

Situación Panamá

Cuarto trimestre 2011
Análisis Económico

- **Crecimiento del PIB acelera a 9,1% en 2011** y se moderará a 6,7% en 2012 debido a la situación externa y al menor impulso de factores locales.
- **La inflación alcanzaría tasas del 5,6% y 5,0% en 2011 y 2012** presionada por aumentos en los precios importados y excesos de capacidad.
- **Creciente gasto público se sustenta en fuerte incremento en las inversiones** y continuará presionando el déficit fiscal a tasas cercanas al 2,0% del PIB en 2011 y 2012.
- **Posible sobrecalentamiento deja a la economía vulnerable ante un choque externo**, a partir de niveles elevados de inflación y déficit en cuenta corriente.

Índice

1. Desaceleración mundial y riesgos muy sesgados a la baja.....	3
2. Panamá mantiene fuerte dinamismo.....	5
3. Impulso al crecimiento de largo plazo.....	7
4. Retos para manejar fuerte crecimiento.....	9
5. Vulnerabilidad ante un choque externo.....	11
6. Tablas.....	12

Fecha de cierre: 30 de noviembre de 2011

1. Desaceleración mundial y riesgos muy sesgados a la baja

La economía mundial se desacelera y las perspectivas dependen en gran medida de que se resuelva la crisis de la deuda europea. Los riesgos están fuertemente sesgados a la baja

Las perspectivas de la economía mundial han empeorado en los últimos meses, principalmente a causa de cuatro factores que aún ejercen su influencia. En primer lugar, el crecimiento económico ha sido menor de lo esperado, principalmente, pero no solo en las economías desarrolladas (los datos de EE. UU. para la primera mitad del año ya habían sido decepcionantes, lo que provocó que algunos analistas anticipasen una nueva recesión). Pese a que el crecimiento estadounidense aumentó en el tercer trimestre, la actividad económica en Europa, que había aguantado muy bien en los tres primeros meses de año, sigue ahora un claro ritmo de desaceleración. En segundo lugar, la crisis de deuda soberana en Europa se ha intensificado y se ha vuelto más sistémica. Aunque las decisiones adoptadas en la cumbre de octubre van en la buena dirección, todavía quedan elementos clave sin resolver, particularmente en lo concerniente a la potencia real de los mecanismos para garantizar la liquidez soberana (un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, o FEEF, apalancado), la reestructuración de la deuda griega en manos de inversores privados, y una clara «hoja de ruta» para mejorar la gobernanza europea y avanzar hacia la unión fiscal. En tercer lugar, se ha intensificado la retroalimentación entre los temores soberanos y la salud del sistema financiero europeo, y en Europa las tensiones alcanzan niveles en muchos aspectos superiores a los alcanzados tras la caída de Lehman Brothers en octubre de 2008 (Gráfico 1), lo que aumenta el riesgo de un impacto negativo en la actividad económica y alimenta aún más el círculo vicioso real-financiero. Por último, el aumento mundial de la aversión al riesgo ha disparado la volatilidad en los mercados financieros, contagiando a la mayoría de activos de riesgo e incluso a las economías emergentes por primera vez desde 2009.

En este contexto, rebajamos nuestras previsiones de crecimiento mundial para 2011 y 2012 en 0,3 pp con respecto a nuestro último Situación Global, principalmente por el recorte de las expectativas de crecimiento de las economías avanzadas (EE.UU. y Europa, compensadas en parte por Japón), aunque el crecimiento de los mercados emergentes también será algo menor de lo anticipado. Por tanto, la economía mundial crecerá un 3,9% en 2011 y un 4,1% en 2012, apoyada por un crecimiento sólido en los países emergentes frente a un crecimiento discreto en las economías avanzadas (Gráfico 2).

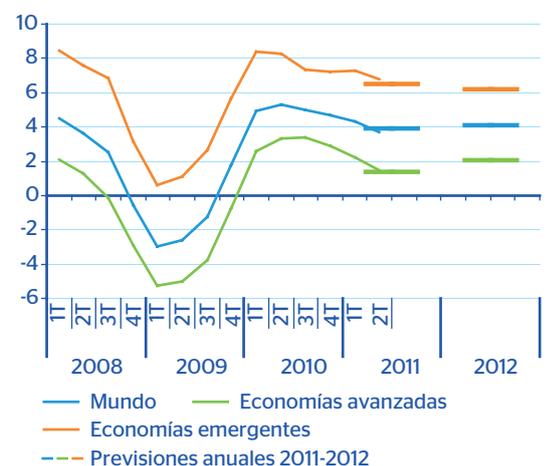
Estas tasas de crecimiento siguen siendo robustas, pero los riesgos están fuertemente sesgados a la baja y a corto plazo dependerán de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa. En particular, se hace necesaria una rápida reducción del estrés financiero en Europa para suavizar el impacto negativo en el crecimiento europeo y el contagio a otras regiones.

Gráfico 1
Índice de tensiones financieras BBVA



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Crecimiento del PIB (% interanual)



Fuente: BBVA Research y FMI

Las cumbres europeas de octubre han avanzado en la buena dirección, pero aún quedan elementos clave sin resolver, lo que no contribuye a la reducción del estrés financiero en Europa

En nuestra opinión, las cumbres europeas de octubre debían resolver cinco puntos clave: (i) atajar definitivamente la sostenibilidad de la deuda griega; (ii) crear cortafuegos para la deuda soberana en la UEM; (iii) presionar para que se lleven a cabo más reformas en los países periféricos; (iv) fortalecer el sector bancario; y (v) mejorar la gobernanza de la zona euro. Aunque algunos de los detalles más técnicos siguen en el aire, en las últimas cumbres se han adoptado medidas importantes en la buena dirección, aunque no se resolviesen definitivamente la mayoría de los puntos clave. En primer lugar, se le ha pedido a los tenedores privados de bonos griegos que acepten una quita voluntaria del 50% (mucho más de lo acordado en julio) aunque aún hay dudas sobre la participación en esta operación, e incluso si la participación fuese total, sobre la solvencia de Grecia, muy condicionada a las reformas que debe adoptar el país. En segundo lugar, el FEEF se apalancará como mecanismo asegurador y será complementado por inversores externos (que posiblemente incluyan al FMI, si bien la cumbre del G20 no fue concluyente a este respecto), aunque no es probable que los detalles del funcionamiento del FEEF se finalicen antes de diciembre. Por lo tanto, tendrán que pasar muchas semanas para que podamos determinar su efectividad de cara a los inversores privados, por lo que el BCE tendrá que seguir actuando como «comprador de última instancia» de deuda soberana, pese a las reticencias de los países de Europa central. En tercer lugar, se agradece la mayor presencia de reformas económicas en la agenda de algunos países (sobre todo, de Italia, donde serán supervisadas por el FMI), así como el hecho de que la ayuda del FEEF responderá a la solicitud de los países y será condicional, lo que aumenta las probabilidades de implementación de las reformas económicas. Al mismo tiempo, la recapitalización del sector bancario se está llevando a cabo de forma ineficiente, compensando las moderadas pruebas de resistencia de los balances bancarios, que aplican precios de mercado para las carteras soberanas pero no para los denominados «activos tóxicos», con un aumento sustancial de los requisitos de capital (9% de capital core Tier1). Esto podría provocar un brusco desapalancamiento de los bancos europeos que afectaría negativamente al crédito sin sanear los balances de los bancos de la zona euro. Además, aún no se ha establecido un mecanismo para la provisión de liquidez a largo plazo, pese a que resulta extremadamente importante para que los bancos se puedan financiar. Por último, se ha avanzado en la gobernanza europea pero no existe una hoja de ruta clara hacia la unión fiscal o la emisión de eurobonos, que en nuestra opinión constituye un elemento clave para la credibilidad a largo plazo de la UEM.

Como hemos mencionado en otras ocasiones, las soluciones parciales simplemente ayudarán a prevenir una escalada de las tensiones financieras, pero estas seguirán elevadas, lo que aumenta los riesgos bajistas para la actividad económica en la zona del euro. Los acuerdos siguen sin aclarar si existe la estructura necesaria para prevenir contagios y un posible acontecimiento sistémico derivado de la reestructuración de la deuda griega: un FEEF suficiente que cuente con el BCE como comprador de último recurso y bancos saneados y recapitalizados con acceso a financiación. Sin estas medidas, los mercados seguirán contando con una mayor fatiga ante las reformas en Grecia y ante nuevos rescates en los países centrales de Europa, lo que aumenta la probabilidad de un escenario de riesgo con contracción del crédito y recesión en Europa que tendría consecuencias en todo el mundo.

Pese a un mayor crecimiento en el tercer trimestre, continúan la debilidad estructural de EE. UU. y el bloqueo político

El aspecto positivo es que parece que el crecimiento estadounidense se ha acelerado en el tercer trimestre, al menos según las estimaciones preliminares. Aunque este dato no debería llevar a la euforia (el crecimiento en los dos primeros trimestres fue muy bajo y la brecha de producción sigue siendo muy grande) parece haber aplacado el nerviosismo del mercado sobre la posibilidad de una nueva recesión. No obstante, se mantiene la debilidad estructural de la economía estadounidense ya que el nivel de confianza de consumidores y empresas sigue bajo y el mercado inmobiliario podría sufrir más ajustes, lo que se traduce en una menor resistencia ante un posible shock procedente de Europa. Además, el bloqueo político podría impedir que se alcance un «gran acuerdo» para (i) prevenir una contracción fiscal no deseada a corto plazo y (ii) promover reformas para una consolidación fiscal creíble a largo plazo.

Las economías emergentes continúan hacia un aterrizaje suave pero se enfrentan a mayores dificultades externas

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza, apoyadas por la resistencia de la demanda interna. Los precios de las materias primas en Latinoamérica y el crecimiento de las exportaciones asiáticas siguen altos, pese a las fuertes correcciones, lo que también apoya las sólidas perspectivas de crecimiento, encaminado hacia un aterrizaje suave que sería bien recibido en algunos países. Para ambas regiones, las turbulencias en Europa y EE.UU. se traducen en fuertes dificultades en los mercados financieros, reflejadas en el aumento de la volatilidad del mercado, la depreciación de los tipos de cambio y una reducción de las entradas de flujos de capital. Sin embargo, muchos países aún cuentan con un considerable colchón (finanzas públicas más sólidas y mejor gestión macroeconómica que en el pasado) y se encuentran en una buena situación para introducir políticas de estímulo que contrarresten una demanda externa debilitada. En general, un entorno exterior más negativo ha cambiado el foco en los países emergentes del sobrecalentamiento a los riesgos bajistas y, cada vez más, a la posible necesidad de políticas de apoyo.

2. Panamá mantiene fuerte dinamismo

Panamá continúa creciendo con fuerza, pero los riesgos de sobrecalentamiento aumentan la vulnerabilidad de la economía ante un choque externo

Después de haber registrado un crecimiento de 7,6% en 2010, la economía ha mantenido un fuerte impulso en 2011. En el segundo trimestre de 2011 se registró un crecimiento del PIB de 11,4% a/a (Gráfico 3), más rápido de lo previsto y por encima del registrado en el trimestre anterior (9,3% a/a). Aún así, esperamos una moderación en el segundo semestre, sustentada en un menor impulso de las obras públicas y una desaceleración de las actividades orientadas al comercio exterior, especialmente en el cuarto trimestre, cuando se materialicen con más fuerza los efectos del menor crecimiento en los países desarrollados, especialmente Europa y Estados Unidos, y en algunas economías emergentes. Pese a ello, estimamos un crecimiento anual en 2011 de 9,1% y de 6,7% en 2012, si bien con importantes riesgos a la baja el año entrante dependiendo de la evolución del entorno internacional.

El fuerte impulso económico se está traduciendo en indicadores positivos de actividad, entre los cuales se destaca una reducción importante en la tasa de desempleo, la cual cayó 2 puntos porcentuales, a 4,5%, en el último año ubicándose en tasas cercanas a la neutral. Ello ha influido en el importante aumento en los ingresos de hogares y empresas y del gobierno. Al mismo tiempo, la inflación ha aumentado a 6,1%, muy por encima de la tasa histórica promedio de la economía (2,0%), impulsada por presiones de costos y factores de demanda. Esta mayor inflación estaría contribuyendo al estancamiento de ciertos sectores transables de la economía cuya competitividad se está viendo afectada.

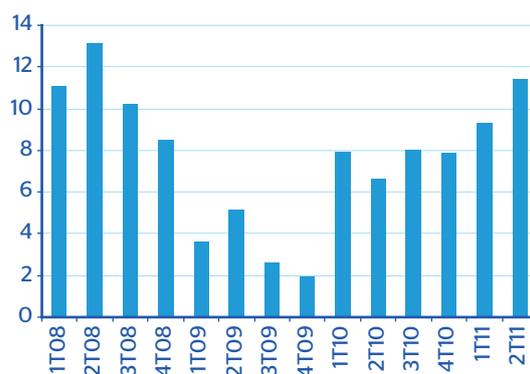
El ambiente de inflación elevada y fuerte crecimiento de la economía coincide también con un importante dinamismo del crédito, que corresponde con un contexto de amplia liquidez en el sistema financiero como consecuencia de la laxitud en las condiciones monetarias externas. En este contexto, las tasas de interés han disminuido a niveles históricamente bajos, estimulando el endeudamiento de hogares y empresas. Lo anterior se refleja en un crecimiento de la cartera de créditos del 15,4% anual, con incrementos significativos en el segmento comercial (25,2% anual), si bien desde una base de comparación baja, y en la cartera de consumo e hipotecaria, aunque a tasas más moderadas (7,0% y 9,0% anual, respectivamente).

La fortaleza de la demanda interna también ha generado un incremento pronunciado en el déficit en cuenta corriente. A estas presiones estaría contribuyendo el impulso del boom de inversiones públicas que, a corto plazo, aumenta los riesgos de recalentamiento, si bien contribuye al mismo tiempo a fortalecer el crecimiento potencial de mediano y largo plazo de la economía.

La demanda interna continua liderando el crecimiento acompañada de una expansión fuerte de las exportaciones de servicios

El crecimiento de 10,3% anual durante el primer semestre de 2011 es el resultado de una combinación de factores, entre los cuales se destaca un fuerte crecimiento en la inversión pública, tanto en la ampliación del Canal de Panamá como en otras obras de infraestructura, que llevó el sector de la construcción a liderar el crecimiento económico con una tasa de expansión del 17,4% anual (Gráfico 4). A ello se suma un desempeño notable del consumo -reflejado en un importante dinamismo del comercio y del sector de hoteles y restaurantes- y un ambiente de recuperación del comercio global, especialmente durante el primer semestre del año, lo que se reflejó en el fuerte dinamismo del transporte de mercancías y de las exportaciones de la Zona Libre de Colón.

Gráfico 3
Producto interno bruto (a/a, %)



Fuente: INEC y BBVA Research

Gráfico 4
PIB por sectores primer semestre de 2011 (a/a, %)



Fuente: INEC y BBVA Research

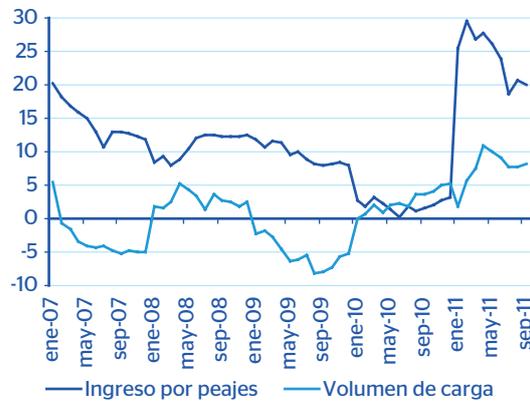
En este contexto, el sector de transporte y telecomunicaciones ha aumentado su importancia en la actividad económica y seguirá constituyendo el principal motor de crecimiento de la economía panameña. El dinamismo reciente de este sector refleja los avances que ha dado en materia de logística, los cuales han permitido impulsar la competitividad y atender la mayor demanda mundial. Buena parte de este auge se focaliza en el Canal de Panamá. En lo corrido de 2011 (a septiembre), el volumen de mercancías por el Canal creció 8,1% y los ingresos un 20,5%, reflejando incrementos en las tarifas de peaje durante el último año. Las obras de ampliación han avanzado en línea con el cronograma establecido, el cual contempla la terminación del proyecto en 2014. Adicionalmente, la Autoridad del Canal (ACP) está adelantando inversiones en adecuación y logística, adicionales a las obras de expansión, que permitirán mejorar la eficiencia y la capacidad del Canal, aumentando su potencial como fuente de crecimiento y competitividad.

Al mismo tiempo, el plan de inversiones en infraestructura planteado por el Gobierno continúa avanzando con la construcción de megaproyectos. Entre los más importantes, se destaca la expansión de la parte norte del aeropuerto de Tocumen, tras lo cual iniciarán las obras de la parte sur. Adicionalmente, en mayo de 2011 se inició la construcción de la primera fase del metro de Ciudad de Panamá, proyecto que entrará a operar en 2014, constituyendo una de las metas más importantes del Gobierno del Presidente Martinelli. En general, se espera que el impulso proveniente de la inversión pública siga apoyando el crecimiento en los próximos trimestres, dadas las obras en marcha y la capacidad de ejecución mostrada por el Gobierno.

Por último, el turismo ha recibido un impulso importante de la mejora en la actividad global, particularmente de los países de América del Norte y Sur América, y de los incentivos para promover la actividad turística en el país, lo cual ha atraído mayor inversión extranjera directa al sector. Ello se ha reflejado en un crecimiento del 12,5% en el número de turistas en lo corrido del año, con un incremento comparable (cercano al 14%) en el gasto de los visitantes extranjeros, evidente en la dinámica de los sectores de comercio, hoteles y restaurantes.

Gráfico 5

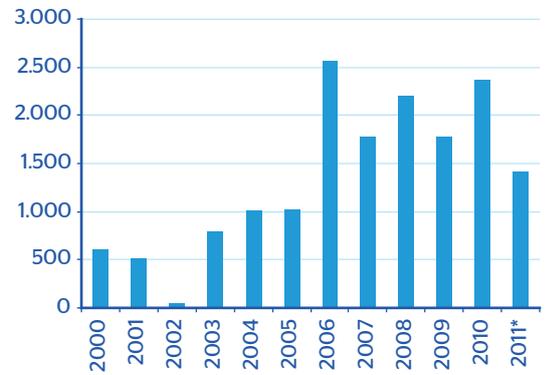
Canal de Panamá: volumen de carga e ingresos por peajes (año corrido, a/a, %)



Fuente: INEC y BBVA Research

Gráfico 6

Flujos de inversión extranjera directa (USD millones)



* acumulado ene-jun. 2011
Fuente: INEC y BBVA Research

En 2012 y 2013 esperamos que la economía desacelere hacia su tasa de crecimiento potencial

La reciente desaceleración de la actividad económica en los países desarrollados y algunos emergentes, y la propia dinámica interna de la economía obligan a ser cautos respecto al crecimiento económico de Panamá en 2012 y 2013. Los motores de la economía, incluyendo la actividad del Canal, la actividad portuaria y el turismo, se verán afectados por la desaceleración en la actividad y en el comercio global. Esto restará al crecimiento en la medida que las exportaciones constituyen el componente más importante del PIB, alcanzando una participación del 76%. Adicionalmente, el proyecto de ampliación del Canal de Panamá y las inversiones en infraestructura por parte del Gobierno continuarán dando soporte al crecimiento, si bien a ritmos un poco menores de los registrados en los años recientes.

Por las razones mencionadas, esperamos que Panamá experimente una desaceleración en 2012 frente al promedio de crecimiento alcanzado en los dos últimos años. En particular, estimamos que el crecimiento se ubicará en 6,7% en 2012 y 6,1% 2013, tasas más sostenibles en el tiempo y cercanas al crecimiento potencial estimado para la economía.

Estas siguen siendo tasas de crecimiento robustas, si bien los riesgos sobre los pronósticos tienen un sesgo a la baja, que dependen de un posible deterioro de la crisis de la deuda soberana y financiera en Europa y el posible contagio a Estados Unidos y a las economías emergentes, con efectos sobre la economía local (ver Sección 4).

3. Impulso al crecimiento de largo plazo

Impacto de las actuales inversiones se reflejará en potencial de crecimiento futuro

Si bien en el corto plazo, es necesario mantener un buen balance de la demanda interna, las autoridades han dado prioridad a la necesidad de reducir los rezagos de infraestructura para expandir el PIB potencial de la economía. En este contexto, Panamá ha entrado en un ciclo de inversiones positivo basado en tres componentes: la expansión del Canal, el fuerte flujo de inversión extranjera y el ambicioso plan de inversión pública, los cuales se traducirán en importantes avances en infraestructura que se trasladarán a mejoras de competitividad. Las agencias calificadoras de riesgo han reconocido este ciclo positivo de inversiones llevando a mejoras en la calificación soberana y en las perspectivas de Panamá, posteriores al grado de inversión obtenido en 2010. En particular, en junio Fitch mejoró la calificación de riesgo de Panamá a BBB (perspectiva estable) desde BBB-, lo cual fue seguido por mejoras en la perspectiva por parte de Standard & Poor's (BBB-, positivo), y Moody's (Baa3, positivo).

Por su parte, el fuerte desempeño de la inversión extranjera directa ha estado asociado a una percepción favorable del clima de inversión en el país y a las perspectivas de fuerte crecimiento de la economía. En 2010 se alcanzó una cifra importante de IED, USD\$2.363 millones (Gráfico 6), cercano al 9% del PIB, lo cual contribuye a la elevada la tasa de inversión total de la economía, que en el mismo año se ubicó en 24,6% del PIB. El dinamismo de la IED es una señal positiva respecto al alcance de la política de promoción de inversiones liderada por el Gobierno, que se ha reflejado en el ingreso de un número importante de nuevas compañías multinacionales en el último año. Al tiempo que se consolidan los flujos de inversión hacia los sectores líderes como la intermediación financiera, transporte y almacenamiento y comercio.

Un tema de discusión a nivel de política económica se relaciona con el potencial del sector minero como impulsor del crecimiento en los próximos años. Pese al optimismo, existe una elevada incertidumbre en torno al real potencial de crecimiento del sector. A esto se suma el hecho de que la apertura de la actividad minera a la explotación extranjera se sigue aplazando debido a la fuerte oposición al proyecto de ley minera que busca dar viabilidad a la misma. De otra parte, las autoridades han sugerido que una vez se adelanten los megaproyectos, la política económica dará un giro hacia la adecuación de la infraestructura para la provisión de servicios básicos como acueducto y alcantarillado en zonas del país donde existen fuertes retrasos, lo cual significaría un importante soporte al crecimiento.

Panamá continúa avanzando en la expansión de mercados: significativa aprobación de acuerdo comercial con Estados Unidos

La firma y aprobación del Tratado de Promoción del Comercio (TPC) con Estados Unidos, país que constituye el principal mercado de exportación de Panamá así como su primer proveedor de bienes importados. Estados Unidos representa una fuente importante de IED, con un promedio de USD423,2 millones de inversiones en Panamá en los últimos cinco años, según cifras de la OCDE. Históricamente Panamá ha mantenido un superávit comercial en la balanza de servicios con Estados Unidos, siendo éste el primer usuario del Canal de Panamá.

Entre los beneficios del tratado para Panamá, se prevé una reducción en el costo de insumos y de bienes de capital para las empresas exportadoras, así como una disminución en los precios al por menor. Asimismo permitirá afianzar las garantías que ofrece el país para mejorar y aumentar la recepción de inversión extranjera directa. Los costos serán asumidos por los sectores productivos o industrias no competitivas, las cuales deberán implementar programas para mejorar su productividad y de esta manera hacer frente a los nuevos retos en materia de comercio internacional.

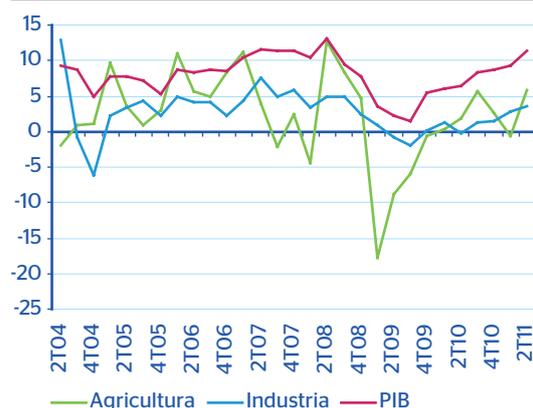
En general, el gobierno ha adelantado una serie de estrategias para fortalecer las relaciones comerciales y económicas con otros países. Entre éstas se destaca la firma de 12 tratados de doble tributación con lo cual Panamá técnicamente logró salir de la lista gris de la OCDE, mejorando su proyección como un país más transparente en términos tributarios y fiscales y por lo tanto con un mejor ambiente para hacer negocios. En este campo la agenda sigue siendo fructífera con nuevos proyectos en curso, como la ley de quiebra de las empresas y la ley de seguros, que permitirán equiparar a Panamá con las prácticas internacionales en estos aspectos. En nuestra opinión, estos avances ayudarán a mantener el buen desempeño de la inversión extranjera en los próximos años.

4. Retos para manejar fuerte crecimiento

Fuerte crecimiento opaca sectores transables de la economía que permanecen estancados

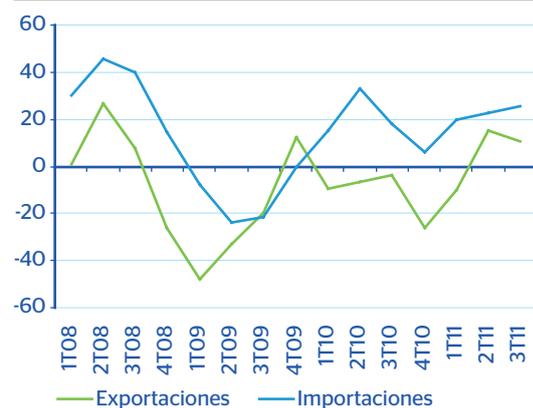
La fuerte expansión de la demanda agregada se está reflejando en una elevada inflación y en pérdida de competitividad de algunos sectores transables de la economía. Los más afectados son la agricultura y la industria, que aún no encuentran salida al estancamiento que vienen observando hace algunos años. En particular, las exportaciones de la mayoría de bienes agrícolas registran caídas anuales en lo corrido del año, con una disminución del 3,3% a/a (a agosto) en las ventas de los principales productos, lo cual se refleja en un crecimiento del sector de tan sólo 2,6% en el primer semestre de 2011 (Gráfico 7). A su vez, la industria presenta un lento crecimiento (3,2% a/a) donde, aparte de la producción de carne y azúcar, muy pocos sectores presentan una dinámica favorable. Esta situación genera preocupación dada la importancia de estos sectores para la generación de empleo y plantean inquietudes respecto a la capacidad de los productores locales para enfrentar los nuevos retos de cara a la firma del tratado de libre comercio con Estados Unidos, entre otros países.

Gráfico 7
Crecimiento de agricultura, industria y PIB (a/a, %)



Fuente: INEC y BBVA Research

Gráfico 8
Exportaciones e importaciones de bienes (prom. trimestral, a/a, %)



Fuente: INEC y BBVA Research

Las presiones inflacionarias se mantienen

La inflación ha aumentado significativamente a lo largo del año hasta alcanzar el 6,1% en septiembre (Gráfico 9). Esta elevada inflación responde en parte al encarecimiento de los productos importados y a las presiones por el lado de la demanda.

Por el lado de los commodities agrícolas, éstos no han sido ajenos al contexto de los mercados internacionales, mostrando una corrección en los precios de los principales productos, aunque con cierto soporte proveniente del reciente aumento de las importaciones de algunos productos agrícolas por parte de China. En todo caso, desde septiembre ha tenido lugar una importante corrección en los precios de granos y otras materias primas agrícolas, lo que debería contribuir a estabilizar los precios de los alimentos elaborados en los próximos meses y hacia 2012.

Por su parte, pese al debilitamiento del entorno externo, la cotización internacional del petróleo se mantiene alrededor de USD110 (Brent) por barril, recientemente tocando niveles máximos desde el final del verano del hemisferio norte. Sin embargo, la mejora de oferta por el restablecimiento de la producción de Libia y la revisión de demanda debido a las menores perspectivas de crecimiento mundial deberían rebajar las presiones en el mercado de petróleo, lo que también se refleja en las previsiones de precios para el próximo año.

Adicionalmente, las presiones por el lado de la demanda están contribuyendo a que la inflación sea más pronunciada. Ello se explica a partir de la brecha observada entre el crecimiento de la demanda interna y el PIB, lo cual indica que hay una situación de exceso, que en el caso de Panamá estaría impulsado en parte por la dinámica de las obras públicas. Si bien la mayor incertidumbre global debería causar un ajuste endógeno del gasto privado, hasta el momento hay pocas señales de que ello esté ocurriendo. Esto difiere de lo ocurrido en 2008-2009, cuando hubo una sobreacción del sector privado y las caídas de consumo e inversión eliminaron los excesos de demanda, lo que permitió observar una importante reducción de la inflación (gráfico 9).

En suma, aunque esperamos que se modere el incremento en los precios importados, los excesos de demanda interna respecto al PIB seguirán presionando la inflación, ubicándola en promedio en 5,5% y 5,0%, en 2011 y 2012, respectivamente.

Gráfico 9

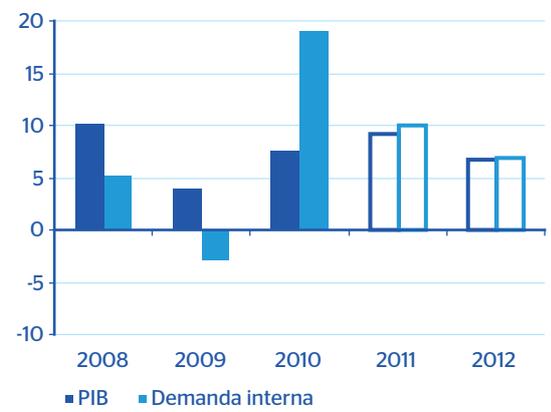
Inflación (a/a, %)



Fuente: INEC y BBVA Research

Gráfico 10

Demanda interna y PIB (a/a, %)



Fuente: INEC y BBVA Research

Finanzas públicas presionadas por elevado gasto en inversión

El Gobierno del Presidente Martinelli ha trazado un ambicioso plan de inversiones para el cuatrenio, el cual se eleva a un monto total de USD14.651 millones (cerca del 11% del PIB por año) e implica una importante presión sobre las finanzas públicas. En el primer semestre de 2011 el gasto en inversión creció un 78% aumentando su participación en el gasto total, dados los menores crecimientos del gasto corriente y del costo de financiamiento (9% y 7%, respectivamente).

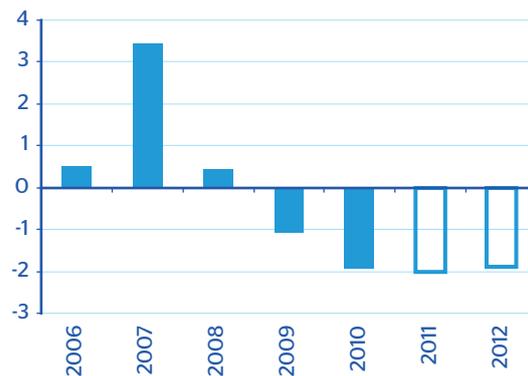
Siguiendo con este dinamismo, se prevé que el gasto de capital del gobierno crezca este año hasta niveles cercanos al 9% del PIB. Aunque buena parte de éste podrá ser financiado con el incremento en el recaudo tributario, el mayor gasto contribuirá a elevar el déficit fiscal hacia tasas cercanas al 2% del PIB en 2011 y 2012 (Gráfico 11), acercándose a los límites ampliados de déficit aprobados este año por la Asamblea Nacional (3,0% en 2011 y 2,0% en 2012). Según el plan de financiamiento del Gobierno, el déficit en 2012 será cubierto principalmente con emisión de deuda externa. No obstante, la actual administración ha manifestado su interés en ampliar la financiación interna y apoyar el desarrollo de los mercados domésticos, por lo cual se esperan nuevas colocaciones a nivel local.

Con respecto a los ingresos del SPNF, en el primer semestre de 2011 éstos crecieron 15,2% a/a, impulsado por el dinamismo de la actividad económica y la mayor eficiencia en la administración tributaria. Estos resultados se complementarán por medidas adicionales para disminuir la evasión de impuestos, las cuales permitirán aumentar el recaudo en 0,6% del PIB en 2012, según estimaciones de las autoridades. En todo caso, el incremento de los ingresos no será suficiente para cubrir la fuerte expansión del gasto en inversiones, lo que seguirá presionando las cuentas fiscales.

Una regulación importante que podría disminuir estas presiones hacia delante es el proyecto de ley de asociación público-privada, la cual fue tramitada este año en la Asamblea Nacional, con el objetivo de crear la institucionalidad necesaria para que fondos privados puedan cofinanciar los grandes proyectos de infraestructura, disminuyendo así la carga para las finanzas públicas. El

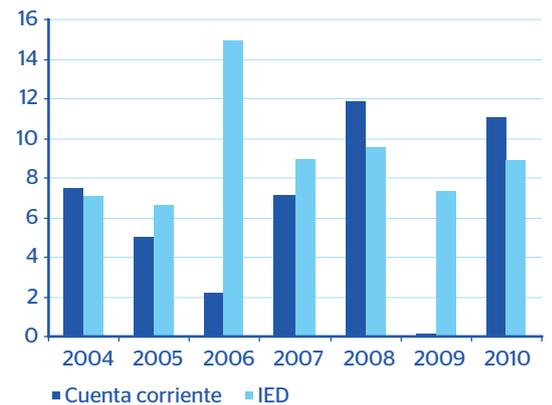
proyecto establece adicionalmente el proceso mediante el cual el SPNF evaluará e implementará los contratos para infraestructura pública y la provisión de servicios. Si bien es valorado positivamente, el proyecto de ley ha enfrentado dificultades en su proceso de aprobación debido a una fuerte oposición por parte de sectores de opinión que ven riesgos en la posibilidad de que servicios básicos como salud y educación sean privatizados. Por lo anterior, cabe esperar algunas modificaciones en el proyecto inicial y un retraso adicional en su implementación.

Gráfico 11
Balance del SPNF (% PIB)



Fuente: INEC y BBVA Research

Gráfico 12
Cuenta corriente e inversión extranjera directa (% PIB)



Fuente: INEC, GlobalSource y BBVA Research

5. Vulnerabilidad ante un choque externo

Elevado déficit en cuenta corriente pondría en riesgo la dinámica de crecimiento ante un fuerte choque externo

La previsión anterior no está exenta de riesgos, los que mayoritariamente están asociados a choques globales como los descritos en la primera sección. En particular, una prolongación de las tensiones de deuda soberana y financieras en Europa, que llevara a los países del Euro y, eventualmente, a Estados Unidos, a una recesión, tendría efectos importantes sobre las economías emergentes, a los cuales no sería ajena la economía panameña. El principal mecanismo de transmisión sería la desaceleración en el comercio mundial, que afectaría el tránsito de mercancías a través del Canal de Panamá con efectos significativos sobre las actividades vinculadas al Canal, como la actividad portuaria y las re-exportaciones de la Zona Libre de Colón. Entre otros, se afectarían los flujos de mercancías entre Asia y América Latina, lo cual ha significado un impulso importante al crecimiento de la actividad del Canal en los últimos meses. Adicionalmente, el recaudo tributario se vería afectado lo cual presionaría por ralentizar la expansión de la infraestructura pública, ya que quedaría más dependiente de las posibilidades de obtener financiamiento en el exterior, en momentos en que éste sería más escaso y costoso.

La desaceleración respecto al escenario base debería ir acompañada por un ajuste endógeno del gasto privado. Ello contribuiría a aliviar las presiones inflacionarias y a moderar el déficit en cuenta corriente. Sin embargo, dada la fortaleza que se comprobó en la crisis de 2008-2009, el soporte brindado por las obras públicas, y la experiencia ganada tras enfrentar la crisis anterior, la magnitud del choque sería menor que el vivido en 2008, por lo cual es necesario mantener una actitud vigilante en caso que la desaceleración endógena del gasto no sea suficiente. Esto es relevante ya que el país parte de una posición desventajosa con respecto a la cuenta corriente (déficit de 11,0% del PIB en 2010), lo cual implica una importante vulnerabilidad ante un choque externo de estas características.

En efecto, en un escenario en el cual la demanda interna siga creciendo, aunque más lento, al tiempo que se deterioran las exportaciones, las presiones sobre el déficit en cuenta corriente se acentuarían, lo cual diferiría de lo observado en 2009 (Gráfico 12), cuando prácticamente se cerró la cuenta corriente (-0,2 del PIB) debido a la fuerte caída en las compras externas. El financiamiento de dicho déficit se dificultaría en la medida que la elevada aversión al riesgo global determinaría una disminución en los flujos de inversión extranjera. Nótese que en 2009 hubo una caída de 19,3% en los flujos con respecto al año anterior. Esto terminaría por afectar la liquidez interna de la economía causando un ajuste más fuerte de la demanda interna que el contemplado en el escenario anterior. En este contexto, y en ausencia de una política monetaria que permita moderar los desbalances, el Gobierno se vería obligado a replantear su programa de inversiones con el fin de ayudar a moderar el déficit a través de menores presiones de gasto, lo cual se haría más costoso en un contexto de desaceleración de la demanda privada.

6. Tablas

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012
PIB (% a/a)	7,6	9,1	6,7
Inversión fija	11,6	9,0	5,8
Consumo privado	24,4	11,5	8,0
Inflación promedio (% a/a)	3,5	5,6	5,0
Desempleo total (fdp)	6,5	4,5	5,4
Saldo fiscal (% PIB)	-1,9	-2,0	-1,9
Tasa de int. depósitos 3m (prom)	2,7	1,8	2,0
Tipo de cambio USD (prom)	1,0	1,0	1,0
Cuenta corriente (% PIB)	-11,0	-12,2	-10,9

Fuente: Contraloría General de la República de Panamá, Superintendencia de Bancos y BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Colombia:

Economista Jefe

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

María Paola Figueroa
mariapaola.figueroa@bbva.com

Estudiante en práctica profesional

Jane Krupskaja García
jane.garcial@bbva.com

Mauricio Hernández
mauricio.hernandez@bbva.com

María Claudia Llanes
maria.llanes@bbva.com

Julio César Suárez
julio.suarez@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk
China

India

Sumedh Deorukhkar
deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

México

Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y
Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Interesados dirigirse a

BBVA Research Colombia

Carrera 9 No 72-21 Piso 10
Bogotá, Colombia
Tel: 3471600 ext 11448
E-mail: researchcolombia@bbva.com.co