



# Análisis de Sostenibilidad de la Deuda Pública

Abril 2019



## ÍNDICE DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN.....	6
I. PANORAMA FISCAL DE LA REPÚBLICA.....	7
<b>Entorno de las Finanzas Públicas</b> .....	7
<b>Déficit Fiscal</b> .....	9
<b>Gastos e Ingresos del Gobierno Central</b> .....	13
<b>Ahorro Corriente</b> .....	16
II. COMPOSICIÓN Y EVALUACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA.....	17
III. ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA .....	22
<b>Estrategia de Deuda</b> .....	22
<b>Escenario Base</b> .....	22
<b>Marco Macroeconómico y Fiscal</b> .....	22
<b>Resultados del Escenario Base</b> .....	27
<b>Indicadores</b> .....	27
<b>Escenarios de sensibilidad</b> .....	29
<b>Escenarios alternativos</b> .....	31
<b>Riesgos implícitos de la deuda panameña</b> .....	33
IV. REFLEXIONES GENERALES .....	34

## ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro No. 1.....	22
Cuadro No. 2.....	27
Cuadro No. 3.....	27
Cuadro No. 4.....	33
Cuadro No. 5.....	33

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico No. 1.....	7
Gráfico No. 2.....	8
Gráfico No. 3.....	9
Gráfico No. 4.....	10
Gráfico No. 5.....	11
Gráfico No. 6.....	12
Gráfico No. 7.....	12
Gráfico No. 8.....	14
Gráfico No. 9.....	14
Gráfico No. 10.....	15
Gráfico No. 11.....	16
Gráfico No. 12.....	17
Gráfico No. 13.....	18
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.....	24
Gráfico No. 22.....	25
Gráfico No. 23.....	25
Gráfico No. 24.....	26
Gráfico No. 25.....	26
Gráfico No. 26.....	28
Gráfico No. 27.....	29
Gráfico No. 28.....	30
Gráfico No. 29.....	31

Gráfico No. 30.....	32
Gráfico No. 31.....	32
Gráfico No. 32.....	34

## INTRODUCCIÓN

Se ha observado que en las últimas décadas los países avanzados han ido incrementando sus niveles de deuda más del 100% de su Producto Interno Bruto (PIB), justificado por el desarrollo de los mercados financieros y porque su deuda es considerada un activo libre de riesgo; mientras que los países latinoamericanos que sufrieron la crisis de deuda externa en los años 80, actualmente mantienen niveles relativamente bajos de deuda con respecto a su PIB.

Este documento presenta la evolución de la política fiscal panameña y cómo la misma ha repercutido sobre los niveles de endeudamiento del país. Para esto se ha tomado en consideración las políticas fiscales que se han ejecutado en función a los límites máximos establecidos en la Ley de Responsabilidad Social Fiscal, así como el entorno macroeconómico del país y la calificación de riesgo otorgada por las agencias calificadoras a Panamá. Dando como resultado la perspectiva sobre la situación fiscal y endeudamiento del país, actualmente.

Las mejores prácticas de las metodologías planteadas por el Banco Mundial (BM) y el Fondo Monetario Internacional (FMI) fueron utilizadas para el desarrollo del Análisis de Sostenibilidad de la Deuda Pública de la República de Panamá, las cuales permite establecer un criterio sobre el posible comportamiento a futuro de la deuda soberana y la capacidad que tiene el país para el pago de sus compromisos a corto, mediano y largo plazo.

El documento se estructura en cuatro partes. La primera parte presenta el Panorama Fiscal de la República de Panamá, detallando el déficit fiscal, los ingresos y gastos del gobierno central, así como el ahorro corriente. La segunda parte está compuesta de la Composición y Evaluación de la Deuda Pública, detallada por el tipo de deuda, tasa, moneda, instrumento, perfil de amortización y riesgo financiero. Además, de la evolución del ratio de la deuda/PIB y el costo promedio ponderado.

La tercera parte está orientada propiamente al análisis de la sostenibilidad de la deuda pública, donde se analiza la estrategia de la deuda; el escenario base del marco macroeconómico y fiscal; y los resultados del escenario base mediante indicadores, dinámica de la deuda, escenarios de sensibilidad, escenarios alternativos y riesgos implícitos de la deuda de Panamá.

Para concluir se detalla en la última parte, las reflexiones generales.

El marco teórico del modelo de sostenibilidad de la deuda se encuentra en la página web del FMI el cual puede acceder por el siguiente enlace:

<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>

# I. PANORAMA FISCAL DE LA REPÚBLICA

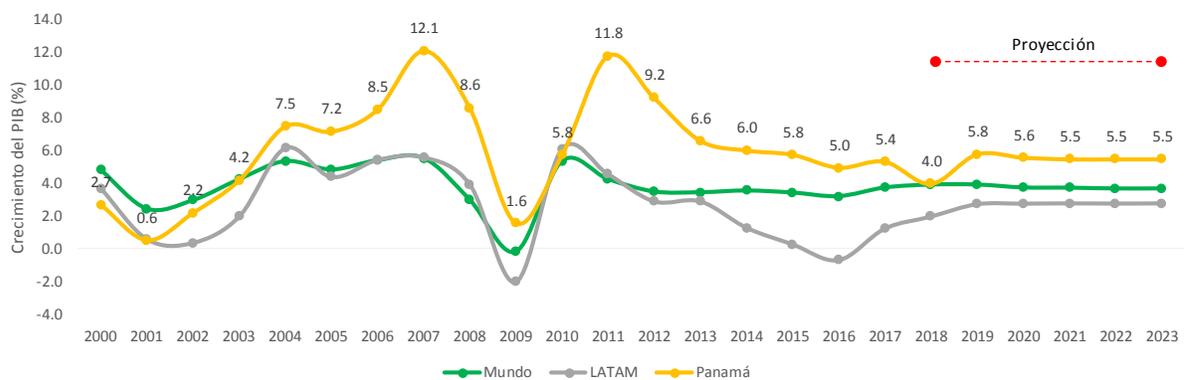
## Entorno de las Finanzas Públicas

Las finanzas públicas están compuestas por las políticas que instrumentan el gasto público y los ingresos. La sostenibilidad de la deuda se define como la capacidad de un país para hacer frente de forma continua al servicio de la deuda, sin necesidad de tener que acudir a financiamiento externo extraordinario o a un inasumible ajuste interno.

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”). El análisis de sostenibilidad de deuda para países con acceso a mercados de capital presenta la particularidad de estar enmarcada en una menor dependencia de flujos de deuda oficiales y, por tanto, a la obtención de financiamiento a través de fuentes no concesionales o emisión de bonos en el mercado local o internacional.

Panamá se mantiene como una de las economías más dinámicas del hemisferio occidental, con una deuda responsable y prácticamente el déficit fiscal más bajo de la región. Esto es sumamente positivo cuando tomamos en cuenta que la situación macroeconómica de la región Latinoamericana se encuentra bastante endeble, donde las perspectivas económicas están determinadas por fuerzas complejas y diversas, tanto de carácter externas como internas. Por un lado, el sólido crecimiento en Estados Unidos está beneficiando a las economías de la región, pero por otro, la incertidumbre política y el entorno de las políticas económicas están moderando el crecimiento, arrojando cifras de crecimiento de -0.6% para el 2016, mostrando leves signos de recuperación en 1.3% para el 2017 y un crecimiento proyectado del 1.2% en el 2018 según el Reporte de Perspectivas de las Economía Mundial del FMI, publicado en el mes de octubre del 2018.

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



Fuente: WEO octubre 2018, FMI.

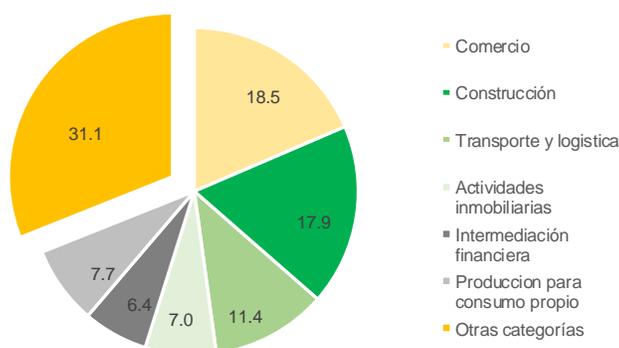
En marzo de 2019, la agencia calificadora Moody's Investors Service (Moody's) mejoró el grado de inversión de Panamá a Baa1 con perspectiva estable basado en el crecimiento económico y los indicadores fiscales de la República de Panamá.

En julio de 2018, la calificadora de riesgo Standard & Poor's (S&P) mejoró la perspectiva de Panamá de estable a positiva reafirmando su calificación de riesgo en BBB basado en factores tales como un "alto y consistente crecimiento económico y una política fiscal estable".

En febrero de 2017, la agencia calificadora de riesgo Fitch Ratings, reafirmó el grado de inversión de deuda soberana de la República de Panamá en BBB con perspectiva estable.

Estas 3 agencias calificadoras de riesgo de mayor renombre han ratificado la calificación de riesgo de Panamá, gracias a un entorno macroeconómico estable y una economía diversificada, donde ninguna categoría de actividad económica representa más del 20% del PIB.

Gráfico No. 2. – Principales componentes del PIB 2017 (E) (%).



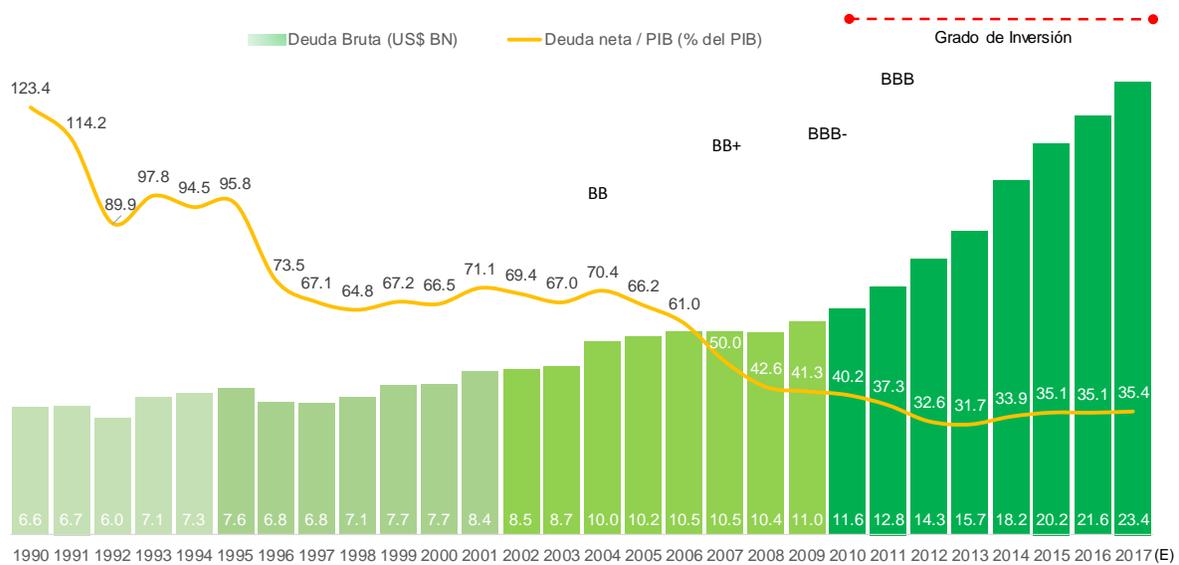
Fuente: INEC, CGR Panamá.

De acuerdo a la metodología MAC, no se cuenta con un umbral definido de sostenibilidad para el ratio deuda/PIB, pero existen umbrales indicativos de carga de la deuda para economías emergentes y avanzadas, respecto a la deuda bruta del Gobierno y las necesidades de financiamiento. La deuda nominal total respecto del PIB no debería sobrepasar el 70% y las necesidades de financiamiento el 15% para el caso de las economías emergentes.

Si analizamos Panamá, se observa que no existe riesgo de enfrentar problemas de insostenibilidad, observándose que a pesar del incremento registrado en la deuda, el PIB ha crecido más rápido que la misma, obteniéndose una relación deuda/PIB con una tendencia estable, que se ha mantenido por debajo del 40% a partir del año 2011.

Los indicadores de riesgo de crédito, refinanciamiento y de mercado siguen mostrando una tendencia positiva observada a través de: (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. 3. – Evolución deuda neta/PIB y calificación de riesgo según Standard & Poor's.



Fuente: Dirección de Financiamiento Público. PIB del año 2017 según publicación de la Contraloría General de la República estimado en US\$62,283.8 millones.

Aunque el nivel de deuda/PIB es un factor importante en el análisis de la sostenibilidad de la deuda existen algunos países con más tolerancia que otros al aumento del endeudamiento. Así, el nivel máximo que hace que la deuda sea sostenible depende de factores como: la habilidad que un país tenga para generar superávits, el pago oportuno de su servicio de deuda, las perspectivas de crecimiento, el costo del financiamiento y las percepciones de mercado del país. Además, existen otros factores como el historial del pago de las obligaciones de deuda y la vulnerabilidad a shocks.

### Déficit Fiscal

El Gobierno Nacional ha reconocido el papel clave que representa la consolidación fiscal en la sostenibilidad de las finanzas públicas y en la continua generación de confianza de los inversionistas internacionales. Esta visión permitió crear en el año 2012 el Fondo de Ahorro de Panamá (FAP), un componente contracíclico y de estabilización

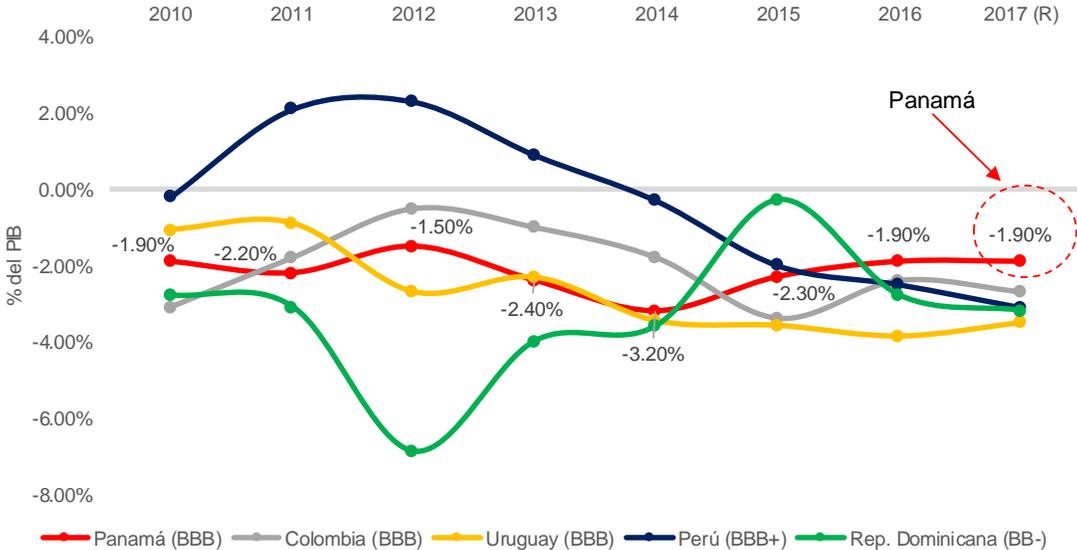
macroeconómica, que ha permitido al país obtener el grado de inversión, el cual además de la disminución del costo de financiamiento público y privado, ha generado un incremento de la inversión extranjera directa, lo cual se traduce en un crecimiento del producto interno bruto, aumento de la competitividad y productividad, así como la disminución de la presión fiscal al aumentar los recursos del Estado a través del crecimiento económico.

En atención a recomendaciones del FMI y de las calificadoras de riesgo, en 2018 se estableció como regla fiscal para acumular activos, que el 50% de toda contribución de la Autoridad del Canal de Panamá (ACP) al Tesoro Nacional (TN) superior al 2.5% del PIB nominal para la vigencia del año fiscal 2018 y 2019, y de 2.25% a partir de la vigencia fiscal 2020, se transferirá al FAD en la vigencia fiscal siguiente, después de la publicación del PIB por la Contraloría General de la República.

Por su parte, la Ley de Responsabilidad Social Fiscal (LRSF) tiene como objetivo incidir positivamente en el desempeño de las finanzas del Estado a través del aumento del ahorro corriente con la respectiva disminución de la dependencia del uso de los instrumentos de deuda para financiar las inversiones públicas y garantizar la sostenibilidad de la deuda pública neta, proveyendo a su vez, la herramienta de rendición de cuentas que el Estado debe brindar a la sociedad, basada en las mejores prácticas en términos de transparencia.

El impacto de la consolidación establecida en la LRSF se ha visto reflejado tanto en el Sector Público No Financiero (SPNF) como en el Gobierno Central. El déficit fiscal del SPNF registrado en el periodo 2010-2017 ha sido en promedio 2.16% del PIB, ubicándose preliminarmente en 1.90% para 2017. 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 por debajo del rango de los países pares.

Gráfico No. 4 – Evolución del Balance Fiscal del SPNF vs. Países pares (% del PIB).

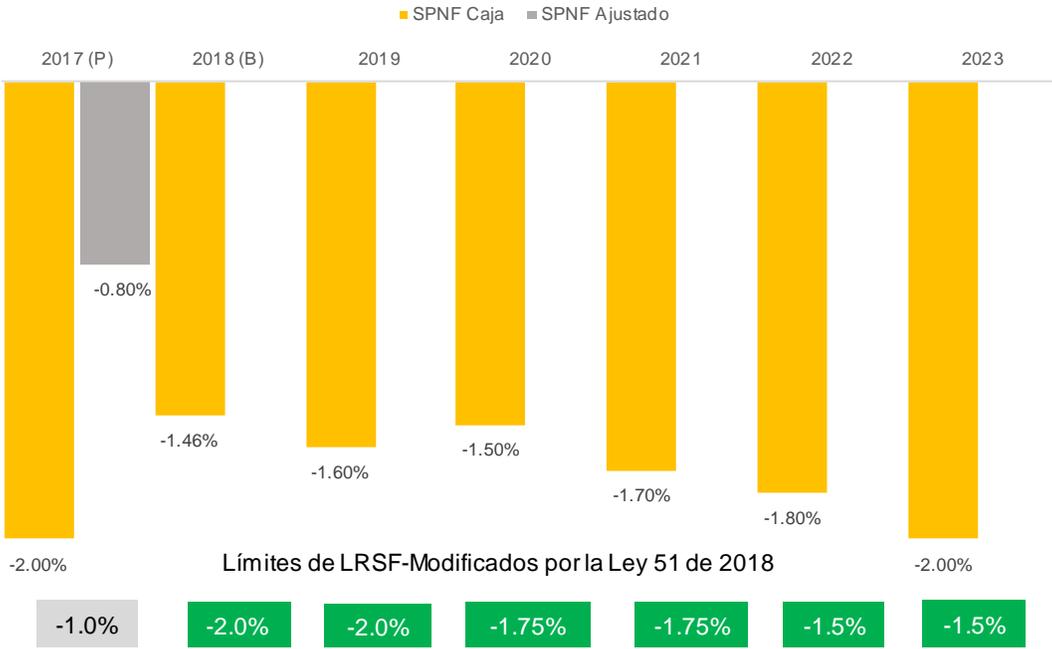


Fuente: CEPALSTAT y MEF Panamá, balance fiscal (P).

En 2018, la LRSF ha sido modificada estableciendo el límite máximo de déficit del Balance Fiscal del SPNF será de 2.0% del PIB para el año fiscal 2018 y 2019; de 1.75% para el año fiscal 2020 y 2021; y 1.5% del PIB a partir del año fiscal 2022.

Esta realidad demuestra el esfuerzo realizado en mantener unas finanzas públicas saludables aprovechando la coyuntura económica del país.

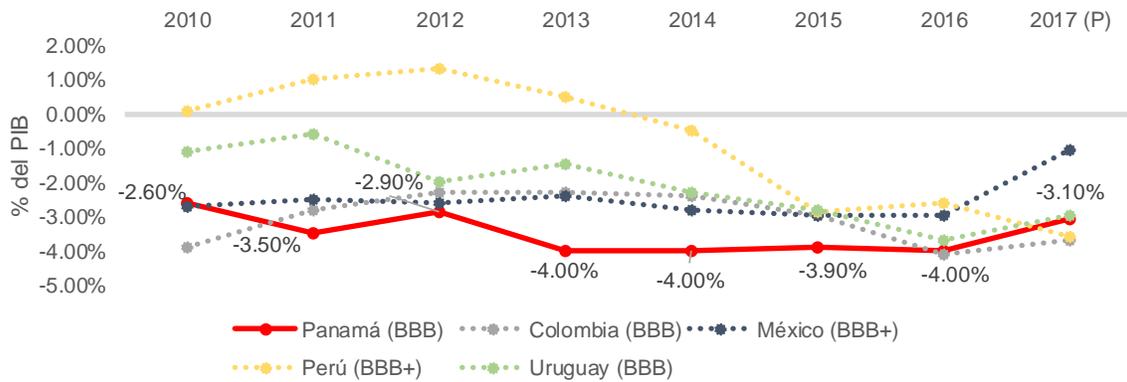
Gráfico No. 5 – Proyección del Balance Fiscal del SPNF.



Fuente: Marco Fiscal de Mediano Plazo 2019-2023, MEF Panamá. (P) Preliminar y (B) Presupuesto.

Finalmente, y en vista que la deuda pública responde al financiamiento de las necesidades del Gobierno Central, se observa que el déficit fiscal del Gobierno Central ha sido en promedio 3.5% del PIB para el periodo 2010-2017, ubicándose preliminarmente en 3.10% para 2017. 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, explicada principalmente por la ejecución de un plan agresivo de inversiones públicas destinadas a mejorar la competitividad del país, a través del desarrollo de infraestructuras y bienes requeridos para atraer inversiones, mejorar la calidad de vida de la población, facilitar las transacciones comerciales, entre otros aspectos que impulsan el desarrollo del país y lo posiciona a nivel mundial.

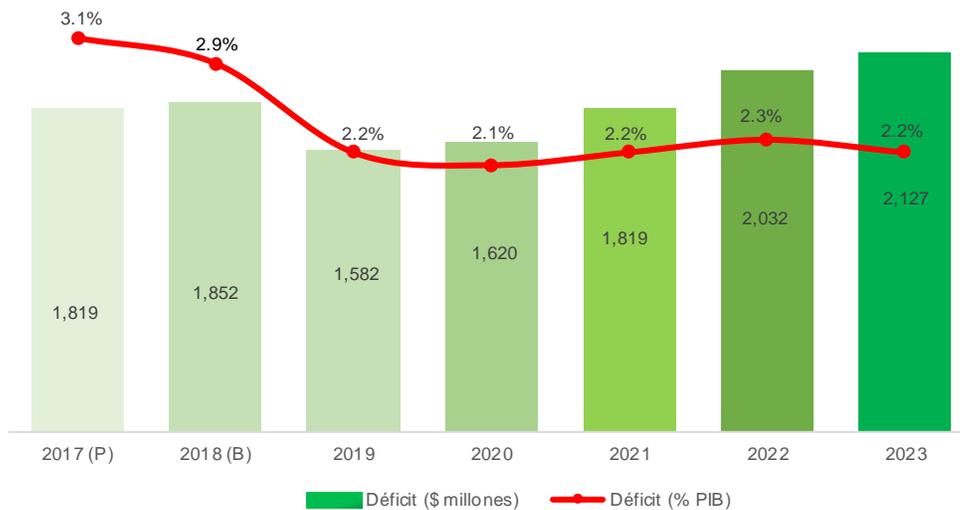
Gráfico No. 6 – Evolución del Balance Fiscal del Gobierno Central de Panamá vs. países pares (% del PIB).



Fuente: CEPALSTAT y MEF Panamá, Balance Fiscal (P).

Respecto a las proyecciones y enmarcándonos en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) más reciente publicado (2019-2023) y la Ley N°72, que aprueba el Presupuesto General del Estado para la vigencia fiscal 2018, se estima que las necesidades de financiamiento en concepto de déficit del Gobierno Central se aumenten en 14.8% pasando de US\$1,852 millones en 2018 a US\$2,127 millones en el 2023.

Gráfico No. 7 – Déficit del Gobierno Central proyectado 2019-2023 (US\$ millones).



Fuente: Balance Fiscal Preliminar al Cierre 2017 del GC(P), Presupuesto 2018(B), Marco Fiscal de Mediano Plazo 2019-2023, MEF Panamá.

## Gastos e Ingresos del Gobierno Central

### 1. Ingresos

En la última década, la República de Panamá se ha mantenido como uno de los países de mayor crecimiento en América Latina y se consolida como líder de una economía basada en los servicios. Durante el periodo 2014-2017 la administración tributaria ha registrado una expansión de los ingresos corrientes del Gobierno Central los cuales crecieron en promedio a razón de US\$515 millones anuales, donde los ingresos tributarios se incrementaron en promedio un 4.5% anual, mientras los ingreso no tributarios tuvieron un crecimiento de 13.7% anual.

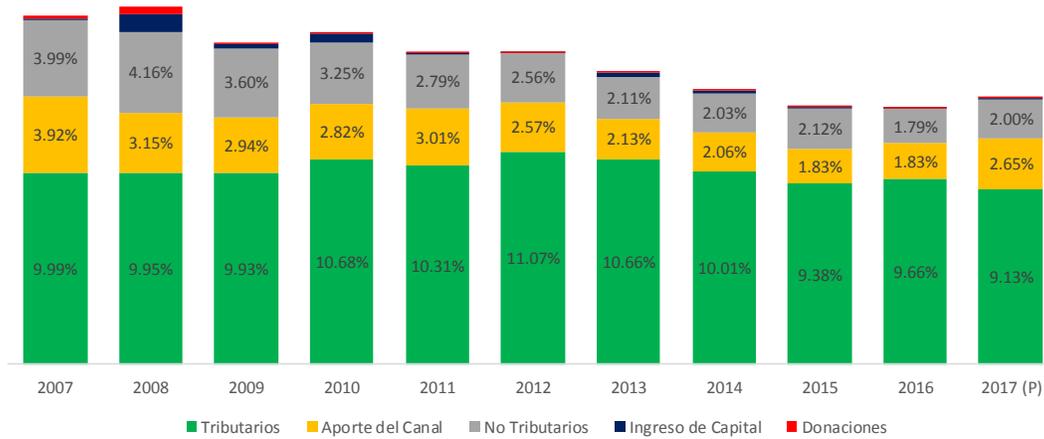
Lo anterior se debe a una estrategia desarrollada por el Ministerio de Economía y Finanzas enfocada en el fortalecimiento del control fiscal de la Dirección General de Ingresos (DGI) a través de una fuerte inversión en sistemas de información, tecnología y capital humano, así como la celebración de convenios dirigidos a modernizar los procesos tributarios e incrementar los medios de acceso de los contribuyentes a la plataforma tecnológica de la DGI.

Todas estas medidas permitieron que a partir del año 2015 se supere la barrera de los US\$5,000 millones en ingresos tributarios, registrando para el año 2016 la mayor recaudación tributaria efectiva, alcanzando un 2.5% por encima de la meta prevista en el Presupuesto General del Estado. Para el año 2017, la recaudación en concepto de ingresos tributarios ha mantenido una tendencia creciente a una tasa marginal decreciente alcanzando los US\$5,687 millones.

A pesar de la desaceleración de la economía mundial, si analizamos el comportamiento de los ingresos no tributarios de Panamá en la última década podemos observar que los mismos han pasado de US\$1,658 millones en 2007 a US\$2,900 millones para el 2017, lo que representa un incremento de 1.7 veces. Si desagregamos estas cuentas, se observa que a partir del año 2014 los ingresos no tributarios, excluyendo al Canal de Panamá, han superado de forma sostenida la barrera de los US\$1,000 millones gracias a una mayor renta de los activos y las utilidades recibidas por la participación en empresas estatales.

Para el año 2017 sobresalen los aportes del Canal de Panamá por US\$1,652 millones, los ingresos no tributarios registrados por la Lotería Nacional de Beneficencia (US\$109.3 millones), la Autoridad Marítima de Panamá (US\$100.1 millones) y el Banco Nacional de Panamá (US\$85 millones).

Gráfico No. 8 – Ingresos totales del Gobierno Central 2007-2017 (Como % del PIB).



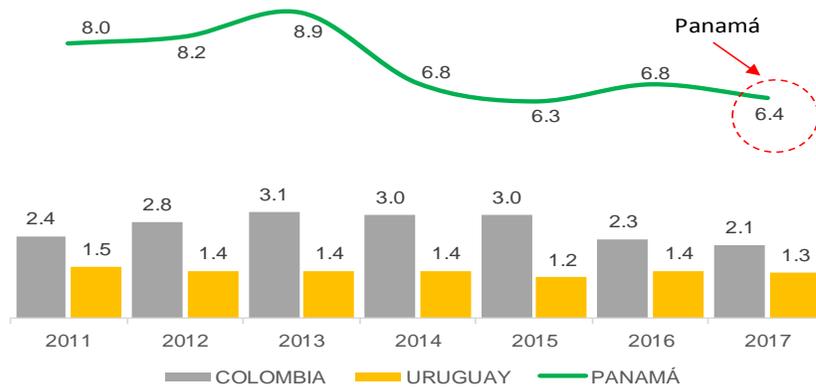
Fuente: Balance Fiscal Preliminar al Cierre 2017 del GC(P), Balances Fiscales 2007-2017, MEF Panamá.

## 2. Gastos

El gasto total de la República de Panamá se ha incrementado a un ritmo promedio de 11% para el periodo de 2007 a 2017. Este nivel de crecimiento ha sido principalmente impulsado por el crecimiento del gasto de capital, en su mayoría, en el rubro de inversión, debido a un fuerte Plan Quinquenal de Inversiones en infraestructura pública que alcanzó en 2017 los US\$3,730 millones lo que equivale a 6.0% del Producto Interno Bruto.

Panamá ha desarrollado proyectos de gran impacto como: la ampliación de la red vial de transporte a nivel nacional, extensión de la línea 1 del metro, ampliación del Aeropuerto Internacional de Tocumen S.A., puerto de cruceros, centro de convenciones, línea de transmisión eléctrica, Instituto Técnico Superior (ITSE), entre otros; con lo cual se ha incrementado de forma significativa la calidad del gasto público con el objetivo de continuar potenciando la competitividad y crecimiento económico del país.

Gráfico No. 9 – Comparación de gastos de capital del Gobierno Central como porcentaje del PIB con pares de equivalente calificación de riesgo 2011-2017.



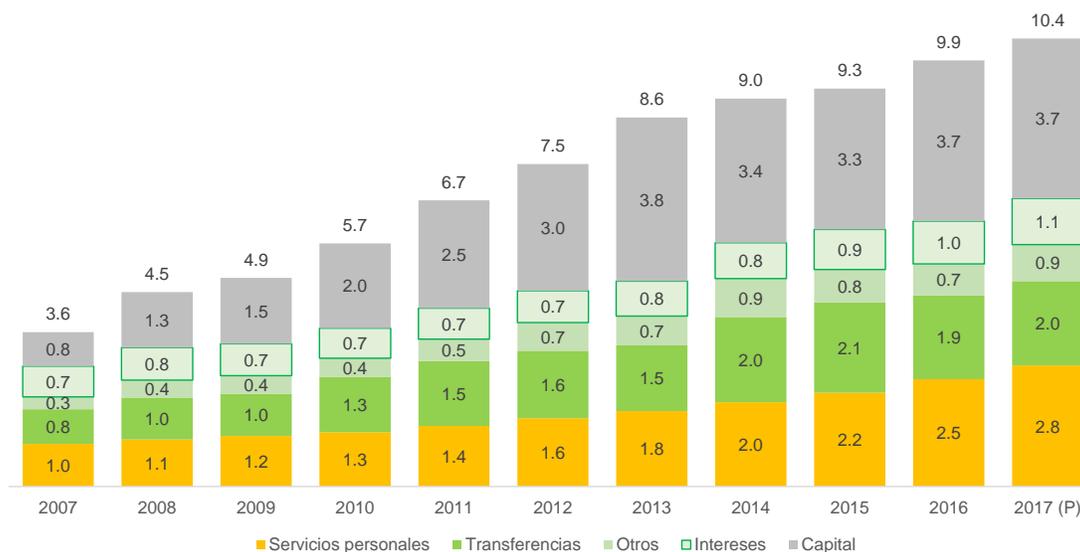
Fuente: Balances Fiscales 2011-2017: Ministerio de Hacienda Colombia, MEF Panamá, MEF Uruguay.

Los gastos corrientes del Gobierno Central también han sufrido un incremento en promedio del 9%, para el periodo 2007-2017, siendo este incremento, en su mayoría, en los rubros de transferencias, servicios personales, bienes y servicio.

Las transferencias y los servicios personales han crecido a un ritmo promedio de 9% y 11% respectivamente, este último explicado por los incrementos de salarios a profesionales de los sectores de seguridad, salud y educación en virtud de las leyes especiales existentes.

Por último, las bajas tasas de interés registradas por la FED durante el año 2017, sumado al grado de inversión otorgado por las entidades calificadoras mundiales a Panamá como consecuencia de la disciplina fiscal y proyección de sus variables macroeconómicas, han ocasionado los bajos niveles a los cuales se han emitido los nuevos instrumentos globales y que por tanto, los intereses de la deuda pública únicamente han crecido a un ritmo promedio de 4% para el periodo en estudio, siendo éste el rubro con menor crecimiento.

Gráfico No. 10 – Evolución del Gasto del Gobierno Central 2007-2017 (billones de US\$).

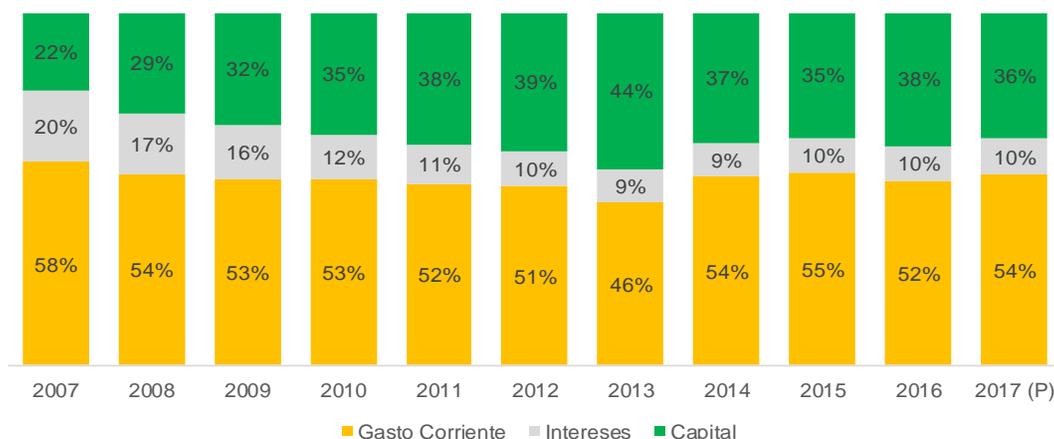


Fuente: Balance Fiscal Preliminar al Cierre 2017 del GC(P), Balances Fiscales 2005-2017, MEF Panamá.

Referente a la composición del gasto de Gobierno Central se observa que durante el periodo 2014-2017 se registra un gasto de capital promedio de 36%, lo cual es muy superior al 22% registrado en el año 2007 y cónsono con la estrategia del Gobierno Nacional de expansión del gasto de inversión en infraestructura pública.

Importante destacar que si bien a partir del año 2014 el gasto corriente ha girado en torno al 54% del gasto total del Gobierno Central, se observa que el mismo se ha mantenido estable si se compara con el periodo 2007-2013, lo cual resulta saludable si tomamos en consideración los niveles de inversión realizada en infraestructura pública de índole social tales como hospitales, viviendas, escuelas, centros deportivos, entre otros; las cuales una vez realizadas, demandan la asignación de presupuesto del Estado para la contratación de personal especializado y la asignación de recursos destinados a la operatividad.

Gráfico No. 11 – Composición del Gasto del Gobierno Central 2007-2017.



Fuente: Balance Fiscal Preliminar al Cierre 2017 del GC(P), Balances Fiscales 2007-2017, MEF Panamá.

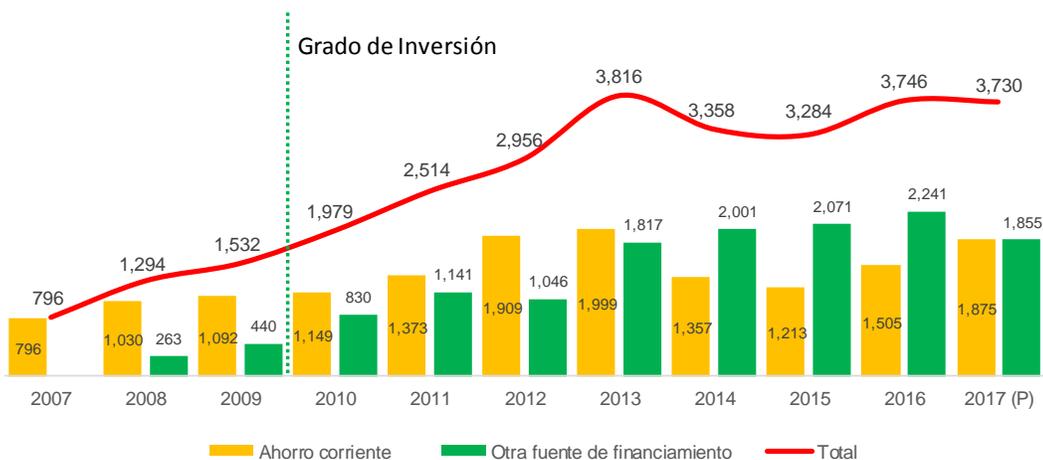
### Ahorro Corriente

El término balanza fiscal es un instrumento de información que calcula territorialmente los ingresos y los gastos del sector público. Según la Ley 51 de 2018 que modifica la Ley 34 de 2008, el Balance Fiscal del SPNF se define como “el resultado del Déficit (-) / Superávit (+) del flujo del SPNF que representa el saldo obtenido durante un período fiscal de las entradas por concepto de ingresos corrientes (tributarios, no tributarios y otros, incluyendo los aportes de la Autoridad del Canal de Panamá), donaciones, ingresos de capital y los préstamos netos (recuperación de préstamos menos préstamos concedidos por las entidades que no son captadoras de depósitos y que se dedican a efectuar préstamos con fines de política económica), menos las salidas en concepto de gastos corrientes y de capital devengados excluyendo la amortización de préstamos.”

Igualmente, según la Ley 51 de 2018, se establece que el ahorro corriente es la diferencia entre los ingresos corriente y los gastos corrientes. Por lo que para un mayor ahorro corriente se debe elevar los ingresos corrientes de forma gradual o controlar los gastos corrientes.

Si bien en el año 2013 se registra el mayor ahorro corriente alcanzado por Panamá de US\$1,999 millones, también se observa como el mismo disminuyó para los años 2014 y 2015 hasta los US\$1,285 millones en promedio; sin embargo, a partir de 2016 el ahorro corriente está creciendo a una tasa marginal creciente alcanzando en 2017 los US\$1,875 millones, hecho que resulta relevante si tomamos en consideración el gasto de inversión registrado en dicho periodo.

Gráfico No. 12 – Composición del gasto de capital del Gobierno Central 2007-2017 según su fuente de financiamiento (US\$ millones).



Fuente: Balance Fiscal Preliminar al Cierre 2017 del GC(P), Balances Fiscales 2005-2017, MEF Panamá.

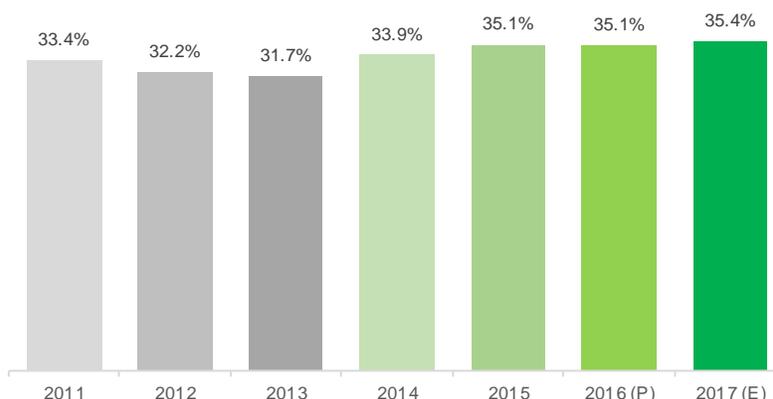
A partir del 2013, los niveles de inversión pública lograron superar los US\$3,000 millones anuales de forma sostenida, los cuales han sido cubiertos parcialmente con el incremento en los niveles de ahorro.

A pesar que la deuda pública destinada a inversiones productivas acelera el desarrollo económico y social mediante un crecimiento más rápido, resulta interesante observar como en 2007 se cubrieron las necesidades de inversión con ahorro corriente en vez de endeudamiento, lo cual denota que a través de una política macro fiscal responsable podemos aspirar en el mediano plazo a cubrir las necesidades de inversión del Gobierno Central con ahorro corriente, hecho que se registró por última vez en el año en mención.

## II. COMPOSICIÓN Y EVALUACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

Desde la creación de la Ley No. 34 del 5 de junio de 2008 que trata la Responsabilidad Social Fiscal, la deuda pública de la República de Panamá es controlada por exigentes lineamientos garantizando una administración equilibrada en cuanto al endeudamiento neto autorizado como proporción al PIB. La Ley 38 de 2012 estableció como meta que el ratio de deuda neta/PIB no puede superar niveles por encima del 40%.

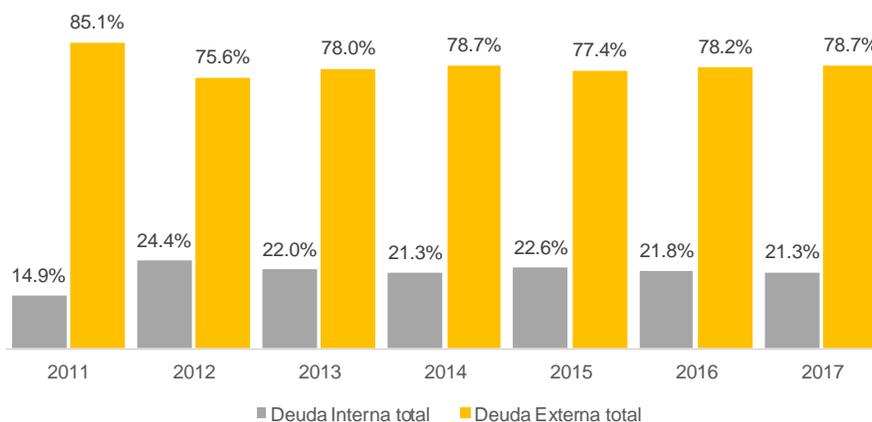
Gráfico No. 13– Evolución del ratio deuda neta/PIB 2011-2017.



Fuente: Dirección de Financiamiento Público, MEF Panamá.

La República ha optado por disminuir su deuda externa y aumentar la deuda interna como mecanismo de mitigación a fin de reducir la exposición ante la volatilidad de los mercados internacionales, aprovechando el fuerte crecimiento económico del país, permeando en la creciente cultura de inversión en instrumentos financieros por parte de sus habitantes. Al cierre de 2017, la deuda externa se constituyó en 78.7% del total de la deuda pública, en tanto que el restante 21.3% fue contrado como deuda interna.

Gráfico No. 14 – Evolución deuda pública interna y externa 2011-2017 como porcentaje del total.



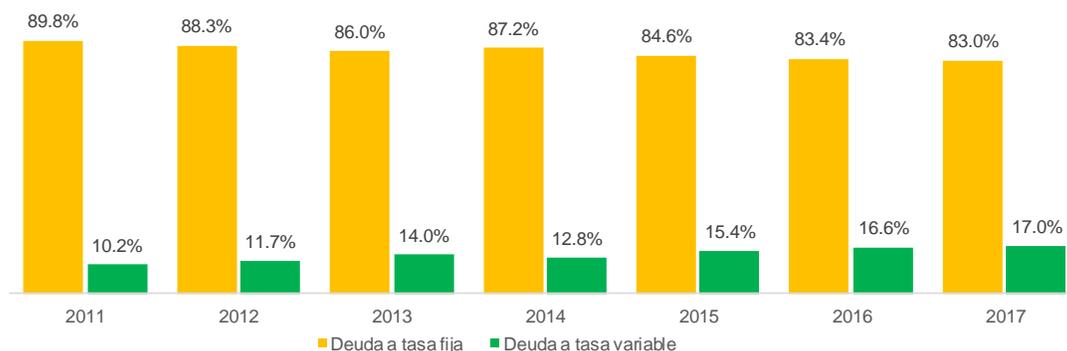
Fuente: Dirección de Financiamiento Público, MEF Panamá.

Luego que la República recibió grado de inversión en el 2009 por parte de la calificadora de riesgo Fitch Ratings y seguidamente por S&P y Moody's en el año 2010, ha permitido tener acceso a los mercados de capitales a costos competitivos, debido a una mayor confianza por parte de los inversionistas, incidiendo positivamente en el Costo Ponderado de la Deuda (CPP) de 6.58% en el año 2009 a 4.80% para el cierre del 2017.

La evolución de la deuda por tipo de tasa ha pasado por diversos cambios desde el año 2011, en donde la deuda a tasa variable pasó de 10.2% en el año 2011 a 17.0% en 2017, influenciada principalmente por las condiciones de mercado y la tendencia a la baja que mantenía la tasa Libor utilizada como referencia para los empréstitos contratados con las Multilaterales.

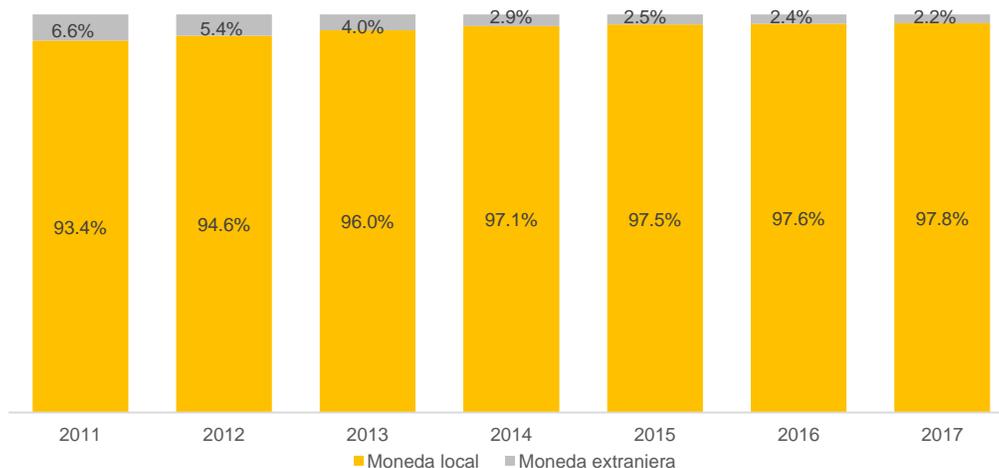
Es importante destacar que el 97.8% del portafolio de deuda ha sido contratado en dólares americanos, moneda de curso legal en Panamá, aunado al hecho que desde el punto de vista comercial, los ingresos recibidos, en su gran mayoría, se mantienen en dicha moneda.

Gráfico No. 15 – Evolución deuda pública a tasa fija y tasa variable 2011-2017 (sin swaps).



Fuente: Dirección de Financiamiento Público, MEF Panamá.

Gráfico No. 16 – Evolución deuda en moneda local y extranjera 2011-2017.

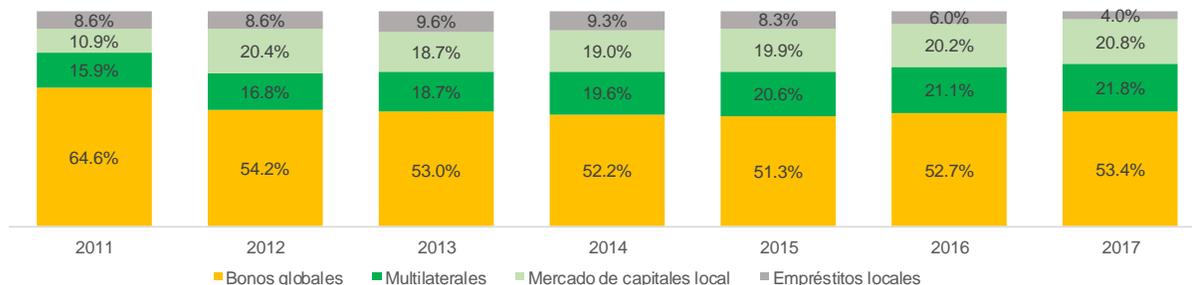


Fuente: Dirección de Financiamiento Público, MEF Panamá.

En lo que concierne a la composición de la deuda por instrumentos, los Bonos Globales siguen representando la mayor proporción sobre el portafolio total por encima del 50% para el año 2017, los empréstitos contratados con Organismos Multilaterales aumentaron del 15.9% en el año 2011 al 21.8% en 2017; el financiamiento por medio del mercado de

capitales locales aumentó de 10.9% en 2011 a 20.8% en 2017 y la deuda por empréstitos locales disminuyó de ser 8.6% en 2011 a 4.0% en 2017.

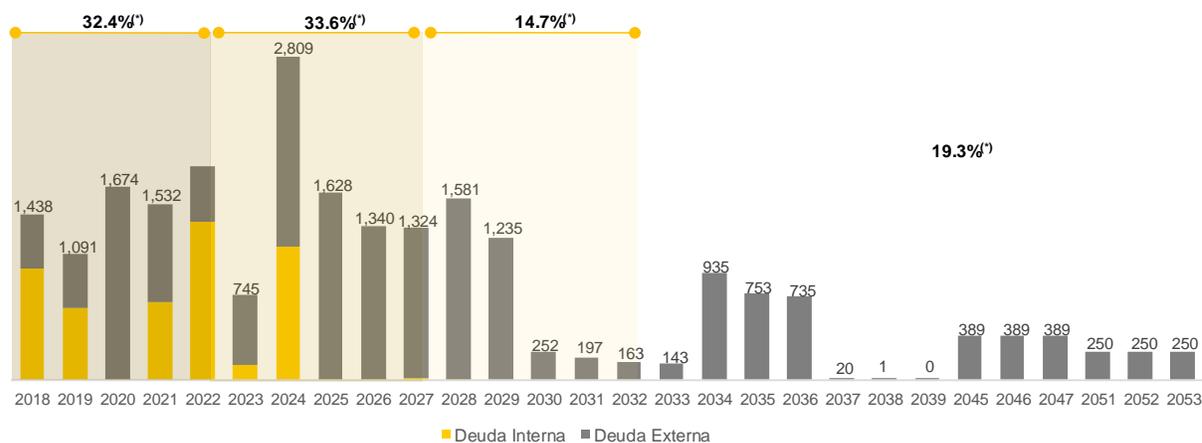
Gráfico No. 17 – Composición de la deuda por instrumentos 2011-2017.



Fuente: Dirección de Financiamiento Público, MEF Panamá.

El perfil de amortización de la deuda pública de la República, posee una concentración de 32.4% de vencimientos para los próximos 5 años, de los cuales destacan los vencimientos del Bono Global 2020 por US\$1,154.5 millones, el Bono Samurái por US\$493.3 millones, y el vencimiento de las Notas y Bonos del Tesoro por US\$3,306.5 millones.

Gráfico No. 18 – Perfil de amortización de la deuda al 31 de diciembre de 2017.



(\*)% de Vencimiento Acumulados por Períodos de 5 años hasta el año 2032.

Fuente: Dirección de Financiamiento Público, MEF Panamá.

Históricamente, el portafolio de la deuda pública de la República de Panamá, ha mantenido un perfil de vencimiento alargado esto se debe al repago de los Bonos Globales y de los instrumentos emitidos localmente. Esta estructura tiene un plazo promedio de vencimiento

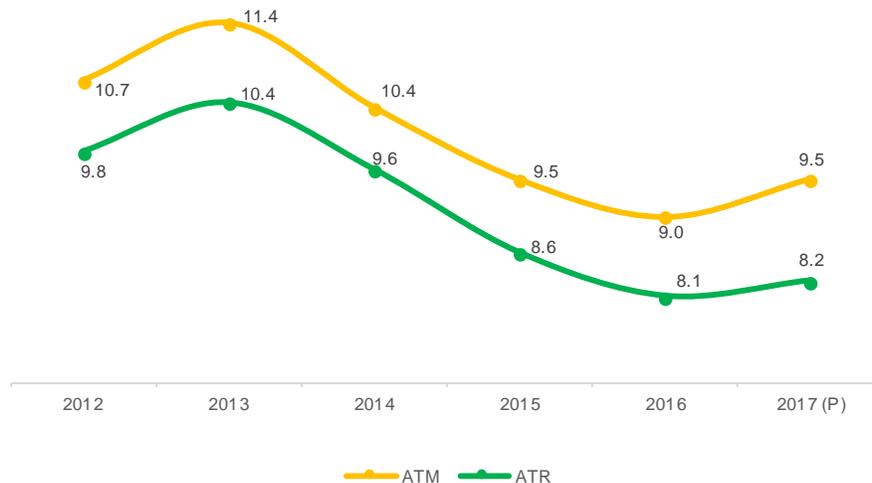
(ATM)<sup>1</sup> que ha disminuido en 1.2 años, en el período comprendido entre los años 2012 al 2017, de 10.7 a 9.5, respectivamente.

A pesar que el perfil de amortizaciones es favorable, resulta medular destacar la relevancia que tiene la ejecución de operaciones de manejo de pasivos para evitar la concentración de pagos en años específicos y mitigar el riesgo de refinanciamiento.

Importante resaltar que la exposición al riesgo de tasa de interés medida por el tiempo promedio de re-fijación de tasas (ATR)<sup>2</sup>, se sitúa en 8.2 años para el 2017, representando una disminución de 1.6 años en el período 2012-2017.

La evolución positiva de este indicador, junto con el ATM, son el resultado de la estrategia continua en miras de reducir los riesgos en el portafolio de deuda pública.

Gráfico No. 19 – Riesgo de financiamiento 2012-2017.



Fuente: Dirección de Financiamiento Público, MEF Panamá.

En conclusión, la exposición del portafolio de deuda a los riesgos de tipo cambiario, de refinanciamiento y de tasa de interés es limitada.

Lo anterior obedece a lo siguiente: la participación mayoritaria del dólar; la estructura alargada y balanceada del perfil de vencimientos; las operaciones de cobertura ejecutadas a aquellas contrataciones de empréstitos pactados a tasa de interés variable, específicamente Libor 6 meses y Libor 3 meses, incremento en el financiamiento neto con instrumentos de deuda pública emitidos a corto plazo (Letras del Tesoro); y la negociación

<sup>1</sup> Riesgo de refinanciamiento o renovación que nos da información sobre el plazo promedio ponderado (en años) para que la República de Panamá reembolse a sus acreedores los pagos de principal en términos nominales de los empréstitos e instrumentos financieros recibidos de la cartera de deuda.

<sup>2</sup> 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.

de empréstito con bancos oficiales a términos y condiciones financieras favorables y asociadas al riesgo de la República de Panamá.

### III. ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA

#### Estrategia de Deuda

La estrategia de deuda para el periodo 2014-2018 determina la contratación de futuros empréstitos e instrumentos de deuda para financiar las necesidades de la República de Panamá. Este documento plasma 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.

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
<b>Financiamiento doméstico vs. externo</b>	
% de deuda interna	18% - 30%
<b>Riesgo de refinanciamiento</b>	
% deuda que vence al año siguiente	< 10%
ATM de la deuda doméstica	> 4 años
ATM de la deuda total	> 8 años
<b>Riesgo de mercado</b>	
% 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, incluyendo 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

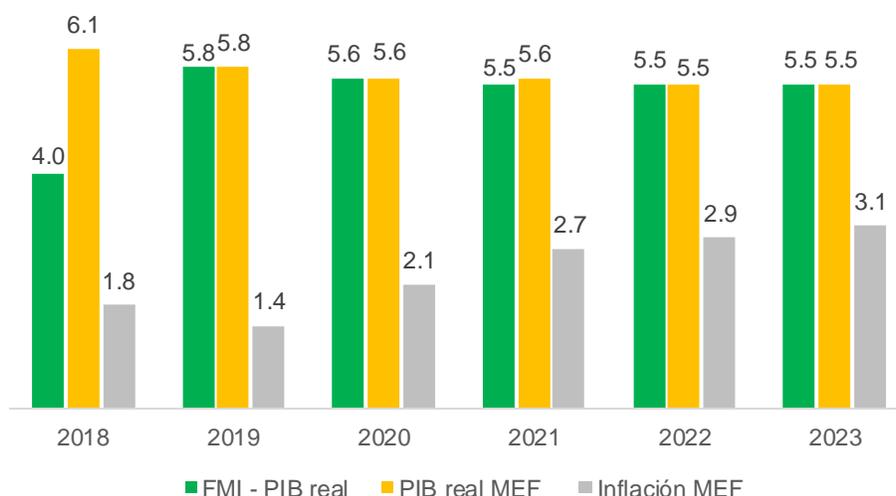
El Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) es una herramienta institucional que tiene como finalidad extender el horizonte de planeación de la política fiscal más allá del ciclo presupuestario anual, permitiendo a los gobiernos comprometerse con metas fiscales que superan el corto plazo. Además, presenta un conjunto de proyecciones y metas integrales que cubren aspectos macroeconómicos y fiscales.

El Marco de Análisis de Sostenibilidad de la Deuda Pública propuesto por el FMI y el BM es la principal herramienta analítica empleada en la región hasta el momento para proveer esta necesaria visión de mediano plazo.

La política fiscal de mediano plazo 2019-2023 se enmarca en 2 propósitos fundamentales: el de garantizar que la deuda pública sea estable y por el otro lado, generar espacio fiscal suficiente para atender los requerimientos del Plan Estratégico de Gobierno (PEG) 2014 - 2019, mediante la aplicación de una disciplina fiscal y la asignación eficiente de los recursos públicos que se enmarca dentro de la Ley de 34 de 2008 sobre la LRSF y sus modificaciones.

La deuda Neta del SPNF como porcentaje del PIB, es una de las variables fundamentales para el análisis del MFMP 2019-2023. En este informe se puede observar que esta variable proyectada disminuirá 1.2%, si comparamos el 2019 vs 2023, los cuales corresponden a 36.0% y 34.8%, respectivamente.

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



Fuente: Estimación del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) años 2018-2022 y MFMP años 2019-2023, MEF Panamá vs Informe publicado en el mes de marzo de 2017 y estimación 2023 de sitio web, FMI. Estimaciones del MEF corresponden al PIB Potencial.

En este sentido, la Dirección de Financiamiento Público (DFP) fundamentó el modelo de sostenibilidad de la deuda en las proyecciones publicadas por la Dirección de Políticas Públicas (DPP) del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) mediante el MFMP 2019-2023.

Estas proyecciones de crecimiento se asemejan a las realizadas por el FMI para Panamá, las cuales plasman un crecimiento del PIB real para los años en mención de 5.6% en promedio, mientras que las publicadas por el MEF en el MFMP promedian 5.7%.

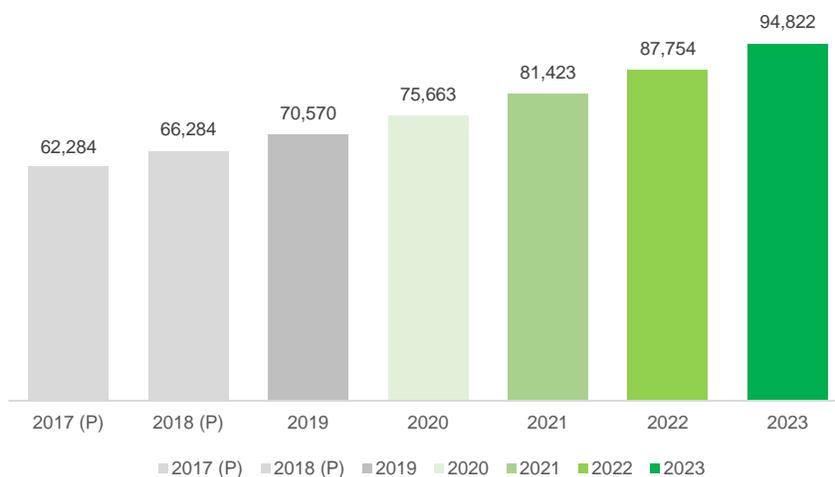
Este crecimiento del PIB real es el insumo para el cálculo del PIB nominal, componente principal para evaluar la evolución del ratio deuda/PIB.

En cuanto al gasto total del SPNF como porcentaje del PIB para los años proyectados, posiblemente disminuirá 0.8%, pasando de 21.2% en el año 2019 a 20.4% en el año 2023. Este resultado requiere de un control estricto durante los años en estudio en materia de servicios personales, transferencias, bienes y servicios.

Los ingresos totales del SPNF como porcentaje del PIB para el periodo 2019-2023 en promedio se proyectan en un 19.0% el cual incorpora los aportes proyectados que recibirá el Tesoro Nacional de la Autoridad del Canal de Panamá (ACP) por un monto promedio estimado de US\$1,857.0 millones anuales.

Y por último la inflación para los años en mención presenta una tendencia a la alza pasando de 1.4% en el año 2019 a 3.1% en el año 2023 incrementándose 1.7% durante este periodo.

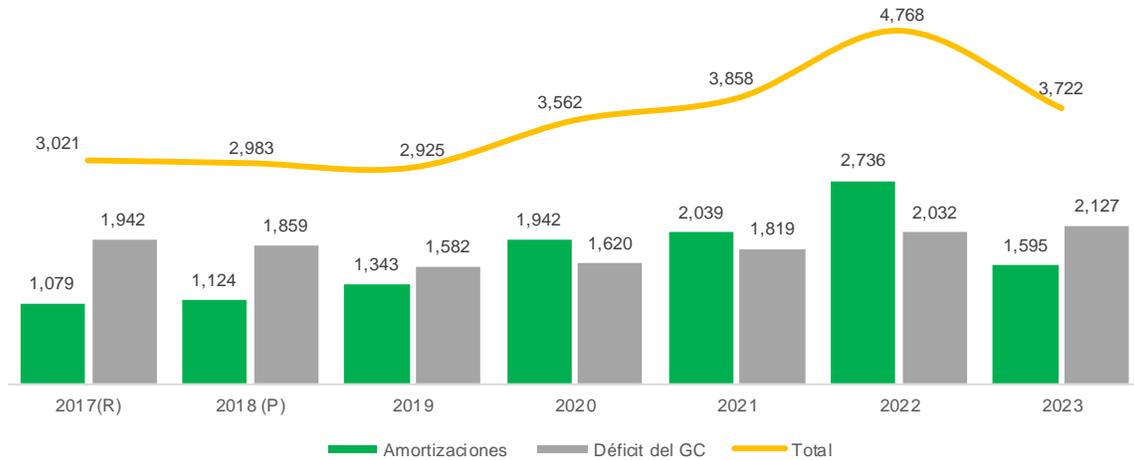
Gráfico No. 21 – Proyección del PIB nominal (US\$ millones).



Fuente: PIB del año 2017 y 2018 estimado según publicación de la Contraloría General de la República y Estimación del Marco Fiscal de Mediano Plazo años 2019- 2023, MEF Panamá.

El crecimiento del PIB nominal en el período que abarca desde el año 2017 al año 2023 se estima pase de US\$62,284 (cifra dada por el Instituto Nacional de Estadística y Censo de la Contraloría de la República) a US\$94,822 incrementándose en US\$32,538.

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

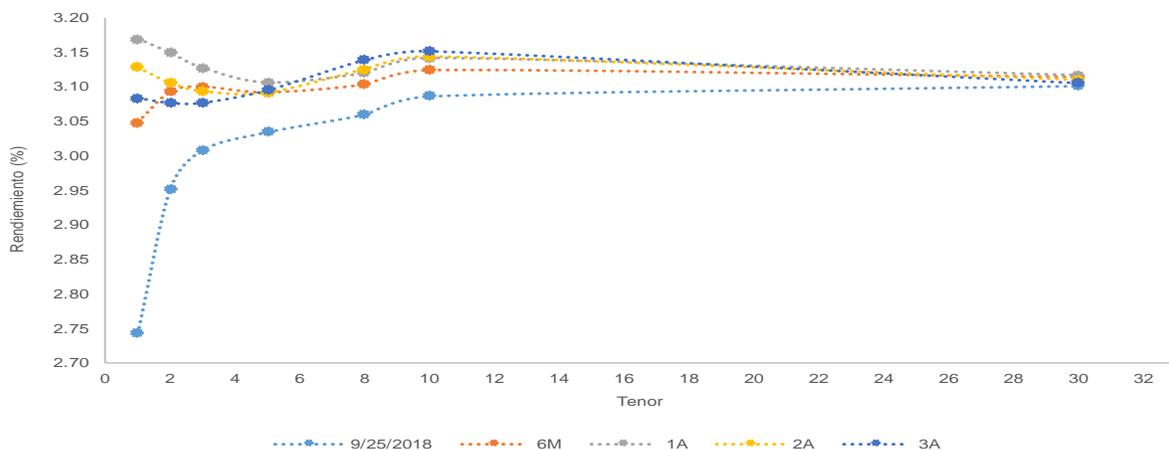


Fuente: (P) Balance Fiscal Preliminar al Cierre 2017 del GC, 2018 Presupuesto, Dirección de Financiamiento Público, MEF Panamá.

El resultado del análisis prevé necesidades brutas durante el periodo de estudio de hasta US\$23.5 billones de dólares, con un promedio anual de US\$3.9 billones.

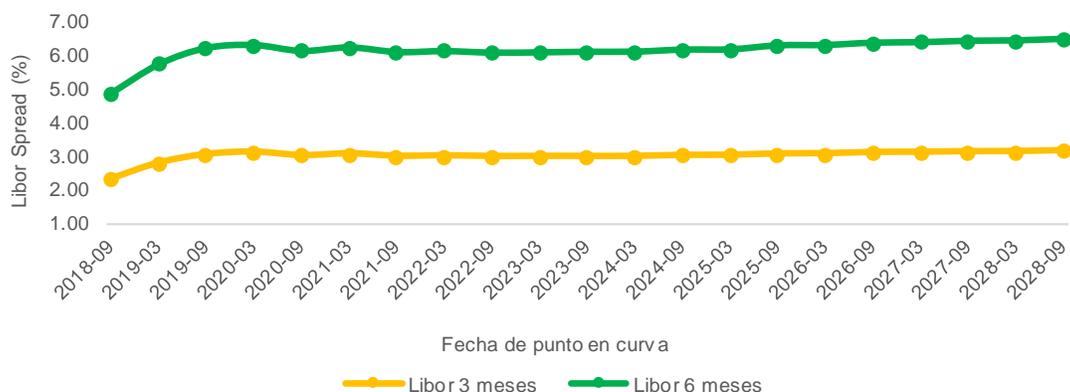
El último factor clave que supone el modelo para la realización del análisis es la curva de tasas de interés, específicamente las tasas de referencia. Para cada tipo de tasa se usa su curva de futuros con la idea de obtener una proyección del costo futuro de la nueva deuda a contratarse por la República.

Gráfico No. 23 – Curva spot al 25 de septiembre de 2018 de los instrumentos del tesoro de EEUU y curvas futuras.



Fuente: Bloomberg.

Gráfico No. 24 – Proyecciones semestrales de Libor 3 meses y 6 meses al 20 de septiembre de 2018.

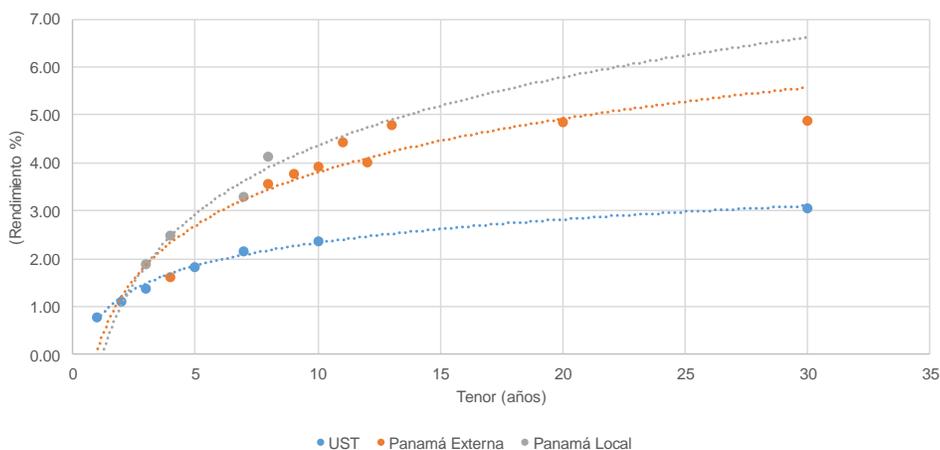


Fuente: Bloomberg.

Por último, una vez incluidas las tasas bases y los escenarios macroeconómicos, se manejan 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 América al 1 de octubre de 2018.



Fuente: Bloomberg.

Cuadro No. 2 – Rendimientos y spreads externos de la República de Panamá (datos a Octubre).

Instrumento	Rendimiento	G-Spread	I-Spread	Z-Spread
PANAMA 5.2 01/30/2020	3.12	41.68	45.69	24.21
PANAMA 4 09/22/2024	3.74	73.38	74.54	65.21
PANAMA 3.75 03/16/2025	3.86	82.68	89.93	76.57
PANAMA 7.125 01/29/2026	4.09	103.11	104.44	98.68
PANAMA 8.875 09/30/2027	4.18	110.32	110.91	105.85
PANAMA 3.875 03/17/2028	4.00	92.03	92.00	87.05
PANAMA 9.375 04/01/2029	4.38	129.70	129.38	124.21
PANAMA 6.7 01/26/2036	4.54	141.73	140.69	136.36
PANAMA 4.3 04/29/2053	4.55	133.14	131.22	141.02

Fuente: Bloomberg.

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 al menos que se indique)

	Actual			Proyecciones						A diciembre 31, 2017		
	2007-2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Spreads Soberanos		
Deuda pública nominal bruta	39.2	37.3	37.5	38.8	37.3	36.9	36.5	36.2	35.8	EMBIG (bp) 119		
Necesidades de financiamiento brutas	5.1	6.8	5.9	4.2	3.7	4.3	4.3	5.2	3.9	5Y CDS (bp) 67		
Crecimiento PIB (Porcentaje)	10.3	6.7	5.4	4.5	5.9	5.7	5.6	5.5	5.5	Cal. Riesgo	Externa	Local
Inflación (Deflactor del PIB)	3.5	0.4	2.0	-3.3	4.6	1.4	1.9	2.1	2.4	Moody's	Baa2	Baa2
Crecimiento PIB nominal (Porcentaje)	13.8	7.1	7.5	2.3	10.8	7.2	7.6	7.8	8.1	S&Ps	BBB	BBB
Tasa real de interés (Porcentaje)	6.3	5.0	5.0	5.0	5.1	5.2	5.2	5.3	5.2	Fitch	BBB	BBB

Como resultados del Escenario Base podemos apreciar en el Cuadro No.3 como la consolidación fiscal, plasmada en la LRSF 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 de un 5.9% observado al cierre del 2017 a 3.9% del PIB para el año 2023, mostrando una disminución de 2.0%. Igualmente, el indicador deuda bruta/PIB muestra un descenso para el año 2023 ubicándose en 35.8% e impulsado por el sostenido

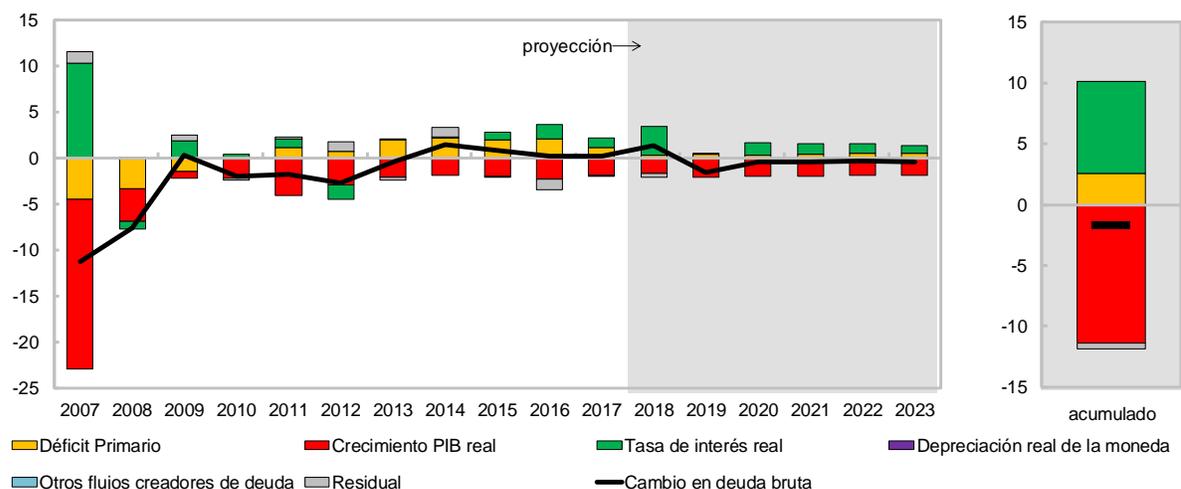
crecimiento que se espere tenga la República de Panamá en los años venideros y una disminución en las necesidades brutas de financiamiento.

La tasa de interés real, que mide el costo relativo en función a los intereses pagados de la deuda contraída por la República, presenta un promedio de 5.2% durante el periodo 2018-2023, un descenso promedio de 0.2% respecto a los periodos históricos que promediaron 5.4%, principalmente debido a los bajos niveles de exposición del portafolio a los movimientos de los tipos de cambio y tasa de interés.

### Dinámica de la Deuda

El segundo componente resultante del escenario base, son los flujos creadores de deuda interpretados 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 que se presenta a continuación refleja 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: MEF, utilizando el modelo de Sostenibilidad de Deuda para países con Acceso al Mercado del FMI.

De los flujos creadores de deuda el que más impacto positivo tiene sobre la deuda es el crecimiento real del PIB. Esto se debe a que Panamá está en fase de expansión constante, lo que es crucial para una economía, ya que un aumento del PIB refleja un aumento de la actividad económica, lo que permite una disminución del ratio porcentual deuda/PIB.

Históricamente el país ha mantenido un crecimiento real del PIB por lo que siempre y cuando el país siga manteniendo un ritmo de crecimiento saludable y sostenible, este impacto positivo se verá reflejado en los indicadores de medición.

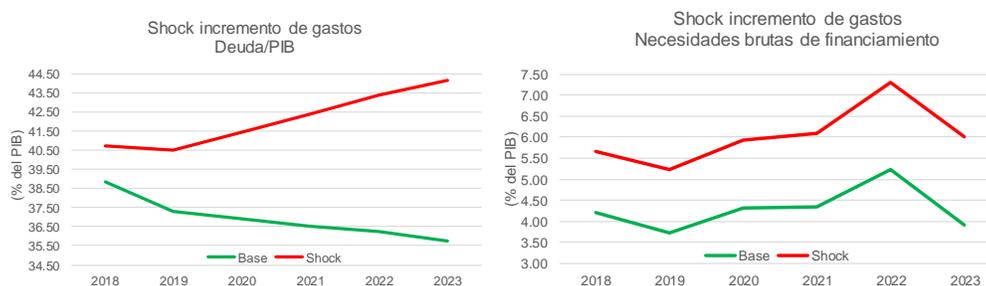
Por otro lado, la tasa de interés real es el flujo creador de deuda que más impactaría negativamente los niveles de deuda. Esto se debe a los continuos aumentos de tasas que ocasionarían un eminente aumento en los costos de financiamiento.

## 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**.

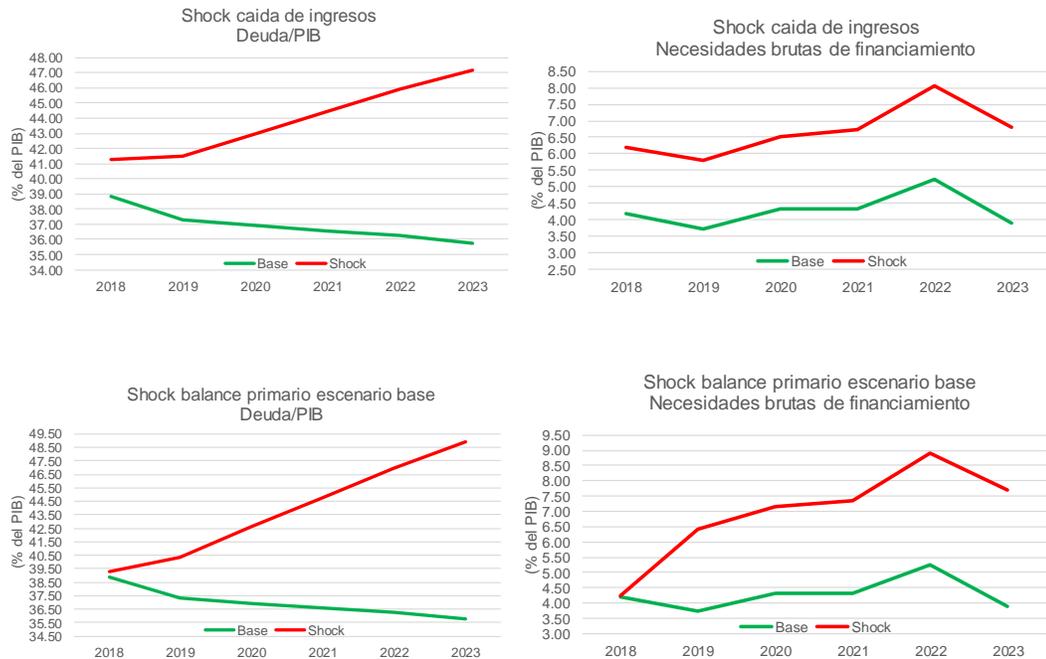
1. **Impactos al balance primario<sup>3</sup>** (expresado como porcentaje del PIB): Para este rubro de la sensibilidad se realizaron tres posibles escenarios: en donde primero se consideró un incremento en los gastos totales exceptuando los intereses con respecto al PIB a razón de una desviación estándar de las observaciones del periodo de 2007-2017 (1.4%); posteriormente, se modeló una caída de los ingresos con respecto al PIB en función a una desviación estándar observada para el mismo periodo (1.9%); 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 2.6%. Asimismo, por cada 1% de deterioración del PIB, se le asignó al modelo un incremento en el costo de la deuda de 25 puntos base<sup>4</sup>.

Gráfico No. 27 – Escenarios de shock al balance primario



<sup>3</sup> Balance primario es resultado entre los ingresos totales del Gobierno Central menos los gastos totales excluyendo intereses.

<sup>4</sup> Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries, page 22, FMI, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>



Fuente: MEF, utilizando el modelo de Sostenibilidad de Deuda para países con Acceso al Mercado del FMI.

De los tres escenarios de impactos al balance primario, en función a los indicadores deuda/PIB y necesidades brutas de financiamiento, un **shock al balance primario “Escenario Base”**, es el escenario con mayor subida del indicador deuda/PIB, llegando al 48.93% en el año 2023, incidiendo fuertemente en las necesidades brutas de financiamiento superando así el 8% para el año 2022 y ubicándose en 7.71% para el año 2023.

- Impacto en el PIB:** 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 2.7% y la correlación correspondiente para la inflación. Por último, y al igual que en la sensibilidad anterior, se establece un incremento en el costo de la deuda de 25 puntos base por cada cien puntos base de caída en el crecimiento.

Gráfico No. 28 – Escenario de shock al crecimiento del PIB



Fuente: MEF, utilizando el modelo de Sostenibilidad de Deuda para países con Acceso al Mercado del FMI.

El shock al crecimiento del PIB, aumentaría la relación deuda/PIB a 50.63% para el año 2023. De igual forma, para el año 2022 se registraría el mayor incrementando en las necesidades brutas de financiamiento hasta un 8.46% como proporción del PIB.

3. **Impacto en la tasa de interés real:** Este último escenario mide el efecto directo en las necesidades de financiamiento al incrementarse el costo de la deuda en un nivel establecido de 200 puntos base.

Gráfico No. 29 – Escenario de shock de tasa de interés real.



Fuente: MEF, utilizando el modelo de Sostenibilidad de Deuda para países con Acceso al Mercado del FMI.

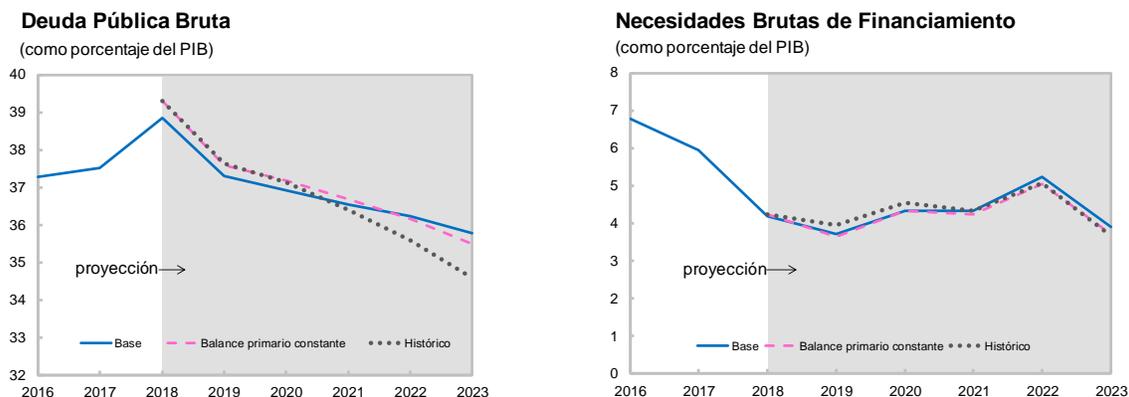
El **shock en la tasa de interés real** o costo de financiamiento es el único escenario que mantiene una tendencia similar al escenario base, observándose en el mediano plazo que se retoma la tendencia a la baja de ambos indicadores. Esto se debe principalmente que para el cierre del año 2017 el 82.98% de la cartera de deuda del SPNF es deuda a tasa fija, mitigando el impacto del alza de interés sobre el portafolio de deuda de la República.

### Escenarios alternativos

De acuerdo al comportamiento histórico del balance primario para el periodo 2008-2017<sup>5</sup>, se obtuvo un déficit promedio de 0.6% del PIB; dato que se utilizó como referencia para modelar, a partir del año 2019, uno de los escenarios alternativos. Se modeló el balance primario a partir del 2019 asumiendo que se mantendría el comportamiento esperado del año 2018 respecto al balance primario; obteniéndose los siguientes resultados:

<sup>5</sup> 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.

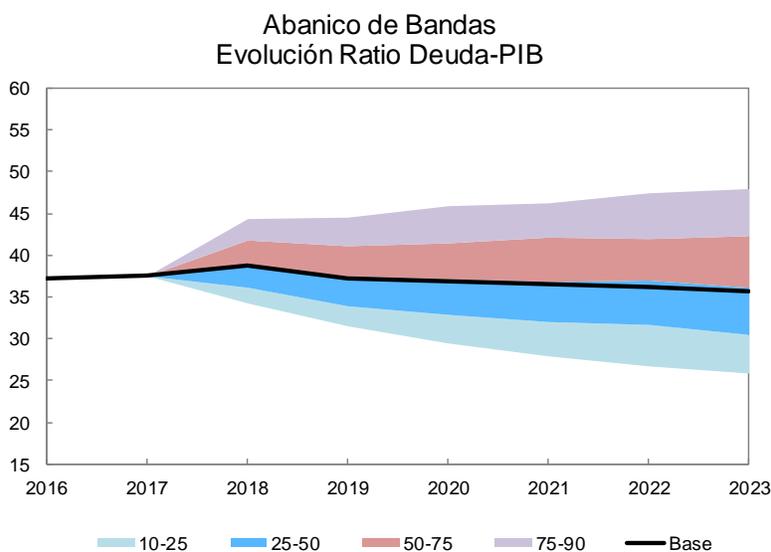
Gráfico No. 30 – Deuda Pública Bruta y Necesidades Brutas de financiamiento como porcentaje del PIB.



Fuente: MEF, utilizando el modelo de Sostenibilidad de Deuda para países con Acceso al Mercado del FMI.

El indicador deuda/PIB del balance primario constante se mantiene por debajo del 40% con una tendencia a la baja similar a la del escenario base y escenario histórico, pasando del 39.3% en el 2018 al 35.5% para el 2023, una disminución del 3.8% principalmente debido al crecimiento constante del PIB para los años proyectados, mientras que las necesidades brutas de financiamiento suben hasta el 5.0% en el año 2022 para luego bajar al 3.7% en el 2023, manteniendo un comportamiento muy afín al escenario base y al escenario histórico.

Gráfico No. 31 – Abanico de bandas sobre el curso del indicador deuda bruta entre PIB Panamá.



Fuente: MEF, utilizando el modelo de Sostenibilidad de Deuda para países con Acceso al Mercado del FMI.

En el mapa de calor se aprecian los resultados de la simulación al aplicar el método de concatenación de la covarianza, varianza y desviaciones estándar de las observaciones y realizar los shocks sobre los distintos escenarios de sensibilidad, obteniendo en la banda inferior rangos entre 30% hasta 10%, y en la banda superior rangos entre 56% hasta 72%. Mientras que los resultados medios (percentil 50) ubican el ratio deuda/PIB en un rango de disminución desde el 39% hasta el 36%.

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

Percentil	2018	2019	2020	2021	2022	2023
0.00	0.30	0.23	0.20	0.16	0.15	0.10
0.05	0.33	0.30	0.27	0.26	0.25	0.23
0.10	0.34	0.31	0.29	0.28	0.27	0.26
0.25	0.36	0.34	0.33	0.32	0.32	0.30
0.50	0.39	0.38	0.37	0.37	0.37	0.36
0.75	0.42	0.41	0.42	0.42	0.42	0.42
0.90	0.44	0.45	0.46	0.46	0.47	0.48
0.95	0.46	0.47	0.48	0.49	0.51	0.51
1.00	0.56	0.57	0.62	0.65	0.64	0.72

Fuente: MEF, utilizando el modelo de Sostenibilidad de Deuda para países con Acceso al Mercado del FMI.

### Riesgos implícitos de la deuda panameña

El análisis de los distintos riesgos para el portafolio de deuda de Panamá, destaca la elevada concentración de títulos por parte de inversores no residentes, principalmente por que la cartera de Bonos Globales al cierre de 2017 representa el 53.39% del portafolio de deuda del SPNF; y Panamá como emisor de deuda pierde la facultad de negociar directamente con su tenedor en un ámbito neutral como la economía local. Conforme al análisis, esto podría conllevar a mayores rendimientos exigidos y/o disminuir la capacidad de refinanciamiento.

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

Niveles de deuda	Sensibilidad al crecimiento de PIB	Sensibilidad al balance primario	Sensibilidad a la tasa de interés	Sensibilidad a tasa de cambio	Pasivos contingentes
Necesidades de financiamiento	Sensibilidad al crecimiento de PIB	Sensibilidad al balance primario	Sensibilidad a la tasa de interés	Sensibilidad a tasa de cambio	Pasivos contingentes
Perfil de deuda	Percepción de mercado	Requerimiento de financiamiento externo	Cambio en deuda a corto plazo	Deuda en mano de no residentes	Deuda en moneda extranjera

Nota: Tasas de cambio no fueron contempladas dada que el dólar es la moneda de curso legal y pasivos contingentes no fue considerado para este modelo.

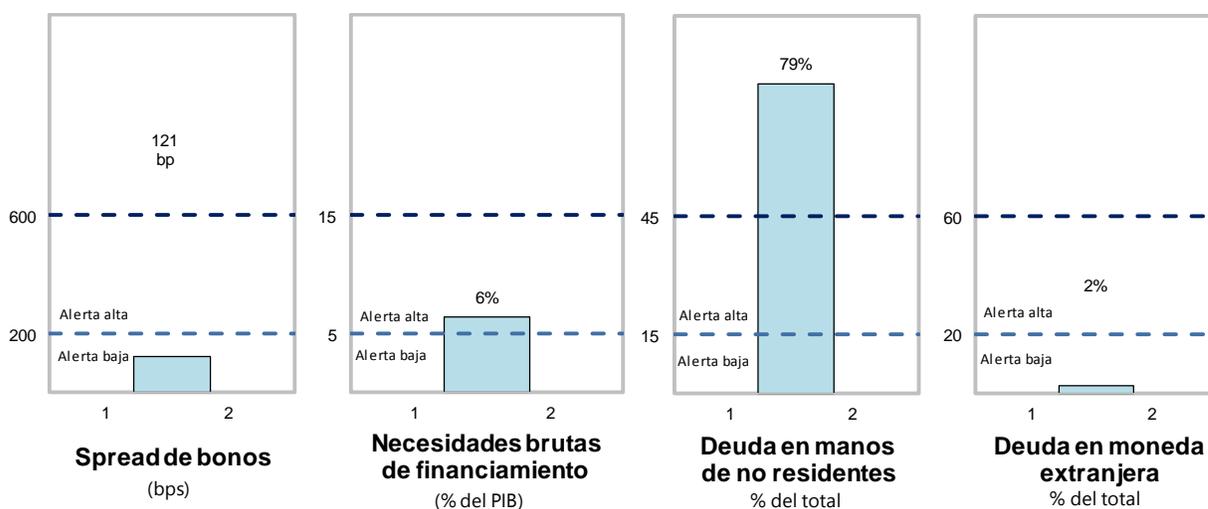
Fuente: MEF, utilizando el modelo de Sostenibilidad de Deuda para países con Acceso al Mercado del FMI.

Para cuantificar estas vulnerabilidades vis-a-vis el resto de nuestros pares, el FMI utiliza un mecanismo de alerta temprana en el cual se miden los niveles adecuados para establecer 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 FMI 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. 32 – Medidor de vulnerabilidades del perfil de la deuda al cierre de diciembre de 2017.



Fuente: MEF, utilizando el modelo de Sostenibilidad de Deuda para países con Acceso al Mercado del FMI.

#### IV. REFLEXIONES GENERALES

Tras haber realizado los análisis de sensibilidad sobre la deuda, podemos concluir que la deuda panameña es estable y lo seguirá siendo, siempre y cuando el país mantenga un crecimiento económico a niveles sostenibles y se conserve la relación deuda neta/ PIB dentro de los límites permitidos por la LRSF, conservando la coherencia de la gestión prudente del financiamiento y política económica.

Los principales indicadores de riesgo de la deuda pública se mantienen dentro de los parámetros establecidos en los objetivos estratégicos de gestión de la deuda pública. Este hecho refuerza la coherencia de la gestión prudente del endeudamiento y política económica que ha puesto en práctica la presente administración, basada en la ejecución de importantes proyectos de interés social y de infraestructura, que coadyuvan a la mejora de la competitividad y de las condiciones sociales de la población, sin erosionar las finanzas públicas.

Finalmente, podemos concluir que Panamá se encuentra en un ciclo económico expansivo debido a que cuenta con una economía diversificada y robusta, la cual la protege de los diversos choques exógenos, manteniendo al país con un perfil atractivo para los inversionistas.