



Análisis de Sostenibilidad de la Deuda Pública

Reporte anual 2016





ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA 2016

Dirección de Financiamiento Público



1 de marzo de 2017 Ministerio de Economía y Finanzas



MINISTRO DE ECONOMÍA Y FINANZAS

Dulcidio De La Guardia

VICEMINISTRO DE ECONOMÍA

Iván Zarak Arias

VICEMINISTRO DE FINANZAS

Eyda Varela de Chinchilla

DIRECTOR DE FINANCIAMIENTO PÚBLICO

Katyuska Correa de Jiménez

SUBDIRECTOR DE FINANCIAMIENTO PÚBLICO

Victor M. Rodríguez

PERSONAL TÉCNICO

- 1. (Vacante) Jefe del Departamento de Negociación y Relación con los Inversionistas
 - 1.1. Maria Mercedes Villalaz Jefa de la Sección de Cooperación Técnica No Reembolsable
 - 1.2. Pedro Espinosa Jefe de la Sección de Mercado de Capitales
 - 1.3. Javier Vidal Jefe de la Sección de Financiamiento Reembolsable
- 2. Christopher Toyloy Jefe del Departamento de Gestión de Recursos de Crédito
 - 2.1. Virginia Fernández Jefa de la Sección de Seguimiento de Proyectos de Inversión
- 3. Yasbeck Ramos Jefa del Departamento de Registro y Estadísticas de Financiamiento Público
 - 3.1. Indira Castroverde Sub jefa del Departamento de Registro y Estadísticas de Financiamiento Público
- 4. Lidia Acosta Asesora Legal

Adyani Almengor Etzel Pallares Katherine Achong Sandra Martínez Anna Marella Lagrotta Elena Torres

Mitsue Herrera María Miro Natalia Gayle Kathia González Gianinna Aronategui

Yisel Nuñez

Digna García
Vanessa González
Maricel Montezuma
Jelleny Chong
José Racine
Carlos Bazán
Christian Arrocha
Rogelio Medrano
Michael Stavropulos

Daris Nicole Sánchez
Ramón Von Chong

Información:

Ministerio de Economía y Finanzas – MEF

Viceministerio de Economía (+507) 507-7000 / (+507) 506-66600

Viceministerio de Finanzas (+507) 507-7600

Web: http://www.mef.gob.pa

Dirección de Financiamiento Público (+507) 507-7202 / ridcp@mef.gob.pa Vía España, Edificio Ogawa, cuarto piso (Calle Santuario Nacional)

Web: http://cpublico.mef.gob.pa





Agradecimiento

El Ministerio de Economía y Finanzas, a través de la Dirección de Financiamiento Público, extiende un caluroso agradecimiento al Banco Mundial por su apoyo técnico al capacitar y desarrollar de manera conjunta el modelo de Sostenibilidad de la Deuda Pública; elemento fundamental para la evaluación y medición de la política fiscal para la República de Panamá y su evolución de la deuda pública.

En este sentido, el seguimiento y asesoría del Licenciado Marco Hernández, Kishan Abeygunawardana, Ralph van Doorn y Ewa Korzyc, economistas senior del Banco Mundial; la licenciada Laura Olivera, analista de investigación, liderado por la Licenciada Anabela Abreu, Gerente País, ha sido crucial para que por primera vez en Panamá se ponga a disposición del público en general el análisis de la sostenibilidad de la deuda pública transfiriéndose el conocimiento y las herramientas tecnológicas a los profesionales del Ministerio de Economía y Finanzas.







ÍNDICE DE CONTENIDO

INTR	RODUCCIÓN	7
I .	PANORAMA FISCAL DE LA REPÚBLICA	9
En	ntorno de las Finanzas Públicas	9
Dé	éficit Fiscal	11
Ga	astos e Ingresos del Gobierno Central	13
Ah	norro Corriente	16
II.	COMPOSICIÓN Y EVALUACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA	17
III.	ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA	21
Es	strategia de Deuda	21
Es	scenario Base	22
Ma	arco Macroeconómico y Fiscal	22
Re	esultados del Escenario Base	26
Ind	dicadores	26
Es	scenarios de sensibilidad	29
Es	scenarios alternativos	33
Ri	esgos implícitos de la deuda panameña	35
IV.	REFLEXIONES GENERALES	37
	ANEXO: MARCO TEÓRICO Y DESCRIPCIÓN DEL MODELO DE DE DESTENIBILIDAD DE LA DEUDA	38





ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro No. 1	22
Cuadro No. 2	26
Cuadro No. 3	26
Cuadro No. 4	34
Cuadro No. 5	35
Cuadro No. 6	39





ÍNDICE DE GRÁFICOS

Grafico No. 1	
Gráfico No. 2	10
Gráfico No. 3	10
Gráfico No. 4	11
Gráfico No. 5	12
Gráfico No. 6.	12
Gráfico No. 7	13
Gráfico No. 8.	14
Gráfico No. 9.	15
Gráfico No. 10	15
Gráfico No. 11	16
Gráfico No. 12	17
Gráfico No. 13	17
Gráfico No. 14	18
Gráfico No. 15	19
Gráfico No. 16	19
Gráfico No. 17	20
Gráfico No. 18	20
Gráfico No. 19	21
Gráfico No. 20	23
Gráfico No. 21	23
Gráfico No. 22	24
Gráfico No. 23	24
Gráfico No. 24	25
Gráfico No. 25	25
Gráfico No. 26	28
Gráfico No. 27	30
Gráfico No. 28	31





Gráfico No. 29	33
Gráfico No. 30	33
Gráfico No. 31	36





INTRODUCCIÓN

La deuda pública, medida a través del indicador del nivel de deuda sobre el Producto Interno Bruto (PIB) es un punto de medición clave de la situación fiscal de un país, su entorno macroeconómico y el posible impacto a futuro de la coyuntura fiscal determinada en su política económica.

No obstante, para obtener una perspectiva concreta sobre los elementos que han llevado a la deuda pública a ubicarse en su situación actual, debemos considerar elementos como las políticas fiscales que se han ejecutado en función a los límites máximos establecidos en la Ley de Responsabilidad Social Fiscal y la situación de los mercados internacionales asociado a las tasas de referencia administradas por la Reserva Federal de EE.UU; las cuales, se han caracterizado, en los últimos años, por un largo periodo de niveles bajos. Adicionalmente, se evalúa en la ecuación el entorno macroeconómico del país, considerando los niveles esperados de inflación, crecimiento y la flexibilidad de las finanzas públicas. Esto se ve traducido en la confianza de los inversionistas y en el nivel de calidad del crédito establecido por la calificación de riesgo otorgada por las agencias calificadoras.

Es así como este documento se enfoca en evaluar en retrospectiva la evolución de la política fiscal panameña y cómo la misma ha repercutido sobre los niveles de endeudamiento del país, evaluando la calidad de la deuda, los niveles nominales y riesgos de mercado; brindando así, una perspectiva amplia sobre la situación del país en términos fiscales y de endeudamiento.

La metodología utilizada para la evaluación propuesta se enmarca en las mejores prácticas de análisis de sostenibilidad de la deuda pública levantadas por el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial; el cual se enfoca en evaluar los posibles niveles de balance primario, impactos en tasas de interés y fundamentos macroeconómicos para así establecer un criterio sobre el posible comportamiento a futuro de la deuda soberana y la capacidad que tendrá la República para el pago de sus compromisos en el mediano plazo.

El documento se compone de cuatro secciones. En la primera sección revisaremos el panorama fiscal de la República, entrando en elementos como el déficit fiscal y las finanzas públicas; dividiendo el análisis en gastos e ingresos y el nivel de ahorro corriente. La segunda sección del documento comprende la composición y evaluación de la deuda pública; observándose la composición por moneda de la deuda, los tipos y niveles de tasas de interés históricas, la evolución del ratio de la deuda-PIB, el costo promedio ponderado y la composición por acreedor.

La tercera sección se enfoca en el análisis de sostenibilidad de la deuda, analizando el balance primario requerido para una deuda estable, los flujos fiscales y económicos que mueven el endeudamiento público y diversos análisis de sensibilidad para evaluar el impacto de la materialización de posibles riesgos. Finalmente, concluimos con una sección





de reflexiones donde resaltaremos los principales hallazgos del estudio y discutiremos brevemente sus implicaciones.



I. PANORAMA FISCAL DE LA REPÚBLICA

Entorno de las Finanzas Públicas

Panamá por su condición de economía emergente y sus características propias de una economía de servicios, goza del privilegio de ser considerada como un país de ingreso medio y de acceso a mercados de capitales (*Market-access country* "MAC"). En este sentido, Panamá es clasificado como un país de bajo escrutinio, según la metodología del Banco Mundial y el FMI, lo que se traduce en que nuestros indicadores generales, los cuales veremos a fondo más adelante, se encuentran en buenas condiciones. Esto es sumamente positivo cuando tomamos en cuenta que la situación macroeconómica de la región Latinoamericana se encuentra bastante endeble, arrojando cifras de crecimiento del cero porciento para el 2015, una proyección de -0.6% para el 2016 y recién mostrando leves signos de recuperación en el 2017 con un crecimiento proyectado del 1.6% según el Reporte de Perspectivas de las Economía Mundial del Fondo Monetario Internacional, publicado en el mes de octubre del 2016.

Gráfico No. 1 – Crecimiento porcentual del PIB según el FMI.



Fuente: WOE octubre 2016, Fondo Monetario Internacional.

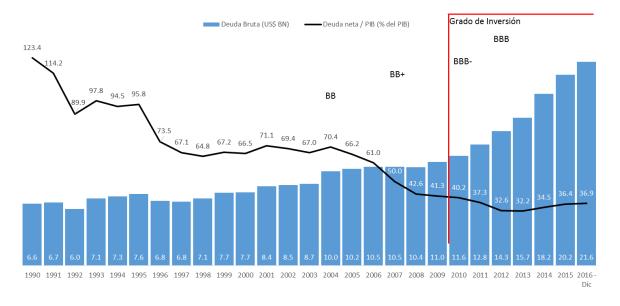
Asimismo, en las últimas revisiones de la calificación de riesgo de la República, las 3 agencias de calificación de riesgo de mayor renombre en la región (Standard & Poors, Fitch Ratings y Moody's), han ratificado la calificación de riesgo de Panamá en BBB/BBB/Baa2 con perspectiva estable respectivamente; nivel consecuente con el desarrollo del país, con la diversificación de su PIB, en donde ningún sector representa más del 20% del PIB, y la





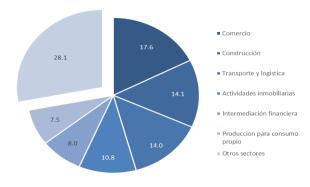
reorganización de las finanzas públicas a través del proceso de consolidación fiscal. Estos elementos se han visto plasmados en la confianza depositada por los inversionistas, medida a través de cuatro componentes: (1) la alta demanda observada por los títulos de deuda de la República, (2) el rendimiento exigido en los instrumentos, (3) los precios de los derivados de cobertura como los *Credit Default Swaps* (CDS) y (4) el índice de mercados emergentes EMBIG.

Gráfico No. 2. – Evolución deuda neta / PIB y calificación de riesgo según Standard & Poor's.



Fuente: Dirección de Financiamiento Público. PIB del año 2016 según publicación de la Contraloría General de la República estimado en US\$55,187.8 millones.

Gráfico No. 3. - Principales componentes del PIB 2015 (%).



Fuente: INEC, CGR Panamá



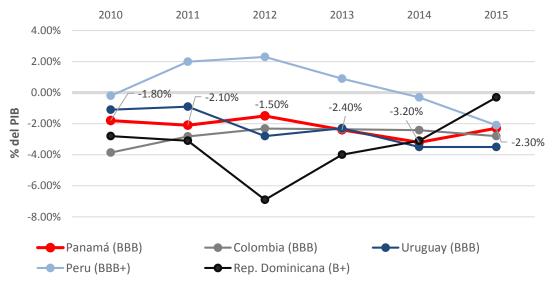


Déficit Fiscal

Desde la llegada de la administración liderada por el Excelentísimo Presidente Juan Carlos Varela, el Gobierno Nacional ha reconocido el papel clave que juega el proceso de consolidación fiscal en la sostenibilidad de las finanzas públicas y en la continua generación de confianza en inversionistas internacionales; siendo el año 2015 el tomado como referencia dado que representa el inicio de la regla del balance ajustado en función a los aportes del Canal de Panamá.

El impacto de la consolidación establecida en la Ley de Responsabilidad Social Fiscal se verá reflejada tanto en el Sector Público No Financiero como en el Gobierno Central, incrementándose el efecto en este último por el aumento en más de 60% de los aportes del Canal de Panamá debido a la ampliación, en contraste con la ecuación de ajuste y el tope de 3.5%.

Gráfico No. 4 – Evolución del déficit fiscal del SPNF vs. Países pares (% del PIB).

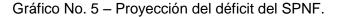


Fuente: CEPALSTAT y MEF Panamá.

Cabe destacar que en el año 2012, y a través de la Ley N°38 trabajada con el apoyo técnico del FMI, se creó un componente contracíclico y de estabilización macroeconómica; concepto materializado bajo la figura del Fondo de Ahorro de Panamá (FAP). Así mismo se adaptó la regla fiscal para que permitiese al Gobierno Nacional, previa puesta en operación de la ampliación del Canal, hacer uso de sus futuros aportes, hasta por un monto de 3.5%; pasándose el excedente de ese tope a esta cuenta estatal de inversión con horizonte a largo plazo. Para la estructuración de esta figura se utilizó como referencia diferentes ejemplos exitosos a nivel mundial; como lo son el fondo de Noruega por el excedente de la producción de petróleo, el de Chile para el uso del cobre y el de Emiratos Árabes.







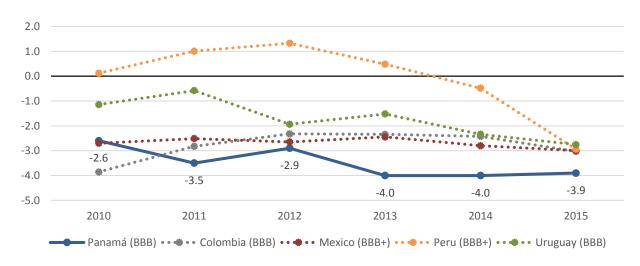


Fuente: Marco Fiscal de Mediano Plazo 2017-2021, MEF Panamá. (P) Preliminar y (B) Presupuesto.

Finalmente, y en vista que la deuda pública responde al financiamiento de las necesidades del Gobierno Central, para la elaboración de este estudio se trabajó utilizando como referencia el balance primario del Gobierno Central. Por ello a continuación se analiza en detalle las finanzas y la composición de la deuda pública desde el punto de vista del Gobierno Central; iniciando por el comportamiento del balance primario y sus proyecciones.

El déficit fiscal del Gobierno Central ha sido en promedio 3.3% del PIB para el periodo 2010-2015, ubicándose preliminarmente en 4.3% para 2016. Al compararse el déficit registrado por países de similar calificación de riesgo y crecimiento en la región con el de la República, se observa que los niveles se encuentran levemente por arriba del rango de los países pares.

Gráfico No. 6 – Evolución del déficit fiscal del gobierno central de Panamá vs. países pares (% del PIB).



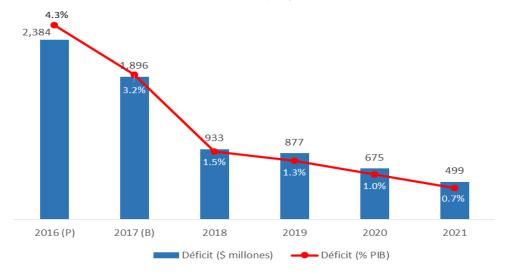




Fuente: CEPALSTAT y MEF Panamá.

Respecto a las proyecciones y enmarcándonos en el Marco Fiscal de Mediano Plazo más reciente publicado (2017-2021) y la Ley N°63, que aprueba el Presupuesto General del Estado para la vigencia fiscal 2017, se estima que las necesidades de financiamiento en concepto de déficit del Gobierno Central se reduzcan en 73.7% pasando de \$1,896 millones de dólares en 2017 a \$499 millones en el 2021; reducción sustancial que se debería ver reflejada en la disminución de la razón deuda/PIB para los años analizados dado el crecimiento económico esperado y la disminución en la contratación de nueva deuda.

Gráfico No. 7 – Déficit del Gobierno Central proyectado 2016-2021 (US\$ millones).



Fuente: (P) Balance Fiscal Preliminar al Cierre 2016 del GC, (B) Presupuesto 2017, Marco Fiscal de Mediano Plazo 2017-2021, MEF Panamá

Gastos e Ingresos del Gobierno Central

1. Ingresos

Los ingresos del Gobierno Central, al igual que la economía en su conjunto, han sufrido una positiva expansión. El rápido crecimiento del PIB de Panamá ha traído consigo un ascenso exponencial de los ingresos tributarios; los cuales pasaron de \$1.3 billones en el año 2005 a \$5.5 billones en el año 2016 impulsado por el incremento del impuesto al consumo al pasar de 5% a 7% en el año 2010. Además del crecimiento económico, se han dado diferentes acciones por parte de la administración tributaria que han elevado la eficiencia en la recolección como la implementación de sistemas tecnológicos (E-Tax), mejoras en la infraestructura de la agencia recaudadora y la adopción de mecanismos de recaudación más amigables para el usuario final.

Sin embargo, si bien es cierto que los ingresos tributarios han pasado a ser el principal eslabón de ingresos para el Gobierno Central, los ingresos no tributarios compuestos mayormente por la renta de los activos y utilidades derivadas de las participaciones en empresas estatales también han visto un incremento de 2.3 veces pasando de \$0.9

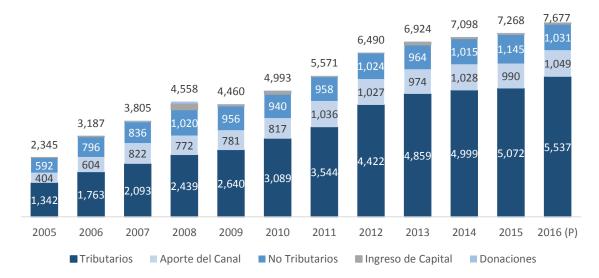






billones en 2005 a representar \$2.1 billones para el 2016; destacándose los aportes del Canal de Panamá, los cuales representaron en el periodo de estudio, en promedio anual, US\$859 millones.

Gráfico No. 8 – Ingresos totales del Gobierno Central 2005-2016 (US\$ millones).



Fuente: (P) Balance Fiscal Preliminar al Cierre 2016 del GC, Balances Fiscales 2005-2015, MEF Panamá.

La solidez y el dinamismo de la economía se ven reflejados en el rápido incremento de los ingresos corrientes del Gobierno Central creciendo en promedio para el 2005-2016 a una tasa de 11%, mientras que los tributarios lo hicieron a una tasa del 14%.

2. Gastos

Los gastos del Gobierno Central también han sufrido un incremento para el periodo 2005-2016, siendo este incremento, en su mayoría, en el rubro de inversión; por lo cual podríamos indicar que ha sido un aumento en la calidad del gasto. La República de Panamá viene de un periodo de alta inversión en infraestructura, lo que ha incrementado el gasto total a un ritmo promedio de 12% para el periodo de 2005 a 2016; mismo nivel en el que ha crecido en promedio el Producto Interno Bruto. Este nivel de crecimiento ha sido principalmente impulsado por el crecimiento del gasto de capital, que ha visto un incremento promedio de 23% para los años en mención; pasando de \$385 millones en 2005 a \$3,710 millones en 2016, siendo esto equivalente para el último año en mención al 6.7% del Producto Interno Bruto.

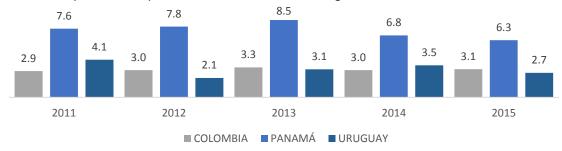




Dirección de Financiamiento Público



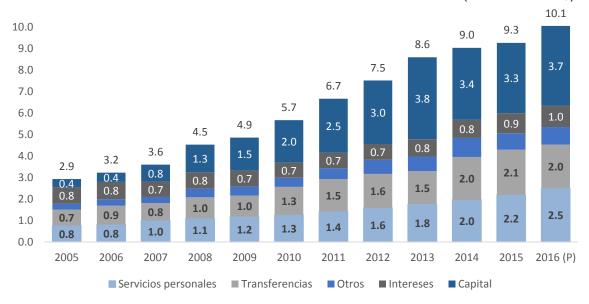
Gráfico No. 9 – Comparación de gastos de capital del Gobierno Central como porcentaje del PIB con pares de equivalente calificación de riesgo 2011-2015.



Fuente: Balances Fiscales 2011-2015: Ministerio de Hacienda Colombia, MEF Panamá, MEF Uruguay.

Otros rubros que han visto significativos incrementos han sido las transferencias y los servicios personales, los cuales han crecido a un ritmo promedio de 11% cada uno. Por último, los intereses de la deuda pública únicamente han crecido a un ritmo promedio de 3% para el periodo en estudio, siendo éste el rubro con menor crecimiento. Esto se debe principalmente a los bajos niveles a los cuales se han emitido los nuevos instrumentos globales, dada la situación mundial de bajas tasas de interés.

Gráfico No. 10 – Evolución del Gasto del Gobierno Central 2005-2016 (billones de US\$).



Fuente: (P) Balance Fiscal Preliminar al Cierre 2016 del GC, Balances Fiscales 2005-2015, MEF Panamá.

Es importante mencionar que la inversión realizada en infraestructura no se enmarca únicamente en proyectos logísticos como lo son las carreteras o caminos de acceso para incrementar la productividad rural o aeropuertos, sino que existe una gran parte de proyectos que se destina a mejorar la calidad de vida de los panameños al construirse nuevos hospitales, cárceles, mejoramiento del transporte público; los





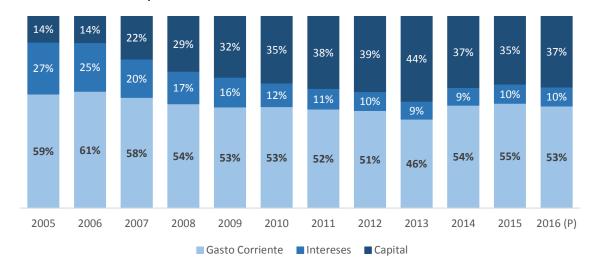
Dirección de Financiamiento Público

GOBIERNO DE LA REPUBLICA DE

cuales una vez ejecutada la inversión requieren de la contratación de personal especializado y la inclusión de recursos destinados a la operatividad (materiales, equipos, etc), lo que conlleva, luego de un periodo de expansivo gasto de inversión,

Gráfico No. 11 – Composición del Gasto del Gobierno Central 2005-2016.

un incremento en el gasto de funcionamiento del Estado.



Fuente: (P) Balance Fiscal Preliminar al Cierre 2016 del GC, Balances Fiscales 2005-2015, MEF Panamá.

Ahorro Corriente

Los balances fiscales, según la teoría académica, son un instrumento de información económica que inputa los ingresos y gastos del sector público en un periodo de tiempo. En este sentido, la Ley N°34 de Responsabilidad Social Fiscal en su artículo N°14, establece que el SPNF tiene como objetivo generar ahorro corriente¹ positivo que facilite el financiamiento de las necesidades de inversión pública, disminuyendo el énfasis en el crecimiento de la deuda como fuente de financiamiento.

Elevar los ingresos corrientes de forma gradual o controlar los gastos corrientes para evitar su incremento o disminuirlos gradualmente, son mecanismos que permitirían generar un mayor ahorro corriente.

Para el caso de Panamá, los años 2006 y 2007 han sido los únicos años, durante el periodo de estudio, donde el ahorro corriente ha tenido la capacidad de cubrir completamente las necesidades de inversión; cubriéndolas 1.03x y 1.23x respectivamente. Ahora bien, es importante mencionar que para esa época la política fiscal de la República en términos de gasto de inversión era conservadora y poco agresiva, a pesar de los sanos niveles de crecimiento económico.



¹ Diferencia entre ingresos corrientes y gastos corrientes, incluyendo el pago de intereses.



Gráfico No. 12 – Composición del gasto de capital del Gobierno Central 2005-2016 según su fuente de financiamiento (US\$ millones).

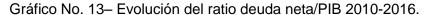


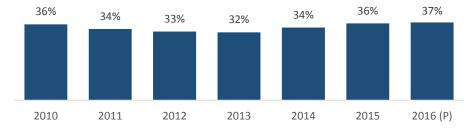
Fuente: (P) Balance Fiscal Preliminar al Cierre 2016 del GC, Balances Fiscales 2005-2015, MEF Panamá.

A partir del 2008, donde los niveles de inversión pública lograron superar los \$1,000 millones, ubicándose en \$1.2 billones, los niveles de ahorro han cubierto parcialmente las necesidades de inversión y por consiguiente se observa una mayor participación del endeudamiento como herramienta de financiamiento de los proyectos de inversión al comparársele con los años previos. Adicionalmente y como consecuencia de la implementación del proyecto de la Cuenta Única del Tesoro, se observa una disminución sustancial del uso de la deuda como financiamiento.

II. COMPOSICIÓN Y EVALUACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

Desde el año 2008, la deuda pública de la República de Panamá contiene estrictos lineamientos que buscan garantizar una administración prudente en cuanto al endeudamiento neto permitido como proporción al PIB²; estableciéndose como meta indicativa el ratio de deuda neta³/PIB en niveles que no superen el 40%.





Fuente: (P) Balance Fiscal Preliminar al Cierre 2016 del GC, Dirección de Financiamiento Público, MEF Panamá.

³ Suma de la deuda externa e interna de todas las entidades del Sector Público No Financiero menos el Patrimonio del Fondo de Ahorro de Panamá.



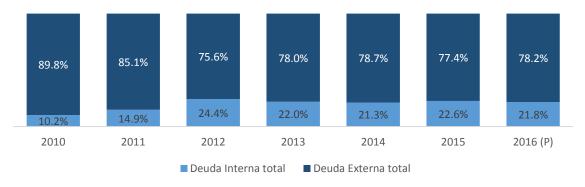
² Ley 38 de 5 de junio de 2012 que reforma la Ley de Responsabilidad Social Fiscal.





Respecto a la diversificación de las fuentes de financiamiento, medida a partir del ratio de deuda interna/deuda total, se puede indicar que desde el año 2010 con la puesta en operación de diversas iniciativas entre las cuales destacan el Programa de Creadores de Mercado, el ratio deuda externa como porcentaje de la deuda total ha ido disminuyendo y pasando de 89.8% en 2010 a 78.2% en el 2016; situación que ha sido observada con buenos ojos por las agencias de calificación de riesgo como un mecanismo de mitigación de riesgo respecto a la concentración en los inversionistas internacionales como principales acreedores de la República.

Gráfico No. 14 – Evolución deuda pública interna y externa 2010-2015 como porcentaje del total.



Fuente: (P) Balance Fiscal Preliminar al Cierre 2016 del GC, Dirección de Financiamiento Público, MEF Panamá.

El acceso a los mercados de capitales externos, aunado a la solidez macroeconómica del país, su disciplina fiscal, los indicadores resilientes a las adversidades y un riesgo crediticio considerado como de inversión, ha permitido que el costo promedio ponderado (CPP) disminuyera 145 puntos básicos (pbs) al cierre del año 2016 en comparación con el año 2010.

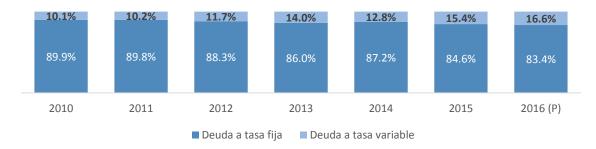
La administración de la deuda pública panameña se ha caracterizado por un estilo conservador que busca reducir la exposición al riesgo de mercado frente a movimientos del tipo de cambio y/o tasas de interés. Es por eso que, al cierre del 2016 el 83.4% de la deuda está contratada a tasa fija, y se han efectuado operaciones de cobertura de riesgo que han elevado ese porcentaje; mitigándose así el efecto que tendría una alza de las tasas de interés de referencia por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos al portafolio existente de deuda. Paralelamente, el 97.6% del portafolio de deuda ha sido contratado en dólares americanos por ser la moneda de curso legal en Panamá, aunado al hecho que desde el punto de vista comercial, los ingresos recibidos, en su gran mayoría, se mantienen en dicha moneda.







Gráfico No. 15 – Evolución deuda pública a tasa fija y tasa variable 2010-2016 (sin swaps).

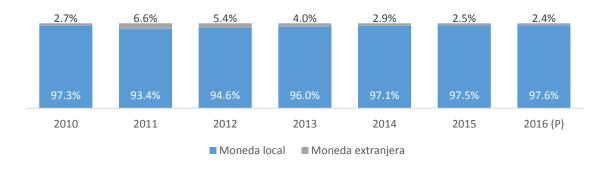


Fuente: (P) Balance Fiscal Preliminar al Cierre 2016 del GC, Dirección de Financiamiento Público, MEF Panamá.

La alta composición de la deuda en dólares y en tasa de interés fija es consecuencia de cuatro principales factores: 1) las emisiones de títulos de deuda en los mercados de capitales tanto local como internacional son realizadas a tasa fija; 2) diversos organismos multilaterales (BID y BIRF) brindan la opción de realizar coberturas; 3) el dólar americano no es observado como una moneda exótica en Panamá, descartándose la posibilidad de potenciales descalces de la moneda en la que se recauda los tributos y lo que se paga y siendo considerada adicionalmente como una opción bastante atractiva por los inversionistas y 4) los tiempos de respuesta frente a cambios abruptos del tipo de cambio o tasa de interés pueden ser largos debido a lo establecido en la normativa legal panameña.

Es importante destacar que en el año 2011 la República incursionó en el mercado de capitales de Japón, con la emisión del Bono Samurai 2021, por un monto de 41,500,000,000.00 yenes (US\$506,159,225.98)⁴, con un cupón de 1.81%; permitiendo así diversificar la base de inversionistas y el portafolio de deuda de la República.

Gráfico No. 16 – Evolución deuda en moneda local y extranjera 2010-2016.



Fuente: (P) Balance Fiscal Preliminar al Cierre 2016 del GC, Dirección de Financiamiento Público, MEF Panamá.

En lo que respecta a la composición de la deuda por instrumentos, los Bonos Globales representan más del 50%, seguido por los empréstitos contratados con Organismos

⁴ La tasa de cambio para el USD/JPY para el día 26 de enero de 2011 fue de 81.99.



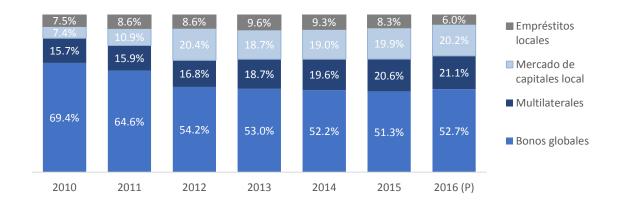






Multilaterales para el financiamiento de distintos proyectos de inversión por parte de la República con un poco más de 21% en el año 2016.

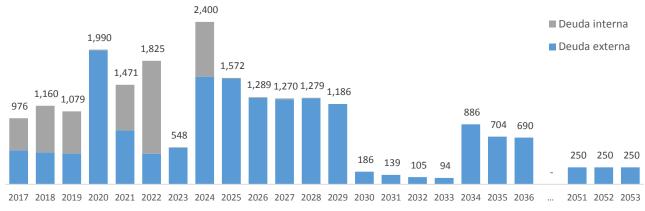
Gráfico No. 17 – Composición de la deuda por instrumentos 2010-2016.



Fuente: (P) Balance Fiscal Preliminar al Cierre 2016 del GC, Dirección de Financiamiento Público, MEF Panamá.

En cuanto al perfil de amortización de la deuda pública de la República, cuenta con una concentración de 24.1% de vencimientos para los próximos 4 años, incrementándose el riesgo de refinanciamiento debido a la acumulación de compromisos.

Gráfico No. 18 – Perfil de amortización de la deuda al 31 de diciembre de 2016.



Fuente: Dirección de Financiamiento Público, MEF Panamá.

Al cierre del 2016 el tiempo promedio de vencimiento (ATM) de las obligaciones que constituyen la cartera de la deuda pública total fue de 9.0 años; representando dicho indicador el plazo promedio ponderado para que la República de Panamá reembolse a sus acreedores los pagos de principal en términos nominales de los empréstitos e instrumentos financieros de la cartera de deuda. Mientras que el indicador de tiempo promedio de







refijación⁵ (ATR) se ubicó en 8.1 años indicando la sensibilidad ante posibles cambios en las tasas y representando el tiempo promedio ponderado requerido para refinanciar toda la deuda.

Gráfico No. 19 – Riesgo de financiamiento 2011-2016.



Fuente: (P) Balance Fiscal Preliminar al Cierre 2016 del GC, Dirección de Financiamiento Público, MEF Panamá.

La disminución de ambos indicadores obedece en gran medida a la estrategia adoptada por el Gobierno Nacional de minimizar el costo de financiamiento de la República a través de (1) la emisión en el mercado de capitales de Bonos Globales con vencimiento a menor plazo (10 años), y por ende menor cupón, al compararse con las emisiones gestionadas por la pasada administración, (2) a la contratación de nuevos préstamos a tasas variables, específicamente Libor 6 meses y Libor 3 meses, con Organismos Multilaterales, (3) incremento en el financiamiento neto con instrumentos de deuda pública emitidos a corto plazo (Letras del Tesoro), y (4) la negociación de empréstitos con Bancos Oficiales a términos y condiciones financieras favorables y asociadas al riesgo de la República.

III. ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA

Estrategia de Deuda

La contratación de futuros empréstitos e instrumentos de deuda para financiar las necesidades de la República de Panamá, están enmarcados en la estrategia de deuda esbozada por la Dirección de Financiamiento Público para el periodo 2014-2018. En este documento se plasman los parámetros a seguir y los rangos de composición de la deuda bajo los cuales existiese un balance apropiado entre el costo y el riesgo.

⁵ Medida del tiempo promedio ponderado requerido para fijar una nueva tasa de interés de todos los pagos de principal de la deuda existente que están por vencerse.





Las principales metas de esta estrategia, son las siguientes:

Cuadro No. 1 – Metas de la Estrategia para el manejo de la deuda Pública de Panamá 2014-2018.

Indicador	Rango
Financiamiento doméstico vs. externo	
% de deuda interna	18% - 30%
Riesgo de refinanciamiento	
% deuda que vence al año siguiente	< 10%
ATM de la deuda doméstica	> 4 años
ATM de la deuda total	> 8 años
Riesgo de mercado	
% de deuda pactada a tasa fija	>80%
% deuda pactada en US\$	90% - 97%

Fuente: Dirección de Financiamiento Público, MEF Panamá.

En base a esta estrategia, se proyectan los futuros compromisos utilizados en el modelo de sostenibilidad de la deuda, incluyéndose la política fiscal adoptada por la actual administración presentada en los marcos fiscales de mediano plazo (MFMP) publicado para el quinquenio en el 2015 y revisado anualmente incluyendo las proyecciones macroeconómicas que lo sustentan.

Escenario Base

Marco Macroeconómico y Fiscal

Inicialmente, se consideró basar el modelo de sostenibilidad de la deuda únicamente en las proyecciones económicas publicadas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) 2017-2021 del MEF. Sin embargo, y dado que la Dirección de Análisis Económico ha estado trabajando en un modelo de proyección macroeconómico, se optará para este estudio su utilización en materia de proyecciones macroeconómicas, manteniendo como fuente al MFMP 2017-2021 respecto a los temas fiscales. Cabe destacar que dichas proyecciones de crecimiento se asemejan grandemente a las realizadas por el Fondo Monetario, las cuales plasman un crecimiento del PIB real para los años en mención promediando 6.3%, y 6.2% por el MFMP.





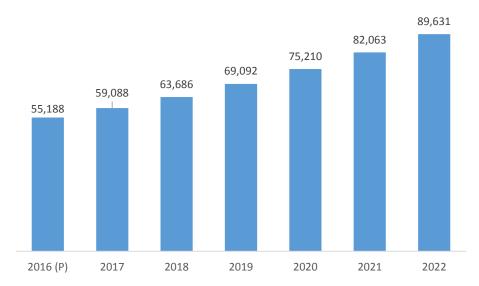
Gráfico No. 20 – Proyecciones de crecimiento del PIB real e inflación (en porcentajes).

6.4	6.7	6.3	6.0	6.0	6.0		
5.8	6.1	6.3	6.2	6.3	6.2		
		2.5	2.9	3.1	3.3		
1.5	1.8						
2017	2018	2019	2020	2021	2022		
FMI - PIB real PIB real Análisis Económico* Inflación Análisis Económico*							

Fuente: Estimación de la Dirección de Análisis Económico y Social vs Informe del FMI publicado en el mes de octubre de 2016.

Este crecimiento del PIB real es el insumo para el cálculo del PIB nominal, componente principal para evaluar la evolución del ratio deuda/PIB.

Gráfico No. 21 - Proyección del PIB nominal (US\$ millones).



Fuente: Estimación de la Dirección de Análisis Económico y Social, MEF Panamá.

Por otra parte, y en función de las necesidades de financiamiento brutas, calculadas a partir del déficit fiscal del Gobierno Central presentado en el MFMP para cada año y de las







amortizaciones⁶ estimadas por el equipo técnico de la Dirección de Financiamiento Público, se listan para los años subsiguientes los requerimientos de recursos de crédito.

Gráfico No. 22 – Necesidades brutas de financiamiento del Gobierno Central (US\$ millones).

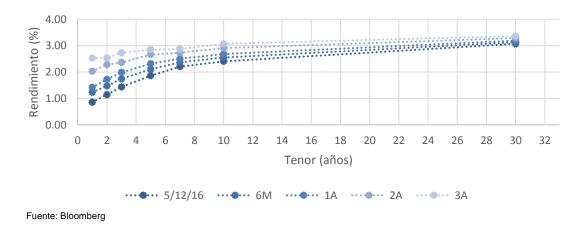


Fuente: (P) Balance Fiscal Preliminar al Cierre 2016 del GC, 2017 Presupuesto, Dirección de Financiamiento Público, MEF Panamá.

Como resultado del análisis se preveen necesidades brutas durante el periodo de estudio de hasta \$15 billones de dólares, con un promedio anual de \$2.5 billones.

El último factor clave que considera el modelo para la realización del análisis es la curva de tasas de interés, específicamente las tasas de referencia como la curva soberana de Estados Unidos de América y las tasas referenciales Libor 3 y 6 meses. Para cada tipo de tasa se usa su curva de futuros con la idea de obtener una proyección del costo futuro de la nueva deuda a contratarse por la República.

Gráfico No. 23 – Curva spot al 5 de diciembre de 2016 de los instrumentos del tesoro de EEUU y curvas futuras.

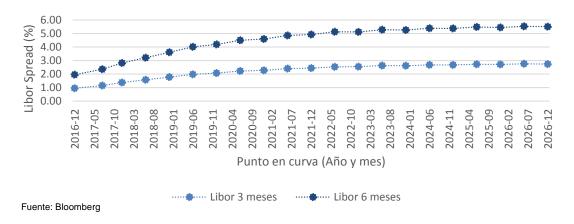


⁶ Las amortizaciones incluidas en el gráfico responden no solo al refinanciamiento de la deuda existente sino que también al vencimiento de contrataciones futuras en función de la estrategia de financiamiento.





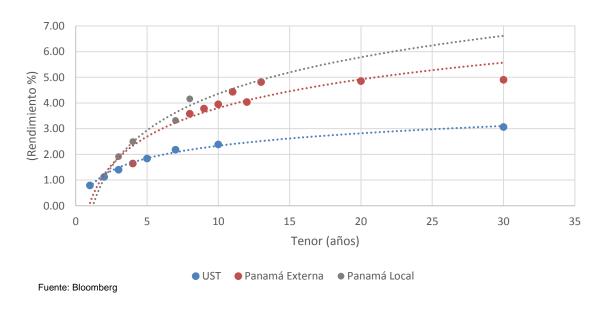
Gráfico No. 24 – Proyecciones semestrales de Libor 3 meses y 6 meses al 5 de diciembre de 2016.



Finalmente, una vez incluidas las tasas bases y los escenarios macroeconómicos, se utilizan los rendimientos y spreads de los títulos valores actuales emitidos por la República para la realización de las simulaciones de costo; incluyendo en el análisis, el perfil de amortización de la deuda pública y las emisiones futuras en el mercado de capitales local e internacional como la negociación de nuevos empréstitos.

El spread de la República sobre los bonos libre de riesgo (Tesoro de EEUU) nos permite estimar los niveles de rendimiento a los que se esperaría una nueva emisión por parte de Panamá.

Gráfico No. 25 – Curvas de rendimiento de la República de Panamá versus Tesoro de Estados Unidos de America al 5 de diciembre de 2016.







Dirección de Financiamiento Público



Cuadro No. 2 – Rendimientos y spreads externos de la República de Panamá (datos al 22/02/2017)

Fuente: Bloomberg

Bonos Globales	Rendimiento (%)	G-Spread (bps) ⁷	I-Spread (bps) ⁸	Z-Spread (bps) ⁹
PANAMA 5.2 01/30/2020	2.57	109.9	81.4	82.3
PANAMA 4 09/22/2024	3.74	148.2	149.3	150.9
PANAMA 3.75 03/16/2025	3.84	153.0	153.8	155.3
PANAMA 7.125 01/29/2026	4.00	160.9	171.3	176.1
PANAMA 8.875 09/30/2027	4.42	197.7	199.4	205.9
PANAMA 3.875 03/17/2028	4.08	161.7	162.7	164.4
PANAMA 9.375 04/01/2029	4.82	232.4	232.4	240.3
PANAMA 6.7 01/26/2036	4.93	222.6	229.8	232.0
PANAMA 4.3 04/29/2053	4.89	185.5	222.3	225.7

Utilizando todo este marco conceptual, y considerando que dicho escenario base se fundamenta en las condiciones actuales del mercado, el modelo procede a analizar la sostenibilidad de la deuda pública.

Resultados del Escenario Base

Indicadores

Cuadro No. 3 – Indicadores económicos del Escenario Base

Análisis de Sostenibilidad de la Deuda del Gobierno Central - Escenario Base

(en porcentaje del PIB a menos que se indique)

Indicadores Económicos, Deuda y Mercado

	A	ctual		Proyecciones			A diciembre 31 del 2016		2016			
	2006-2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Spreads sol	peranos	
Deuda pública nominal bruta	41.9	38.5	38.8	39.6	38.2	36.4	34.4	32.1	29.7	EMBIG		186
Necesidades de financiamiento brutas	5.6	5.5	6.8	4.6	3.2	3.0	4.0	3.5	2.7	5Y CDS (bp)	127
Crecimiento PIB real (Porcentaje)	10.6	5.8	4.9	5.8	6.1	6.3	6.2	6.3	6.2	Cal. Riesgo	Externa	Local
Inflación (Deflactor del PIB)	4.4	0.2	0.7	1.5	1.8	2.5	2.9	3.1	3.3	Moody's	Baa2	Baa2
Crecimiento PIB Nominal (Porcentaje)	12.9*	6.0	5.9	7.1	7.8	8.5	8.9	9.1	9.2	S&Ps	BBB	BBB
Tasa real de interés (Porcentaje)	6.6	5.2	5.0	6.0	5.7	5.8	5.7	5.7	5.9	Fitch	BBB	BBB

⁷ G-Spread: Diferencial interpolado entre el rendimiento del instrumento y la curva activa de Bonos del Tesoro de EEUU.

⁹ Z-Spread: Diferencial constante entre el rendimiento del instrumento y la curva de bonos cero cupón comparable en USD.



⁸ I-Spread: Diferencial interpolado entre el rendimiento del instrumento y la curva activa de swaps en USD.





Como se menciona en secciones anteriores, la sostenibilidad de la deuda está asociada, principalmente, a dos factores: (1) la política fiscal adoptada por la administración y (2) el entorno macroeconómico que presente el país.

Como resultado del estudio, podemos indicar que la consolidación fiscal, plasmada en la Ley de RSF a través de un límite al déficit del SPNF, se traduce en una presión a la baja del déficit del Gobierno Central; pasando las necesidades de financiamiento brutas a un promedio de 3.4% del PIB para el periodo 2017-2022, al compararársele con el 5.6% observado históricamente para el periodo 2006-2014. Otro factor muy importante a señalar es el efecto en el indicador Deuda bruta / PIB que muestra una notable baja impulsado no solo por el sostenido crecimiento se espere tenga la República de Panamá en los años venideros, sino que también por la disminución sustancial de las necesidades netas de financiamiento; las cuales alcanzarían un promedio histórico de US\$1,962 millones anuales para el periodo 2005-2016.

Finalmente, el último elemento clave de esta sección es la tasa de interés real, la cual mide el costo relativo en función a los intereses pagados de la deuda contraída por la República, y se observa que presenta un notable descenso con respecto a los periodos históricos al estabilizarse en promedio en 5.8% de un 6.6% durante el periodo 2006-2014. Lo anterior responde a los bajos niveles de exposición del portafolio a los movimientos de los tipos de cambio y tasa de interés, al igual que a las condiciones del mercado.

*Es importante resaltar que el crecimiento del PIB nominal para el periodo 2006-2014 es en realidad un promedio de los años 2008-2014.

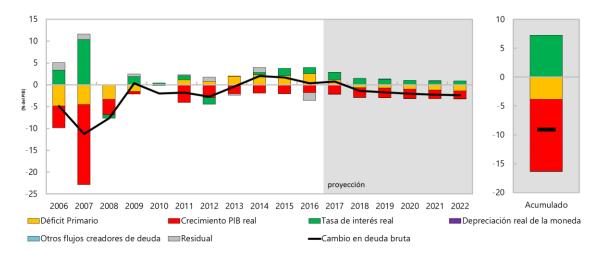
Dinámica de la Deuda

El segundo componente resultante del escenario base, son los flujos creadores de deuda intepretados como porcentaje del PIB: los valores positivos representan incremento en la deuda y los valores negativos representan disminución en la deuda pública. En la gráfica a continuación se presentan los resultados para Panamá de forma desagregada y acumulada. Es importante mencionar, que la gráfica en el panel derecho es acumulada y se refiere a los flujos creadores de deuda totalizados únicamente para los años de proyección.





Gráfico No. 26 – Flujos creadores de deuda como porcentaje del PIB.



Fuente: Modelo de Sostenibilidad de la Deuda del Banco Mundial.

Estos flujos creadores de deuda, se componen de varios elementos. El primero que arroja el modelo es el Balance Primario refiriéndose al resultado entre los ingresos totales del Gobierno Central menos los gastos totales excluyendo intereses. Para esta primera variable el resultado es positivo dado que la consolidación promueve la ampliación del balance a rangos positivos, es por eso que observamos que a medida que se aplique lo establecido en la Ley de RSF respecto a la consolidación vemos una mayor contribución del balance primario a disminuir la deuda. Es importante mencionar que para los años 2005-2008 ésta variable fue una de las que más ayudó a reducir la relación deuda/PIB debido principalmente al superávit fiscal observado.

El segundo elemento que tiene un impacto positivo sobre la deuda e históricamente lo ha mantenido es el crecimiento real del PIB. Esto se debe a la expansión constante que presenta la base económica del país, permitiendo un decrecimiento del ratio porcentual Deuda/PIB. Dicho esto, a medida que el país logre mantener un ritmo de crecimiento saludable y sostenible, este impacto positivo se seguirá reflejando en los indicadores de medición.

Por otro lado, el principal creador de deuda es el costo de la misma; representado en el modelo a través de las tasa de interés real. En este rubro se sintetiza el riesgo de refinanciamiento producto de los vencimientos que va acumulando la deuda total, las percepciones de mercado sobre la calidad de crédito de la República y la situación de los mercados de capitales internacionales.

El cuarto elemento que se refleja en el resultado del modelo es el factor residual con un comportamiento irregular a través del tiempo. Esta serie recoge todos los movimientos de la deuda que no se pueden explicar macroeconómicamente o por movimientos de mercado







como lo son los repagos anticipados de deuda, adquisición de deuda extraordinaria, entre otros.

Finalmente tenemos un elemento que no se contempla en este escenario inicial que son los pasivos contingentes. La serie azul, representada por "otros flujos creadores de deuda" serían los incrementos que se observarían en la deuda pública en caso de materializarse el riesgo de no pago por parte de las entidades a las cuales el Estado le otorgase un aval o porque los ingresos totales de aquellas empresas públicas que fueron excluidos del balance fiscal del SPNF por su característica de autosostenible financieramente hablando, no sean lo suficiente para cubrir sus gastos y/o requieran aportes del Gobierno.

El último factor representado por la depreciación real de la moneda, no es aplicable para la economía panameña por la ausencia de un banco central, moneda legal nacional y política monetaria.

Escenarios de sensibilidad

Para evaluar el impacto de posibles cambios tanto en el entorno macroeconómico como en la política fiscal del país, se realizaron diversos escenarios de proyecciones sensibilizadas y su impacto en la deuda como porcentaje del PIB y las necesidades de financiamiento. Para estas sensibilidades se realizaron tres niveles de shock: (1) Impacto en el balance primario; (2) Impacto en el PIB y; (3) Un impacto en la tasa de interés real.

- 1. Impactos al balance primario (expresado como porcentaje del PIB): Para este rubro de la sensibilidad se realizaron tres posibles escenarios en donde primero se consideró un incremento en los gastos totales exceptuando los intereses con respecto al PIB a razón de una desviación estándar de las observaciones del periodo de 2005-2016 (1.6%), posteriormente se modeló una caída de los ingresos con respecto al PIB en función a una desviación estándar observada para el mismo periodo (1.7%) y finalmente, el último escenario contempló un ajuste en función a la desviación estándar observada históricamente en el balance primario del Gobierno Central, el cual se posiciona en 2.7%. Asimismo, por cada 1% de deterioración del PIB, se le asignó al modelo un incremento en el costo de la deuda de 25 puntos base¹⁰.
- 2. Crecimiento del PIB Real: Para efectos de la simulación del crecimiento, se modeló una desviación estándar del promedio histórico del crecimiento del PIB real observado, el cual se ubicó en 2.9% y la correlación correspondiente para la inflación. Por último, y al igual que en la sensibilidad anterior, se establece un

¹⁰ Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries, página 22, FMI, http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf





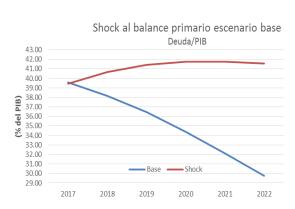


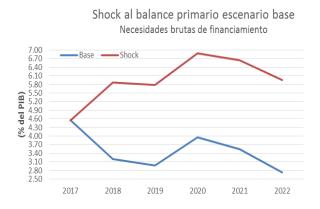
incremento en el costo de la deuda de 25 puntos base por cada cien puntos base de caída en el crecimiento.

 Tasa de Interés real: Este último escenario mide el efecto directo en las necesidades de financiamiento de incrementarse el costo de la deuda en un nivel establecido de 200 puntos base.

En base al marco de sensibilidad mencionado, se presenta a continuación los resultados de las iteraciones en función a los dos indicadores catalogados como críticos en el modelo: Deuda/PIB y necesidades de financiamiento brutas.

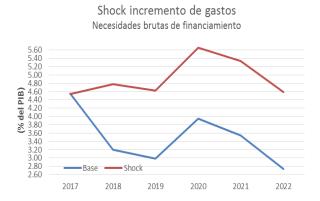
Gráfico No. 27 – Escenarios de shock al balance primario





Fuente: Modelo de Sostenibilidad de la Deuda del Banco Mundial.

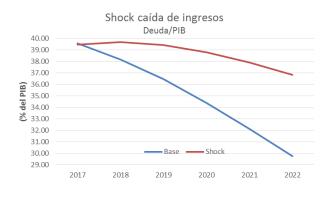


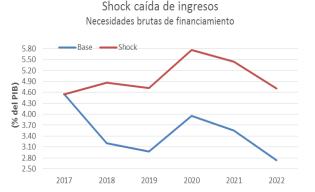












Fuente: Modelo de Sostenibilidad de la Deuda del Banco Mundial.

Un shock al crecimiento del PIB real, es el escenario con mayor subida del indicador deuda/PIB, presentando un incremento arriba del 41% para los años proyectados; mientras que un shock al balance primario incide fuertemente en las necesidades brutas de financiamiento.

Lo anterior, parte del supuesto que lo establecido en el artículo 28, Capítulo VII de la Ley N°34 del 2008 de RSF respecto a medidas preventivas y correctivas, reglamentado a través del artículo 13 del Decreto Ejecutivo N°50 del 2009¹¹, en donde se autoriza la elaboración de medidas de contención o reducción del gasto público, según sea el caso, por un monto equivalente a los desvíos, no se ejecuta; observándose así un incremento en las necesidades netas de financiamiento y por ende un numerador mayor que incide en elevar el ratio deuda/PIB.

Paralelamente, el incremento en el costo de la deuda por el deterioramiento del PIB se traduce en un efecto en cadena al incrementar el gasto corriente en el rubro de intereses.

Gráfico No. 28 – Escenarios de shock al crecimiento del PIB real y de tasa de interés real.





¹¹ Si en cualquier época del año el MEF considera fundadamente, que el total de los ingresos disponibles pueda ser inferior al total de gastos contemplados en el PGE o que los efectivos exceden los pagos contemplados en el presupuesto de caja, elaborará un plan de contención del gasto público por un monto equivalente a los desvíos, el cual presentará al Consejo de Gabinete para su aprobación y comunicación posterior a las instituciones públicas.







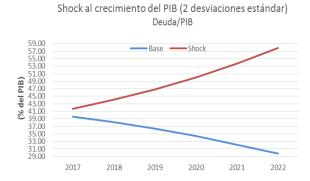
Fuente: Modelo de Sostenibilidad de la Deuda del Banco Mundial.





Fuente: Modelo de Sostenibilidad de la Deuda del Banco Mundial.

Cabe destacar que al aplicar un shock de dos desviaciones estándar a la data histórica de la variable de crecimiento del PIB, el ratio deuda/PIB de Panamá presenta una pendiente positiva; sin embargo parte del supuesto que todo el gasto de inversión que está realizando el Gobierno Central y el sector privado no incide en el PIB y que el crecimiento durante todo el periodo en estudio es mínimo.





Fuente: Modelo de Sostenibilidad de la Deuda del Banco Mundial.

Por otra parte, es importante mencionar que el rubro de intereses respecto al gasto corriente, históricamente, en el periodo en estudio no ha representado más de 19.17%; lo que se traduce a que cualquier incremento en las tasas de interés real tendrá un efecto marginal en el balance primario y por ende en el ratio deuda/PIB.

Finalmente, de las 3 sensibilidades analizadas, aquella que representa un shock al balance primario refleja un alza sustancial de las necesidades de financiamiento como porcentaje del PIB de al menos 2.45% respecto al escenario base. El resto de las sensibilidades mantiene una tendencia similar al escenario base, observándose en el mediano plazo que se retoma el camino o la tendencia a la baja de ambos indicadores.



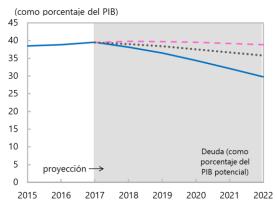


Escenarios alternativos

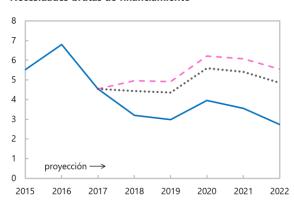
Como complemento a los escenarios de sensibilidad previamente analizados, se procede a evaluar el comportamiento histórico del balance primario para el periodo 2008-2016¹², observándose un déficit de 0.6% del PIB; dato que es tomado como referencia para modelar, a partir del año 2018, uno de los escenarios alternativos. En ese mismo contexto, se modeló el balance primario a partir del 2018 asumiendo que se mantendría el comportamiento esperado del año 2017 (-1.1%) respecto al balance primario; obteniéndose los siguientes resultados:

Gráfico No. 29 – Deuda Pública Bruta y Necesidades Brutas de financiamiento como porcentaje del PIB.

Deuda Pública Bruta

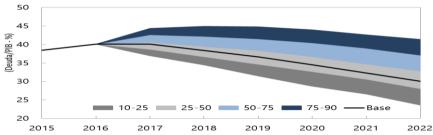


Necesidades brutas de financiamiento



Fuente: Modelo de Sostenibilidad de la Deuda del Banco Mundial.

Gráfico No. 30 – Abanico de bandas sobre el curso del indicador deuda bruta entre PIB Panamá.



¹² La selección de este periodo obedece al hecho que fue a partir del 2008 cuando la administración pública puso en marcha su ambicioso plan de inversiones públicas, dejando a un lado las políticas conservadoras en esa materia.





Tras haber realizado los análisis de sensibilidad sobre la deuda, podemos concluir que existen tres factores claves para la sostenibilidad de la misma: crecimiento económico apego a la Ley de RSF y el acceso a los mercados. Según los parámetros del Banco Mundial, un país con bajo nivel de escrutinio debe mantener niveles de deuda por debajo del 50% del PIB, por lo que para mantenerse debajo de esos requerimientos, Panamá debe mantener la disciplina fiscal y continuar con el impulso del dinamismo económico.

Tomando en cuenta los elementos claves identificados en la fase de análisis anterior, el último paso de sensibilidad medirá las posibilidades de elevación o disminución del ratio deuda/PIB. En este sentido mediante una simulación de Monte Carlo basada en 6,000 iteraciones, con base a las 11 observaciones anuales sobre la deuda incluidas dentro del modelo, se tiene previsto realizar esta estimación.

Y así, jerarquizando los resultados en función a percentiles, podremos dar con los posibles rangos mínimos y máximos que podría llegar a tener la deuda bruta medida como porcentaje del PIB.

Como resultado de la simulación, al aplicar el método de concatenación de la covarianza, varianza y desviaciones estándar de las observaciones y realizar shocks sobre los distintos escenarios de sensibilidad antes mencionados se obtiene una banda inferior en los rangos entre 33% hasta 14% y una banda superior en los rangos entre 52% hasta 56%. Mientras que los resultados medios (percentil 50) ubican el ratio deuda/PIB en un rango de disminución desde el 41% hasta el 33%.

Cuadro No. 4 – Mapa de calor sobre resultados de simulación.

Percentil	2017	2018	2019	2020	2021	2022
0.00	0.33	0.24	0.22	0.17	0.17	0.14
0.05	0.36	0.33	0.29	0.27	0.24	0.21
0.10	0.37	0.34	0.31	0.29	0.27	0.24
0.25	0.39	0.37	0.35	0.33	0.31	0.28
0.50	0.41	0.39	0.38	0.37	0.35	0.33
0.75	0.43	0.42	0.42	0.40	0.39	0.37
0.90	0.44	0.45	0.45	0.44	0.43	0.41
0.95	0.46	0.46	0.47	0.46	0.45	0.44
1.00	0.52	0.54	0.57	0.58	0.56	0.56





Riesgos implícitos de la deuda panameña

Una vez analizado los posibles caminos que puede tomar la deuda, pasamos a ver los riesgos que podrían hacer que la deuda pública panameña se oriente hacia las posiciones negativas expuestas anteriormente. Para ello, dentro del modelo se incluye una revisión de riesgos para identificar las posibles vulnerabilidades de la deuda.

El primer riesgo identificado es el nivel de requerimiento de financiamiento externo. Este riesgo es claro dado el alto nivel de deuda externa que posee Panamá (78%), lo que significaría que si en algún momento la situación o percepción de los mercados internacionales se mueve en contra del riesgo soberano, el acceso a estos mercados se vería limitado; por ende el refinanciamiento de nuestra deuda se realizaría a mayores costos. Sin embargo, es importante mencionar que históricamente Panamá ha mantenido una alta participación en el mercado internacional y esto obedece al hecho de ser un país dolarizado, donde más del 70% responde al sector terciario (servicio), teniendo menor volatilidad en los ingresos por situaciones internacionales en precios de las materias primas, del tamaño pequeño de la economía respecto al volumen de inversionistas que pueden comprar títulos de deuda pública local y por ende un mercado local en desarrollo y con poca profundidad y por último a los buenos fundamentos macroeconómicos y fiscales.

Mientras que el segundo riesgo es el nivel de deuda en manos de agentes no residentes. Este último factor es crítico dado que la República como emisor de deuda pierde la facultad de negociar directamente con su tenedor en un ámbito neutral como la economía local. Adicionalmente, tambien se ve expuesto el portafolio a ser condicionado a las situaciones particulares donde esté cada tenedor de deuda y sus apreciaciones de mercado. La suma de todos estos factores podría conllevar mayores rendimientos exigidos y/o disminuir la capacidad de refinanciamiento. Sin embargo, y al igual que el primer riesgo, ha sido la situación histórica de la República y responde a su naturaleza de ser un centro de conectividad de la región y a las peculiaridades económicas del país.

Cuadro No. 5 – Mapa de calor sobre vulnerabilidades de la deuda pública.

Niveles de Deuda	Sensibilidad al crecimiento del PIB	Sensibilidad al Balance primario	Sensibilidad a la tasa de interes	Sensibilidad a tasa de cambio	Pasiyøs contingentes
Necesidades de financiamiento	Sensibilidad al crecimiento del PIB	Sensibilidad al Balance primario	Sensibilidad a la tasa de interes	Sensibilidad a tasa de cambio	Pasivøs contingentes
Perfil de deuda	Percepción de mercado	Requerimiento de financiamiento externo	Cambio en deuda de corto plazo	Deuda en mano de no residentes	Deuda en moneda extranjera

Nota: Tasas de cambio no fueron contempladas dada la moneda de curso legal, pasivos contingentes no fue considerado para este primer modelo.





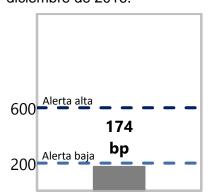


Para cuantificar estas vulnerabilidades vis-a-vis el resto de nuestros pares, el Fondo Monetario Internacional utiliza un mecanismo de alerta temprana en el cual se miden los niveles adecuados para evitar las vulnerabilidades en el perfil de la deuda. Los mismos se califican en dos niveles de medición: alerta primaria baja y alerta primaria alta.

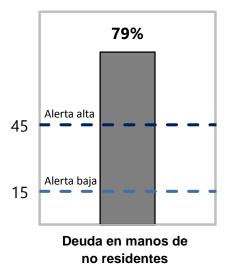
Estos indicadores de vulnerabilidad se miden con base en los indicadores de riesgo levantados por el Fondo Monetario Internacional y los resultados se utilizan para corroborar los niveles de riesgo presentados en el mapa de calor.

Los resultados para el perfil de Panamá fueron los siguientes:

Gráfico No. 31 – Medidor de vulnerabilidades del perfil de la deuda al cierre del 31 de diciembre de 2016.

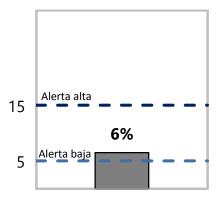


Spread de bonos (bps)



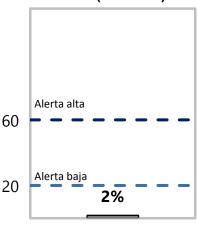
(% del total)

Fuente: Modelo de Sostenibilidad de la Deuda del Banco Mundial



Necesidades brutas de Financiamiento





Deuda en moneda extranjera

(% del total)



IV. REFLEXIONES GENERALES

La deuda pública de la República de Panamá representa indirectamente las políticas fiscales adoptadas por las administraciones, el dinamismo de la economía en función de las políticas públicas implementadas y la economía abierta con amplio acceso a mercados mayormente influenciada por los mercados internacionales. El portafolio posee un perfil bastante bueno respecto a madurez y rendimiento; favoreciéndose grandemente de la reciente ola de tasas bajas y la positiva percepción del mercado sobre el país.

Dicho lo anterior, podemos concluir que la deuda panameña se encuentra estable y será sostenible siempre y cuando se cumpla con la Ley de Responsabilidad Social Fiscal respecto al proceso de consolidación y mientras el país cuente con bonanza económica y manteniendo un crecimiento a niveles saludables.

Asimismo, existen diversos retos de importante atención para el desarrollo del mercado de la deuda pública y por ende el desarrollo del mercado bancario; en donde su expansión va a jugar un papel crucial en los próximos años que permitirá profundizar el mercado de capitales.

Finalmente, los dos indicadores principales de sostenibilidad de la deuda evaluados en el presente informe muestran un comportamiento razonable aún al aplicársele las sensibilidades lo que fortalece el mensaje que la deuda pública de Panamá es sostenible en el mediano plazo según los supuestos macroeconómicos y fiscales utilizados para el estudio.



V. ANEXO: MARCO TEÓRICO Y DESCRIPCIÓN DEL MODELO DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

El Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial siempre han mantenido entre sus objetivos principales el de crear un marco para la cooperación económica y el desarrollo que permita lograr una economía mundial más estable y más próspera. Para preservar los beneficios potenciales del alivio de la deuda, resulta elemental ayudar a los países para que no se endeuden excesivamente en el futuro. En miras de lo anterior, el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional (FMI) establecieron conjuntamente en abril de 2005 el "Marco de Sostenibilidad de la Deuda" (MSD), el cual se revisa periódicamente, de manera que pueda servir de guía a los países y permita a los acreedores adaptar sus términos financieros anticipándose a futuros riesgos y, al mismo tiempo, equilibrando las necesidades de financiamiento y la capacidad de reembolsar sus deudas, teniendo siempre en cuenta las circunstancias de cada país, para así evitar en la medida de lo posible una acumulación excesiva de deuda en el futuro.

Como parte del marco se llevan a cabo con regularidad análisis de sostenibilidad de la deuda, que consisten en: 1) analizar la carga de la deuda proyectada para los 20 siguientes años, así como que tan vulnerable sea el país ante cambios externos u originados por eventos políticos, tanto en una escenario base como con pruebas de shock; 2) evaluar los riesgos de problemas de deuda externa en ese período a partir de umbrales indicativos de la carga de la deuda que dependen de la calidad de las políticas del país; 3) recomendaciones acerca de un plan de endeudamiento que limita el riesgo de problemas de deuda.

Debido a que los préstamos de países de bajo ingreso presentan grandes diferencias en cuanto a tasas de interés y plazos de reembolso, el marco se centra en el valor actual de las obligaciones de deuda, lo que permite unificar y realizar comparaciones más apropiadas entre países.

Al momento de evaluar la sostenibilidad de la deuda, se comparan los indicadores de la carga de la deuda con umbrales indicativos durante los años de la proyección. Cuando el indicador supera el umbral, el país corre el riesgo de experimentar algún tipo de problema de deuda. Entre las distintas calificaciones de riesgo para la deuda pública externa podemos mencionar: 1) un rango bajo, en el cual los indicadores están muy por debajo de los umbrales; 2) un rango moderado, en donde los indicadores están por debajo de los umbrales del escenario base pero podrían sufrir variaciones; 3) un rango alto en el cual la situación del escenario base y las pruebas de shock indican un incumplimiento prolongado del servicio de deuda pero el país no experimenta en el momento dificultades para realizar los reembolsos; 4) y por último un rango de sobreendeudamiento en donde el país muestra dificultades de reembolso.







En los países con un ingreso bajo y políticas e instituciones más débiles el reembolso suele presentar dificultades a niveles de deuda más bajos que en los países con políticas e instituciones más sólidas. Dado lo anterior, el MSD clasifica a los países en tres categorías de desempeño económico (firme, mediano y deficiente), según el índice de Evaluaciones Institucionales y de Políticas por País (CPIA) del Banco Mundial, y les otorga diferentes umbrales indicativos de la carga de la deuda.

Cuadro No. 6 – Umbrales de la carga de la deuda dentro del MSD.

	VA de la deu	ıda como	Servicio de I como %		
	Exportación	PIB	Ingreso	Exportación	Ingreso
Deficiente	100	30	200	15	25
Mediano	150	40	250	20	30
Firme	200	50	300	25	35

Fuente: Modelo de Sostenibilidad de la Deuda del Banco Mundial.

Gracias al Marco de Sostenibilidad de la Deuda, el Banco Mundial y el FMI han logrado integrar mejor el tema de la deuda en sus análisis y en el asesoramiento que brindan en materia de política económica.

De igual manera se considera que el MSD es un factor importante de la evaluación de la estabilidad macroeconómica, la sostenibilidad a largo plazo de la política fiscal y la sostenibilidad global de la deuda. Conjuntamente, las distintas multilaterales tienen en cuenta las evaluaciones de sostenibilidad de la deuda al momento de decidir el acceso a financiamiento, así como los límites de deuda de los programas respaldados por el FMI. El Banco Mundial toma en consideración este tipo de evaluaciones para determinar la proporción de donaciones y préstamos en la asistencia a cada país de bajo ingreso.

La eficiencia y éxito que vaya a tener el MSD para evitar una acumulación excesiva de deuda depende de que los prestatarios y los acreedores le den un uso generalizado. El FMI y el Banco Mundial alientan a los países de bajo ingreso a utilizar el MSD o un marco parecido como primer paso para la preparación de una estrategia de endeudamiento a mediano plazo. A su vez, se alienta a los acreedores a tomar en consideración los resultados de las evaluaciones de sostenibilidad de la deuda al momento de aprobar sus préstamos.

Fuente: Información actualizada a marzo 2016 del Banco Mundial.



