

Cabe señalar, que ésta es la segunda transacción de esta magnitud que el gobierno realiza en el presente año. La primera se efectuó en febrero e involucró el intercambio y/o recompra total o parcial del Bono Global 2012 y de los Bonos Brady por bonos con vencimiento en los años 2016, 2033 y 2037. Ambas operaciones han permitido suavizar el perfil de amortizaciones en los próximos años, lo que se evidencia en la extensión de la vida media de la deuda pública en 3,5 años.

76. La deuda neta, indicador de la posición de pasivos netos y de la solvencia del sector público, utilizado a nivel internacional, se redujo de 24,1 por ciento en diciembre de 2006 a 18,8 por ciento en junio de 2007. Esta disminución obedece principalmente al incremento de los activos, el cual se atribuye al superávit económico alcanzado durante el primer semestre. Para los próximos años se espera que los activos líquidos del sector público continúen creciendo a un ritmo superior al de la deuda, lo que será posible gracias al dinamismo que muestran las proyecciones de la actividad económica y sus efectos en las cuentas fiscales. Lo anterior nos permitirá reducir la deuda pública total como porcentaje del PBI de 32,7 en 2006 a 24,0 por ciento hacia 2009 y de la deuda pública neta de 24,1 en 2006 a 13,9 por ciento en 2009.

RECUADRO 7
RIESGOS MACROECONÓMICOS Y POLÍTICA FISCAL: 2007-2009

El escenario macroeconómico central de este Reporte de Inflación para el periodo 2007-2009 contempla una tasa promedio de crecimiento de 6,7 por ciento así como el mantenimiento de niveles altos de precios de los principales minerales de exportación y un acceso fluido al mercado de capitales. A este entorno macroeconómico favorable, la proyección incorpora una política fiscal prudente, que se traduce en superávits fiscales que permiten una reducción sostenida en el ratio de deuda pública a PBI desde 32,7 por ciento del PBI en 2006 a 24,0 por ciento del PBI en 2009.

En este contexto es conveniente analizar la robustez de los resultados fiscales frente a escenarios macroeconómicos adversos. Esta evaluación de riesgos debe contemplar la incertidumbre que subyace a las variables que afectan la dinámica de la deuda pública (como el crecimiento del PBI, términos de intercambio, tasas de interés, etc). Así, eventos no esperados que incrementen el servicio o el saldo de la deuda del gobierno constituyen escenarios de riesgo, que implicarían la necesidad de ajustes en los ingresos o gastos fiscales. En este sentido, una estructura de deuda muy sensible a los riesgos de mercado podría potencialmente comprometer la sostenibilidad de la política fiscal.

De este modo, si la posición deudora del fisco es riesgosa (por ejemplo, porque es muy vulnerable a cambios en las tasas de interés o tipos de cambio, o tiene un elevado componente de deuda concentrada en un plazo muy corto), aumenta la probabilidad de déficit fiscales superiores a los proyectados por la autoridad fiscal y la probabilidad que el fisco tenga dificultades para cubrir sus requerimientos de financiamiento.

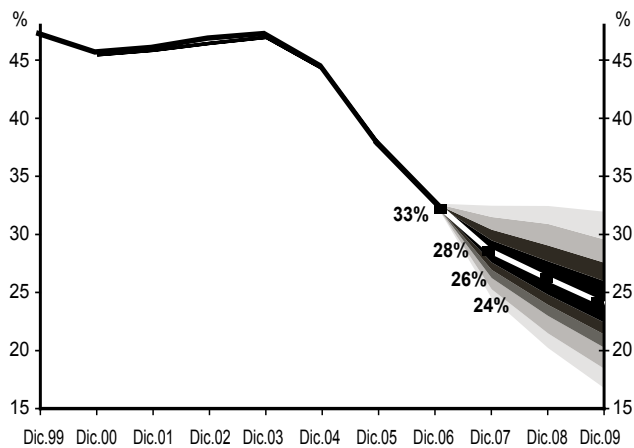
Durante los últimos 15 años se han tomado medidas para reducir la tasa de crecimiento de la deuda pública y su exposición a los riesgos de mercado. Entre las principales medidas destacan:

- * Control del déficit fiscal.
 - * Operaciones de canje de deuda en el marco del Plan Brady y emisiones de Bonos Globales a tasa fija en los mercados internacionales de deuda.
 - * Creación de un mercado de deuda doméstica, lo que ha permitido emitir deuda en soles, reduciéndose la exposición al riesgo cambiario.
 - * Operaciones para ampliar el plazo medio de duración de la deuda; reduciéndose así el riesgo de refinanciamiento, mediante operaciones de intercambio y recompra de deuda (Bonos Brady y Club de París) que estabilicen el perfil de pagos que enfrenta el gobierno.
 - * Swaps de monedas y tasas para futuros vencimientos de deuda.
-

Si bien las operaciones de administración de deuda han tenido efectos favorables en reducir la exposición a los riesgos financieros, debe señalarse que éstas dependen fuertemente del entorno macroeconómico (particularmente del crecimiento económico y la posición de la política fiscal). Así entre 2001 y 2006 el saldo de la deuda como porcentaje del PBI disminuyó 13,2 puntos porcentuales, lo que se explica básicamente por un mayor crecimiento económico y un mayor superávit primario.

Dada la incertidumbre sobre la evolución futura del entorno macroeconómico, es necesario evaluar el impacto potencial de distintos escenarios sobre la evolución proyectada del saldo de la deuda pública. Para ello se construye una distribución de probabilidad para cada periodo dentro del horizonte de proyección. Los principales resultados de esta simulación son que el promedio de estas distribuciones sigue una tendencia decreciente y que hacia 2009, el 90 por ciento de la masa de distribución simulada representaría ratios de deuda pública sobre PBI que se ubican entre 17 y 32 por ciento.

PROYECCIÓN DEL SALDO DE LA DEUDA PÚBLICA
(Porcentaje del PBI)



De otro lado la simulación permite evaluar cómo cambia la probabilidad que el ratio de deuda pública sea mayor a su nivel de 2006 (32,7 por ciento), con la posición de la política fiscal. En esta simulación se puede observar que esta probabilidad se incrementa en la medida que el superávit primario disminuye. Por ejemplo, si se fija un superávit primario promedio de 2,8 por ciento del PBI (similar al del escenario central de este Reporte de Inflación), esta probabilidad se ubica entre 3 y 5 por ciento, alcanzando su nivel más bajo en 2009, mientras que si se fija un superávit primario menor, por ejemplo 1,6 por ciento del PBI, esta probabilidad se incrementa, ubicándose entre 14 y 20 por ciento. Esto implica que, dada la volatilidad del entorno macroeconómico en que opera el fisco, niveles bajos del superávit primario configuran escenarios muy riesgosos para garantizar la sostenibilidad de la política fiscal. Entonces, para minimizar el riesgo de aumentos en la razón deuda a PBI es necesario mantener una política fiscal que genere superávits fiscales y aproveche la actual coyuntura favorable para reducir sustancialmente la deuda pública y/o fortalecer el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF).

Debe recordarse que las distribuciones simuladas para el ratio de deuda sobre PBI, reflejan la volatilidad de la economía de los últimos diez años, en los que en la mayor parte del periodo no se han registrado episodios de deterioro abrupto de las variables financieras que determinan la dinámica de la deuda pública. Por ello, sería también prudente aprovechar el contexto financiero internacional favorable, para continuar con las operaciones de administración de deuda que reduzcan la exposición del fisco al riesgo cambiario (convertir deuda en moneda extranjera a moneda local), al riesgo de tasa de interés (reemplazar deuda a tasa variable por deuda a tasa fija) y al riesgo de refinanciamiento (alargar el periodo de vencimiento promedio para suavizar el perfil de pagos por amortizaciones, y reestructurar la deuda pública de forma que el perfil de pagos sea más estable).