40.9	39.6	42.5	51.1	52.8	52.6	51.8	51.0	49.7	48.3	47.1	-0.3
	40.9	39.6	42.5	51.1	52.8	52.6	51.8	51.0	49.7	48.3	47.1	
2 Change in public sector debt	0.1	-1.2	2.9	8.6	1.7	-0.2	-0.8	-0.8	-1.3	-1.4	-1.3	
3 Identified debt-creating flows (4+7+12)	-0.3	-1.2	0.7	7.3	3.0	0.3	-1.2	-1.0	-1.5	-1.6	-1.6	
4 Primary deficit	0.5	-0.6	0.8	3.1	1.9	1.2	0.1	-0.3	-0.6	-1.1	-1.3	
5 Revenue and grants	17.5	17.3	17.4	16.5	17.9	18.9	18.8	19.2	19.5	19.5	19.7	
6 Primary (noninterest) expenditure	18.0	16.8	18.2	19.6	19.9	20.1	19.0	19.0	18.9	18.5	18.4	
7 Automatic debt dynamics 2/	-0.7	-0.6	0.0	4.2	1.1	-0.8	-1.3	-0.7	-0.9	-0.5	-0.3	
8 Contribution from interest rate/growth differential 3/	-0.7	-0.6	0.0	4.2	1.1	-0.8	-1.3	-0.7	-0.9	-0.5	-0.3	
9 Of which contribution from real interest rate	0.7	0.8	0.4	2.8	1.8	0.1	-0.1	0.8	1.0	1.3	1.5	
10 Of which contribution from real GDP growth	-1.5	-1.4	-0.5	1.4	-0.7	-1.0	-1.2	-1.5	-1.9	-1.9	-1.8	
11 Contribution from exchange rate depreciation 4/	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	...	...	...	...	...	...
12 Other identified debt-creating flows	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
13 Privatization receipts (negative)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
14 Recognition of implicit or contingent liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
15 Other (specify, e.g. bank recapitalization)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
16 Residual, including asset changes (2-3) 5/	0.4	-0.1	2.1	1.3	-1.3	-0.5	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	
Public sector debt-to-revenue ratio 1/	234	229	244	310	294	278	275	265	255	247	239	
Gross financing need 6/ In millions of U.S. dollars	6.3	5.0	7.2	9.4	7.0	8.8	4.7	4.2	5.1	3.6	4.1	
	1,164	1,013	1,544	1,950	1,494	1,990	1,151	1,076	1,415	1,067	1,285	
Scenario with key variables at their historical averages 7/ Scenario with no policy change (constant primary balance) in 2011-2016						54.3	56.4	58.4	60.4	62.5	64.7	0.5
						52.6	54.6	56.0	57.1	58.6	60.5	-0.4
Key Macroeconomic and Fiscal Assumptions Underlying Baseline												
Real GDP growth (in percent)	3.9	3.8	1.3	-3.1	1.4	2.0	2.5	3.0	4.0	4.0	4.0	
Average nominal interest rate on public debt (in percent) 8/	6.5	6.7	6.5	5.8	4.8	4.9	4.9	4.7	5.1	5.5	6.0	
Average real interest rate (nominal rate minus change in GDP deflator, in percent)	2.1	2.3	1.3	6.3	3.6	0.4	-0.1	1.6	2.2	2.9	3.5	
Nominal appreciation (increase in US dollar value of local currency, in percent)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	...	...	...	...	...	...
Inflation rate (GDP deflator, in percent)	4.4	4.4	5.3	-0.5	1.2	4.5	5.0	3.1	2.9	2.6	2.6	
Growth of real primary spending (deflated by GDP deflator, in percent)	9.3	-3.0	9.8	4.2	3.0	3.3	-3.4	3.1	3.4	1.8	3.6	
Primary deficit	0.5	-0.6	0.8	3.1	1.9	1.2	0.1	-0.3	-0.6	-1.1	-1.3	

- 1/ The table covers gross debt of the non-financial public sector, external debt of the central bank, and government-guaranteed debt.
2/ Derived as $[(r - \pi(1+g) - g + \alpha(1+r))/(1+g+\pi+g\pi)]$ times previous period debt ratio, with r = interest rate; π = growth rate of GDP deflator; g = real GDP growth rate; α = share of foreign-currency denominated debt; and e = nominal exchange rate depreciation (measured by increase in local currency value of U.S. dollar).
3/ The real interest rate contribution is derived from the denominator in footnote 2/ as $r - \pi(1+g)$ and the real growth contribution as $-g$.
4/ The exchange rate contribution is derived from the numerator in footnote 2/ as $\alpha(1+r)$.
5/ For projections, this line includes exchange rate changes.
6/ Defined as public sector deficit, plus amortization of medium and long-term public sector debt, plus short-term debt at end of previous period.
7/ The key variables include real GDP growth; real interest rate; and primary balance in percent of GDP.
8/ Derived as nominal interest expenditure divided by previous period debt stock.
9/ Assumes that key variables (real GDP growth, real interest rate, and other identified debt-creating flows) remain at the level of the last projection year.

Table 9. El Salvador: External Debt Sustainability Framework, 2006-2016
(In percent of GDP; unless otherwise indicated)

	Actual					Projections						Debt-stabilizing Non-interest Current account 5/
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
1 Baseline: External debt	54.2	48.4	43.8	46.1	46.7	43.8	42.8	42.1	41.0	39.7	38.3	-2.6
2 Change in external debt	1.5	-5.8	-4.5	2.3	0.6	-2.9	-1.0	-0.7	-1.1	-1.2	-1.5	
3 Identified external debt-creating flows (4+8+9)	-1.5	-5.4	0.3	1.3	0.7	-0.4	-1.1	-1.1	-1.4	-1.7	-1.9	
4 Current account deficit, excluding interest payments	1.2	3.0	4.9	-1.0	0.1	1.5	1.2	0.9	0.9	0.7	0.6	
5 Deficit in balance of goods and services	20.5	22.4	22.8	15.5	17.5	18.5	17.8	17.8	17.9	17.8	17.9	
6 Exports	25.9	25.9	26.9	23.2	26.2	27.9	27.6	27.6	27.7	27.8	27.9	
7 Imports	46.3	48.3	49.7	38.7	43.6	46.4	45.4	45.5	45.6	45.6	45.8	
8 Net non-debt creating capital inflows (negative)	-1.4	-7.2	-3.8	-1.8	-0.4	-1.3	-1.5	-1.9	-2.0	-2.3	-2.5	
9 Automatic debt dynamics 1/	-1.2	-1.1	-0.7	4.2	0.9	-0.6	-0.8	-0.2	-0.4	-0.1	0.0	
10 Contribution from nominal interest rate	2.9	3.1	2.3	2.5	2.2	2.3	2.3	2.3	2.4	2.5	2.5	
11 Contribution from real GDP growth	-1.9	-1.9	-0.6	1.4	-0.6	-0.9	-1.0	-1.2	-1.6	-1.5	-1.5	
12 Contribution from price and exchange rate changes 2/	-2.2	-2.3	-2.4	0.2	-0.6	-2.0	-2.1	-1.3	-1.2	-1.0	-1.0	
13 Residual, incl. change in gross foreign assets (2-3)	2.9	-0.5	-4.8	1.0	-0.1	-2.5	0.1	0.4	0.3	0.4	0.4	
External debt-to-exports ratio (in percent)	210	187	163	199	179	157	155	152	148	143	137	
Gross external financing need (in millions of US\$) 3/	3,361	3,537	3,895	2,937	1,703	2,738	2,461	2,556	2,714	2,875	3,065	
in percent of GDP	18.1	17.6	18.2	14.2	8.0	12.1	10.1	9.9	9.8	9.7	9.7	
Scenario with key variables at their historical averages 4/						43.1	42.1	41.3	40.5	39.8	39.1	-2.2
Key Macroeconomic Assumptions Underlying Baseline												
Real GDP growth (in percent)	3.9	3.8	1.3	-3.1	1.4	2.0	2.5	3.0	4.0	4.0	4.0	
GDP deflator in US\$ (change in percent)	4.4	4.4	5.3	-0.5	1.2	4.5	5.0	3.1	2.9	2.6	2.6	
Nominal external interest rate (in percent)	6.0	6.2	5.0	5.5	4.8	5.2	5.6	5.8	6.1	6.4	6.8	
Growth of exports (US\$ terms, in percent)	8.8	8.5	10.7	-16.8	15.9	13.8	6.4	6.2	7.2	7.1	7.2	
Growth of imports (US\$ terms, in percent)	13.5	12.9	9.7	-25.0	15.9	13.4	5.3	6.2	7.4	6.7	7.1	
Current account balance, excluding interest payments	-1.2	-3.0	-4.9	1.0	-0.1	-1.5	-1.2	-0.9	-0.9	-0.7	-0.6	
Net nondebt creating capital inflows	1.4	7.2	3.8	1.8	0.4	1.3	1.5	1.9	2.0	2.3	2.5	

1/ Derived as $[r - g - r(1+g) + ea(1+r)] / (1+g+r+gr)$ times previous period debt stock, with r = nominal effective interest rate on external debt; r = change in domestic GDP deflator in U.S. dollar terms, g = real GDP growth rate, e = nominal appreciation (increase in dollar value of domestic currency), and a = share of domestic-currency denominated debt in total external debt.

2/ The contribution from price and exchange rate changes is defined as $[-r(1+g) + ea(1+r)] / (1+g+r+gr)$ times previous period debt stock. r increases with an appreciating domestic currency ($e > 0$) and rising inflation (based on GDP deflator).

3/ Defined as current account deficit, plus amortization on medium- and long-term debt, plus short-term debt at end of previous period.

4/ The key variables include real GDP growth; nominal interest rate; dollar deflator growth; and both non-interest current account and nondebt inflows in percent of GDP.

5/ Long-run, constant balance that stabilizes the debt ratio assuming that key variables (real GDP growth, nominal interest rate, dollar deflator growth, and nondebt inflows in percent of GDP) remain at their levels of the last projection year.

Table 10. El Salvador: External Financing Requirements and Sources

(In millions of U.S. dollars)

	2007	2008	2009	2010	SBA 1/ 2011	Proj. 2011	SBA 1/ 2012	Proj. 2012
Gross Financing Requirements 2/	3,537	3,895	2,937	1,703	2,974	2,738	2,584	2,464
Current account deficit	1,217	1,532	304	488	891	857	881	848
Debt amortization 3/	2,041	2,030	2,210	1,510	2,135	2,136	1,519	1,448
Public sector	320	300	291	310	925	932	275	277
Private sector	1,721	1,729	1,919	1,200	1,210	1,204	1,244	1,171
GIR accumulation	279	333	423	-295	-52	-255	184	168
Gross Financing Sources	3,537	3,895	2,937	1,703	2,974	2,738	2,584	2,464
Public sector disbursements	205	427	1,076	584	1,252	1,181	538	560
Private sector inflows 2/	3,332	3,468	1,861	1,119	1,722	1,557	2,046	1,904
Foreign direct investment	1,455	824	366	78	274	298	429	365
Other	1,877	2,645	1,495	1,041	1,448	1,259	1,617	1,538

Sources: Central Reserve Bank of El Salvador; and Fund staff estimates.

1/ IMF Country Report No. 11/90.

2/ Data has been revised to reflect methodological improvements consistent with the sixth edition of the IMF's Balance of Payments Manual (BPM6). Program columns are not strictly comparable.

3/ Estimate for 2011 includes the amortization of an external bond financed with a bond placement made in January.

Table 11. El Salvador: Indicators of Fund Credit

(In units indicated)

	Projections 1/					
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Prospective Fund credit 2/						
In millions of SDRs	406.8	492.5	513.9	465.7	246.2	40.2
In percent of exports of goods and services	10.3	11.7	11.5	9.8	4.8	0.7
In percent of public sector external debt	10.2	11.8	12.0	10.1	5.3	0.8
In percent of gross reserves	24.8	28.2	27.4	23.3	11.5	1.7
In percent of quota	237.5	287.5	300.0	271.9	143.7	23.4
Repurchases and charges due from existing and prospective drawings						
In millions of SDRs	2.7	6.4	7.1	55.3	225.2	208.6
In percent of exports of goods and services	0.1	0.2	0.2	1.2	4.4	3.8
In percent of public sector external debt service	0.4	2.1	2.3	16.8	61.2	54.1
In percent of gross reserves	0.2	0.4	0.4	2.8	10.5	9.1
In percent of quota	1.6	3.7	4.1	32.3	131.4	121.8

Sources: Central Reserve Bank of El Salvador; Ministry of Finance; and Fund staff estimates.

1/ The arrangement is being treated as precautionary and El Salvador does not currently have any credit outstanding with the Fund.

2/ End of period.

Table 12. El Salvador: Purchase Schedule and Terms Under the Stand-By Arrangement

Date	Conditions for purchase	Purchase					
		Million SDR	Million US\$ 1/	Percent of Quota	Percent of Total Access	Available (million SDR)	Drawn
March 17, 2010	Board approval of the SBA	171.30	274.64	100.00	33.33	171.30	0.0
May 17, 2010	Performance criteria based on end-March 2010	21.41	34.33	12.50	4.17	192.71	0.0
September 15, 2010	First review, based on end-June 2010 performance criteria	107.06	171.65	62.50	20.83	299.78	0.0
November 15, 2010	Performance criteria based on end-September 2010	21.41	34.33	12.50	4.17	321.19	0.0
March 15, 2011	Second review, based on end-December 2010 performance criteria	21.41	34.33	12.50	4.17	342.60	0.0
May 16, 2011	Performance criteria based on end-March 2011	21.41	34.33	12.50	4.17	364.01	0.0
September 15, 2011	Third review, based on end-June 2011 performance criteria	21.41	34.33	12.50	4.17	385.43	0.0
November 15, 2011	Performance criteria based on end-September 2011	21.41	34.33	12.50	4.17	406.84	0.0
March 15, 2012	Fourth review, based on end-December 2011 performance criteria	21.41	34.33	12.50	4.17	428.25	0.0
May 15, 2012	Performance criteria based on end-March 2012	21.41	34.33	12.50	4.17	449.66	0.0
September 17, 2012	Fifth review, based on end-June 2012 performance criteria	21.41	34.33	12.50	4.17	471.08	0.0
November 15, 2012	Performance criteria based on end-September 2012	21.41	34.33	12.50	4.17	492.49	0.0
March 8, 2013	Sixth review, based on end-December 2012 performance criteria	21.41	34.33	12.50	4.17	513.90	0.0
Total 2/		513.90	823.93	300.00	100.00	513.90	0.0

Source: Fund staff estimates.

1/ SDR/U.S. dollar exchange rate of 0.62372 as of August 15, 2011.

2/ May not reflect the sum of individual lines because of rounding.

Table 13. El Salvador: Quantitative Performance Criteria

(In millions of U.S. dollars)

	Adjusted PC			Adjusted PC			End-Sep.	End-Dec.	End-Dec. 2/
	SBA 1/	End-Mar.	Actual	SBA 1/	End-Jun.	Actual			
					2011				2012
Performance criteria									
Overall balance of the nonfinancial public sector (Cumulative floor) 3/	-320	-306	-263	-390	-373	-371	-575	-817	-617
Gross debt of the nonfinancial public sector (Cumulative flow) 4/	310	964	870	365	1,019	916	545	701	627
External debt service arrears of the nonfinancial Public sector 5/	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Domestic payment arrears of the nonfinancial Public sector 6/	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Consultation clauses									
If at any point during the arrangement the sum of private-sector bank deposits and external short-term bank liabilities falls below US\$7,732.9 million (10 percent below the end-June 2011 level), the authorities will contact Fund staff to discuss possible remedial actions.									
If at any point during the arrangement the authorities consider it necessary to modify the reserve requirements or liquid asset requirements, they will contact Fund staff to discuss such actions.									

1/ IMF Country Report No. 11/90.

2/ Indicative targets.

3/ Adjusted upward for 50 percent of overperformance of tax revenue.

4/ Adjusted upward for any debt placed for prefinancing that would result in an equivalent increase in central bank deposits, until the pre-financed liabilities mature; and for any issue of government guarantees (up to US\$40 million) on the debt of the newly-created state development fund.

5/ Continuous ceiling. Defined as unpaid debt service payments by the nonfinancial public sector to nonresidents beyond 30 days after the due date.

6/ Continuous ceiling. Defined as unpaid obligations overdue by more than 60 days.

Table 14. El Salvador: Structural Measures 1/

	Test Date	Status	Comments
Tax Policy and Administration			
Publication of plan for the modernization of both DGII and DGA.	Jun. 30, 2011	Done	Published July 29, 2011
Enhance coordination in the tax collection process across DGII and DGA.	Dec. 31, 2011	...	
Harmonize taxpayer registry between DGII and DGA for 500 large taxpayers.	Dec. 31, 2011	...	
Implement revenue measures yielding 1.5 percent of GDP, including:	June 30, 2012	...	
(i) Congressional approval of tax measures with estimated yield of 0.5 percent of GDP.	Dec. 31, 2011	New	
Public Financial Management			
Create inter-institutional MTEF committee and pilot MTEF units.	Jul. 31, 2011	Done	Decree issued July 29, 2011
Publish a statement of approved budgets for NFPS institutions.	Feb. 29, 2012	...	
Congressional approval of budget for 2012 consistent with deficit of 2.5 percent of GDP.	Dec. 31, 2011	New	
Phase out temporary energy measures. 2/	Dec. 31, 2011	New	
Financial System Development and Supervision			
Issue umbrella norm for risk management of financial institutions.	Jun. 30, 2011	Done	Issued on February 8, 2011
Agree to action plan for enhancing central bank's lender of last resort capacity.	Jul. 31, 2011	Done	Agreed on August 17, 2011
Issue specific norms on management of credit and liquidity risk for financial institutions under umbrella norm for risk management.	Dec. 31, 2011	...	Credit risk norm issued on May 4, 2011
Congressional approval of investment funds law.	Dec. 31, 2011	...	

1/ Measures are described in TMU of March 2011 (IMF Country Report No. 11/90) unless otherwise noted.

2/ Consists of the following actions: (i) the subsidy to transport operators returns to levels prevailing before April 2011 by end-October 2011; (ii) electricity tariffs for consumers of more than 100 kWh per month reflect the price formula in effect before April 12, 2011 by October 13, 2011; and (iii) the excise tax on fuel is restored to the level of April 2011 by January 1, 2012.

San Salvador, 13 de septiembre de 2011

Sra. Christine Lagarde
Directora Gerente
Fondo Monetario Internacional
Washington, D.C., 20431

Estimada Sra. Lagarde:

1. El desempeño bajo nuestro Acuerdo *Stand-By* de tres años con el Fondo, aprobado en marzo de 2010, continúa siendo satisfactorio. Se han cumplido los criterios de desempeño correspondientes a fines de marzo y a fines de junio de 2011, y al haberse mantenido la estabilidad financiera, no se ha activado ninguna cláusula de consulta del acuerdo. Además, desde la conclusión de la segunda revisión en marzo de 2011, se han implementado todas las medidas estructurales relativas a la reforma del sector financiero y a las finanzas públicas.

2. Los elevados precios externos de los combustibles y los alimentos han ampliado el déficit comercial y desacelerado la recuperación económica, debido a que el costo de la importación de combustibles aumentará en 1½ por ciento del PIB en 2011. Mientras que las exportaciones y la recaudación tributaria han tenido un fuerte repunte, las perspectivas a corto plazo se han debilitado. Debido al deterioro de las condiciones externas, el crecimiento del PIB real de 2011 ahora se proyecta en 2 por ciento, mientras que la inflación interanual podría elevarse a 7 por ciento a fin de año. Para mitigar el efecto adverso del choque de precios en los ingresos de la población, el gobierno adoptó recientemente medidas de alivio temporal. En particular, se aumentó el subsidio a los operadores de transporte público, se amplió la cobertura del subsidio a la electricidad y se suspendió el impuesto específico a la gasolina. Se estima que estas medidas costarán 0.2 por ciento del PIB en 2011 y las medidas expirarán a finales del año.

3. Estamos comprometidos a reducir el déficit fiscal global a US\$817 millones (aproximadamente 3½ por ciento del PIB) en 2011. Esto estabilizará la deuda pública en 52 por ciento del PIB, después del fuerte incremento observado desde el inicio de la crisis global de 2008. Sostendremos el sólido desempeño de la recaudación tributaria mediante un mejor control de los grandes contribuyentes y una coordinación más estrecha entre las direcciones de impuestos. Además, el nuevo Viceministerio de Ingresos se encargará de fortalecer la administración tributaria. Un estricto control del gasto respaldará el esfuerzo en la recaudación, mientras que continuaremos construyendo un marco de gasto de mediano plazo para mejorar la administración del gasto público.

4. También propondremos al Congreso la aprobación de un presupuesto que limite el déficit fiscal global en 2½ por ciento del PIB para 2012, de acuerdo con los objetivos del programa. Para fundamentar este presupuesto, también presentaremos nuevas medidas de ingreso (equivalentes a 0.5 por ciento del PIB, en términos anuales). Planeamos llegar a un acuerdo sobre un pacto fiscal para lograr nuestro objetivo de incrementar la recaudación tributaria neta a 16 por ciento del PIB en 2015.

5. Adoptaremos nuevas medidas para reforzar la capacidad de respuesta del sistema financiero a choques adversos. Con la asistencia técnica del Fondo, hemos desarrollado un plan de acción para establecer una facilidad limitada de prestamista de última instancia e identificado posibles fuentes de fondeo. Además, el banco central emitirá las normas pendientes de la supervisión basada en riesgos y fortalecerá el proceso de resolución bancaria, a través de una mejor coordinación entre las instituciones públicas que constituyen la red de seguridad bancaria. Como estipula la ley financiera aprobada en enero de 2011, las agencias supervisoras han sido integradas y la facultad regulatoria ha sido trasladada al banco central. Para promover el desarrollo del sistema financiero, solicitaremos al Congreso que apruebe para finales del año un proyecto de ley destinado a crear un marco para fondos de inversión.

6. Nuestras iniciativas para elevar el crecimiento económico están avanzando. Hemos presentado al Congreso una propuesta para concesionar el Puerto de la Unión al sector privado y un marco para asociaciones público-privadas que, sumado a la participación de El Salvador en una Asociación para el Crecimiento con Estados Unidos, fomentará la inversión privada, incluyendo en infraestructura. Prevemos que el Congreso aprobará pronto un esquema para promover el crédito a largo plazo por instituciones financieras públicas. Las modalidades de este esquema fueron presentadas en la revisión anterior y se ejecutarán de acuerdo con el programa, con el fin de minimizar cualquier riesgo fiscal. Confiamos que estas iniciativas contribuirán a elevar la inversión doméstica relativa al bajo nivel observado en años recientes.

7. A la luz de este desempeño y de nuestro compromiso con el programa, solicitamos la conclusión de la tercera revisión del Acuerdo *Stand-By*. Nuestra intención es continuar tratando este acuerdo con carácter precautorio. Los criterios de desempeño trimestral, las cláusulas de consulta y las metas indicativas del programa se presentan en el cuadro 1. Se han añadido nuevas medidas estructurales concernientes a la eliminación de las medidas de energía temporales y la aprobación en el Congreso de un presupuesto fiscal para 2012 congruente con el programa y de las medidas de ingreso descritas anteriormente (cuadro 2). Se continuará monitoreando la implementación del programa mediante revisiones semianuales.

8. Creemos que las políticas enunciadas en esta carta, las cuales complementan nuestra carta y el Memorando de Políticas Económicas y Financieras del 1 de marzo de 2010, nuestra carta del 1 de septiembre de 2010, y nuestra carta del 17 de marzo de 2011, son adecuadas para lograr los objetivos de nuestro programa económico. Nos comprometemos a tomar las medidas adicionales que fueran necesarias para este propósito y mantendremos un diálogo estrecho y proactivo con el Fondo sobre nuestras políticas económicas.

Atentamente,

_____/f./_____

Alexander Ernesto Segovia
Secretario Técnico de la Presidencia

_____/f./_____

Carlos Acevedo Presidente del Banco Central de Reserva de El Salvador

_____/f./_____

Carlos Enrique Cáceres
Ministro de Hacienda

Table 1. El Salvador: Quantitative Performance Criteria

(In millions of U.S. dollars)

	Adjusted PC			Adjusted PC			End-Sep.	End-Dec.	End-Dec. 2/
	SBA 1/	End-Mar.	Actual	SBA 1/	End-Jun.	Actual			
				2011					2012
Performance criteria									
Overall balance of the nonfinancial public sector (cumulative floor) 3/	-320	-306	-263	-390	-373	-371	-575	-817	-617
Gross debt of the nonfinancial public sector (cumulative flow) 4/	310	964	870	365	1,019	916	545	701	627
External debt service arrears of the nonfinancial public sector 5/	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Domestic payment arrears of the nonfinancial public sector 6/	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Consultation clauses									
If at any point during the arrangement the sum of private-sector bank deposits and external short-term bank liabilities falls below US\$7,732.9 million (10 percent below the end-June 2011 level), the authorities will contact Fund staff to discuss possible remedial actions.									
If at any point during the arrangement the authorities consider it necessary to modify the reserve requirements or liquid asset requirements, they will contact Fund staff to discuss such actions.									

1/ IMF Country Report No. 11/90.

2/ Indicative targets.

3/ Adjusted upward for 50 percent of overperformance of tax revenue.

4/ Adjusted upward for any debt placed for prefinancing that would result in an equivalent increase in central bank deposits, until the pre-financed liabilities mature; and for any issue of government guarantees (up to US\$40 million) on the debt of the newly-created state development fund.

5/ Continuous ceiling. Defined as unpaid debt service payments by the nonfinancial public sector to nonresidents beyond 30 days after the due date.

6/ Continuous ceiling. Defined as unpaid obligations overdue by more than 60 days.

Table 2. El Salvador: Structural Benchmarks 1/

	Test Date
Tax Policy and Administration	
Enhance coordination in the tax collection process across DGII and DGA	Dec. 31, 2011
Harmonize taxpayer registry between DGII and DGA for 500 large taxpayers	Dec. 31, 2011
Implement revenue measures yielding 1.5 percent of GDP, including:	June 30, 2012
(i) Congressional approval of tax measures with estimated yield of 0.5 percent of GDP	Dec. 31, 2011
Public Financial Management	
Publish a statement of approved budgets for NFPS institutions	Feb. 29, 2012
Congressional approval of budget for 2012 consistent with deficit of 2.5 percent of GDP	Dec. 31, 2011
Phase out temporary energy measures 2/	Dec. 31, 2011
Financial System Development and Supervision	
Issue specific norms on management of liquidity risk for financial institutions	Dec. 31, 2011
Congressional approval of investment funds law	Dec. 31, 2011

1/ Measures are described in TMU of March 2011 (IMF Country Report No. 11/90) unless otherwise noted.

2/ Consists of the following actions: (i) the subsidy to transport operators returns to levels prevailing before April 2011 by end-October 2011; (ii) electricity tariffs for consumers of more than 100 kWh per month reflect the price formula in effect before April 12, 2011 by October 13, 2011; and (iii) the excise tax on fuel is restored to the level of April 2011 by January 1, 2012.