

Situación Panamá

Primer semestre 2012
Análisis Económico

- **La economía mundial se acelerará gradualmente en 2012** gracias a un mejor crecimiento de Asia mientras Europa experimentará una ligera recesión.
- **Panamá crecerá 6,0% en 2012 y 6,2% en 2013**, en línea con una moderación en la demanda interna y en las exportaciones de bienes y servicios.
- **La inflación se mantendrá cercana a 5,0% en promedio durante 2012-2013**, en un contexto de bajas tasas de interés externas y elevados precios del petróleo.
- **El déficit externo continuará elevado en 2012** debido a factores transitorios que cederán en los próximos años. Entre tanto, el déficit fiscal seguirá reflejando presiones asociadas a un elevado gasto de capital.

Índice

| | |
|---|----|
| 1. Recuperación global, pero se reavivan los riesgos..... | 3 |
| 2. Crecimiento robusto a pesar de una desaceleración saludable hacia el potencial..... | 6 |
| 3. Presiones inflacionarias y déficit en la cuenta corriente continúan elevados..... | 10 |
| 4. Creciente déficit fiscal obliga al Gobierno a cambiar los topes de la regla fiscal..... | 11 |
| 5. El recrudecimiento de la crisis europea impactaría el crecimiento, aunque amortiguado por la inversión..... | 13 |
| 6. Tablas..... | 14 |

Fecha de cierre: 25 de mayo de 2012

1. Recuperación global, pero se reavivan los riesgos

El crecimiento global se recuperará gradualmente, con mayores diferencias entre las principales áreas. Pero los riesgos sobre el crecimiento están fuertemente sesgados a la baja

Después de una desaceleración gradual durante el año 2011, especialmente en el último trimestre, la economía mundial está empezando a mostrar signos de mayor dinamismo. Se espera que el crecimiento mundial en el primer trimestre de 2012 haya sido mayor que en el anterior, teniendo en cuenta un mayor crecimiento en Asia sin China (incluido Japón) y América Latina, además de un sostenido –pero modesto– dinamismo en los Estados Unidos. Se estima que el crecimiento mundial seguirá aumentando y superará el 1% trimestral a finales de 2012 (0,6% en el cuarto trimestre de 2011). Esta recuperación también será muy heterogénea, lo que aumenta la divergencia en las tasas de crecimiento entre las principales áreas económicas. El aumento en el crecimiento en 2012 será más evidente en Asia, dado el repunte después de los desastres naturales en Tailandia y Japón (que afectó a las cadenas de suministro regionales) y la reversión parcial del endurecimiento de las políticas aplicada hasta mediados de 2011. Además, el crecimiento en América Latina también se recuperará, en gran medida por el mayor crecimiento en Brasil de la mano de una política monetaria más acomodaticia, a la vez que México mantiene un crecimiento superior al 3,5% ayudado por la demanda de EE.UU., la mejora de la competitividad y las favorables condiciones de financiación. Por otro lado, EE.UU. continuará sosteniendo tasas de crecimiento trimestral de alrededor del 0,6% en 2012 y 2013, significativamente menor que en recuperaciones anteriores. Sin embargo, esto va a ser mejor que el estancamiento de la actividad en la zona euro en 2012, arrastrada en los países periféricos por una consolidación fiscal agresiva y tensiones financieras persistentemente elevadas, después de que éstas se redujeran temporalmente en el primer trimestre.

Por lo tanto, las economías emergentes recuperarán sus diferenciales de crecimiento de alrededor de 4 puntos porcentuales frente a las economías desarrolladas para el conjunto de 2012 y 2013. A su vez, Europa y EE.UU. también seguirán aumentando sus diferencias de crecimiento en los próximos dos años, aun cuando esperamos que las autoridades europeas sigan tomando acciones decisivas que poco a poco disminuyan las tensiones financieras.

Con todo, nuestras proyecciones de crecimiento no son muy diferentes de las publicadas en febrero. Esperamos un crecimiento mundial de 3,6% en 2012 y 4% en 2013, con una contribución de alrededor del 80% proveniente de las economías emergentes (Gráfico 1). Pero, como se mencionó antes, este escenario está condicionado a la evolución de la crisis en Europa, y por lo tanto los riesgos para estas previsiones están todavía fuertemente sesgados a la baja.

En este contexto, las políticas monetarias en las economías avanzadas seguirán siendo muy acomodaticias durante un período prolongado, sirviendo de puente para superar la debilidad de la actividad hacia el medio y largo plazo. Sin embargo, la efectividad de su intervención (convencional o no) está disminuyendo, mientras que al mismo tiempo aumentan los costes, incluyendo el riesgo de una menor independencia del banco central y los daños colaterales de las medidas no convencionales. Por lo tanto, es hora de que las autoridades e instituciones en los EE.UU. y Europa releven a los bancos centrales de manera decisiva en su tarea de reavivar el crecimiento, mediante la implementación de reformas económicas e institucionales y la gestión de los riesgos fiscales. Mientras estas medidas entren en vigor, los bancos centrales deben seguir apoyando el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria.

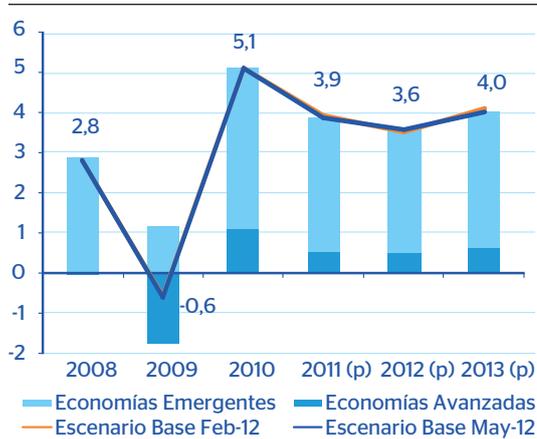
Las políticas monetarias acomodaticias en las economías avanzadas continuarán apoyando condiciones de financiación favorables en los países emergentes. Aquí los bancos centrales tendrán que sopesar la presión de los flujos de entrada de capitales y la incertidumbre externa frente a los riesgos inflacionistas (en parte presionados por los precios del petróleo) y la fuerte demanda interna. La diferencia en las previsiones de inflación en Asia y América Latina –disminución en la primera,

pero estable en la segunda- condicionará sendas de tipos oficiales diferentes en ambas áreas. Estimamos que ha llegado el fin del ciclo de relajamiento monetario en gran parte de economías emergentes de Asia (con la notable excepción de China e India), y un cauteloso sesgo restrictivo en la mayor parte de América Latina, excepto en Brasil.

Ha habido algunos avances para resolver la crisis europea, pero aún faltan pasos importantes. Europa necesita una hoja de ruta clara para salir de la crisis

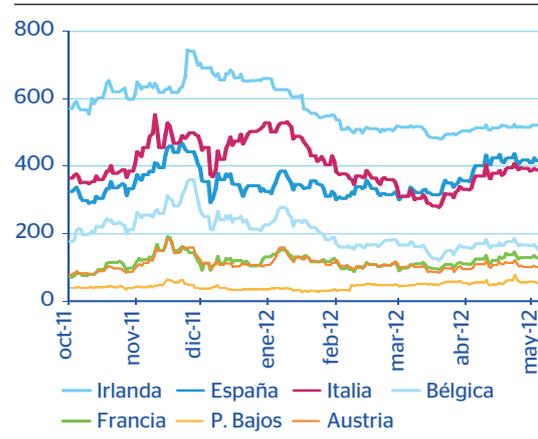
En los últimos meses, ha habido algunos avances hacia la solución de la crisis europea, pero todavía hay muchas cuestiones importantes pendientes. En primer lugar, se ha reestructurado la deuda soberana griega en manos del público, a pesar de lo cual persisten las dudas sobre su sostenibilidad a largo plazo, incluyendo por el fraccionamiento político en las últimas elecciones, la fatiga reformadora y una posible recesión más profunda de lo previsto. En segundo lugar, se aprobó una capacidad de nuevos préstamos de 500mm de euros por parte del Mecanismo de Estabilización Europeo (ESM), lo que se añade a los 200mm ya comprometidos por el EFSF. Sin embargo, eso no ha sido suficiente para calmar la preocupación de los mercados, dado que las necesidades de financiación de España e Italia en los próximos 3 años son superiores a esa cifra y a la presunción de que los préstamos del ESM tendrían prelación frente a los actuales tenedores de bonos privados. Además, no está claro qué parte el aumento de los recursos del FMI por 430mm de dólares (aproximadamente 330mm de euros) podría estar dirigida a los países europeos. Además, el tratado fiscal (pendiente de aprobación nacional), compromete a los gobiernos a déficits estructurales no mayores al 0,5% del PIB. Este es un cambio significativo hacia el control de los presupuestos nacionales, pero la posibilidad de desviaciones de la norma en "circunstancias excepcionales" puede presentar el tratado como no lo suficientemente estricto como para justificar una acción más enérgica por parte del BCE o de los países centrales en Europa. Además, no ha habido avances hacia una unión fiscal, o los eurobonos. En definitiva, seguimos sin tener una hoja de ruta clara hacia dónde se dirige Europa.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Prima de riesgo soberano en Europa
(diferencial del bono a 10 años con Alemania, pb)



Fuente: Datastream y BBVA Research

El recrudescimiento de la crisis europea representa el principal riesgo global

Sin lugar a dudas, una de las acciones más importantes en los últimos cuatro meses fue la provisión de liquidez a largo plazo por el BCE. Esto permitió, al menos hasta marzo, una reducción significativa en el riesgo de liquidez en los bancos europeos, una tímida apertura de los mercados de financiación mayorista y una compresión de los diferenciales soberanos en los países periféricos (Gráfico 2). Pero estos efectos positivos resultaron temporales, ya que los mercados (i) detectaron cierta complacencia por parte de los políticos a medida que las primas de riesgo se reducían

en el primer trimestre de 2012, y (ii) dudaban de la capacidad de muchos países de la periferia para cumplir sus objetivos de déficit y, al mismo tiempo, temían los efectos negativos sobre el crecimiento de alcanzarlos. De este modo, desde marzo, las primas de riesgo se incrementaron rápidamente en Italia y España, en éste último caso hasta niveles similares a los alcanzados durante el periodo de mayor tensión en noviembre (Gráfico 2).

El corto efecto de las inyecciones de liquidez a largo plazo y el dilema entre la consolidación fiscal y restaurar el crecimiento resalta dos conclusiones. En primer lugar, las acciones del BCE sólo pueden salvar el corto plazo, para ganar tiempo mientras se abordan los problemas económicos e institucionales de fondo. Esto quiere decir que no se puede empezar ya a hablar de estrategias de salida para el BCE, pero también implica que deben empujarse las reformas económicas, al mismo tiempo que se reequilibra la demanda en la zona euro, con un estímulo de la misma en los países centrales. En segundo lugar, es necesario revisar los planes de consolidación fiscal de manera coordinada (para no arriesgarse riesgo a ser señalado por los mercados), apuntando a objetivos de déficit estructural -en consonancia con el espíritu del tratado fiscal- y con una trayectoria de ajuste más gradual. A cambio de este mayor gradualismo, los Estados miembros deben elaborar planes de consolidación integrales, explícitos, detallados y plurianuales. De esta manera, unas finanzas públicas saneadas se pueden lograr sin grandes daños sobre el crecimiento en el corto plazo. Al mismo tiempo, esto permitirá cosechar los beneficios de largo plazo de las reformas estructurales que se están implementando en los países periféricos.

En este contexto, todavía vemos un nuevo estallido de la crisis europea como el principal riesgo, con consecuencias potencialmente muy negativas para el crecimiento mundial. El aumento de las tensiones pueden surgir de la fatiga reformadora en los países periféricos, junto con la fatiga de financiar más rescates en los países centrales, en el contexto de procesos electorales -y un referéndum- en muchos países europeos: Irlanda y los Países Bajos tendrán procesos electorales en el primer semestre de este año (y Grecia los repetirá) después de los mantenidos en dos estados de Alemania y en Francia.

Los precios actuales del petróleo tendrán sólo un impacto moderado en el crecimiento mundial. Sin embargo, un fuerte repunte adicional de los precios sí representa un riesgo elevado

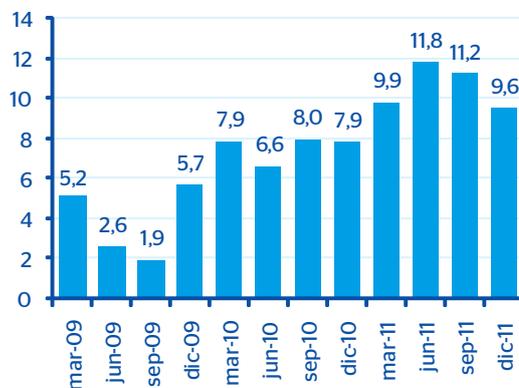
Una segunda amenaza a la economía global es un nuevo aumento de los precios del petróleo. El reciente repunte a principios de 2012 se debe, en parte, a estrecheces de los fundamentales (oferta y demanda), pero también a un aumento en la prima de riesgo geopolítica a alrededor de 10-15 dólares por barril, dadas las tensiones en torno a Irán y unos amortiguadores del mercado muy reducidos (las existencias de petróleo y la capacidad excedente de producción de la OPEP). En nuestro escenario base, consideramos unos precios de alrededor de 120 dólares por barril de petróleo Brent para gran parte de 2012, alrededor de un 15% más alto que en nuestras previsiones de febrero. En nuestra opinión, esto sólo tendrá un impacto negativo moderado sobre el crecimiento mundial, ya que los bancos centrales de los países avanzados muy probablemente tratarán esto como un shock temporal. Esto, unido a la debilidad del ciclo evitará el endurecimiento de la política monetaria, lo que ha sido uno de los canales tradicionales de transmisión de mayores precios del petróleo a un menor crecimiento. No obstante, si el conflicto se intensifica en el Golfo, podría haber un aumento muy fuerte y brusco en los precios del petróleo, e incluso si los bancos centrales no reaccionan aumentando sus tipos de interés, el crecimiento podría verse dañado por el consiguiente incremento de la aversión global al riesgo. Consideramos que la probabilidad de una escalada en el Golfo es relativamente reducida, pero es un escenario que, de materializarse, tendría un impacto significativo sobre el crecimiento mundial.

2. Crecimiento robusto a pesar de una desaceleración saludable hacia el potencial

En 2010 y 2011 Panamá registró tasas de crecimiento de 7,6% y 10,6%, respectivamente, sustentado en la demanda interna y, en particular, en el impulso de la inversión pública en grandes proyectos de infraestructura y en la ampliación del Canal de Panamá. Asimismo en 2011 las exportaciones de servicios mostraron una marcada recuperación, en línea con el mejor comportamiento del comercio mundial. Recientemente, la economía ha mostrado un crecimiento robusto, reflejando un efecto acotado del deterioro en el entorno internacional. El crecimiento en el segundo semestre de 2011 se ubicó en 10,4% anual, replicando el fuerte desempeño del primer semestre (Gráfico 3).

Gráfico 3

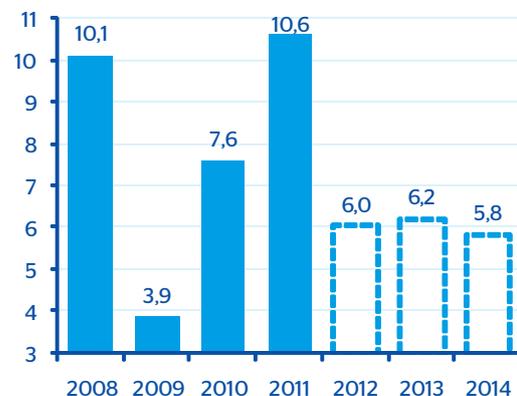
Producto interno bruto trimestral (Var. % anual)



Fuente: INEC y BBVA Research

Gráfico 4

Producto interno bruto (Var. % anual)



Fuente: INEC y BBVA Research

Esperamos un crecimiento robusto en 2012-2013, aunque menor al del año anterior

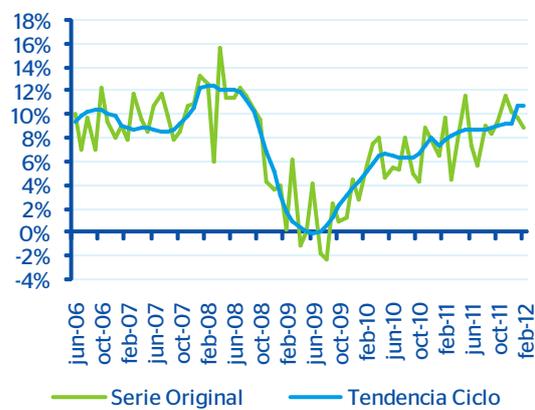
En este contexto, esperamos un crecimiento del PIB de 6,0% en 2012 y 6,2% en 2013 (Gráfico 4), el cual seguirá sustentado en la demanda interna. Se destaca el crecimiento del consumo, que crecerá a tasas de 6,3% en promedio, tras un incremento de 12,5% estimado para 2011. Esta proyección se basa en las perspectivas positivas del mercado laboral y la expansión del crédito. Por su parte, la desaceleración global impactará principalmente en el sector de servicios y la actividad del Canal de Panamá, por lo cual esperamos una desaceleración en las exportaciones desde un 18,5% estimado para 2011 hasta un 5,4% en 2012. Asimismo, las importaciones moderarán su tasa de crecimiento a 5,8% desde una tasa cercana al 20% en 2011, con lo cual la demanda externa tendrá una aportación casi nula al crecimiento en 2012. En todo caso, la desaceleración de la actividad estará acotada por el impulso de la inversión pública y privada, aunque con alguna moderación por los altos niveles alcanzados en 2011.

Gráfico 5
Crecimiento del PIB por sectores en 2011 (Var. % anual)



Fuente: INEC y BBVA Research

Gráfico 6
Índice mensual de actividad económica (IMAE) (Var. % anual)



Fuente: INEC y BBVA Research

Construcción, comercio y transporte y comunicaciones lideran el crecimiento económico

En 2011 cuatro sectores registraron crecimientos por encima del PIB, incluyendo minería, construcción, comercio y transporte y comunicaciones (Gráfico 5). El sector de la construcción fue el que más contribuyó al crecimiento con una expansión de 18,5%, liderada por la inversión en proyectos no residenciales y en infraestructura. En cuanto al sector de minería, su expansión se basó principalmente en la extracción de minerales para la construcción, acelerando su crecimiento en línea con el impulso de este sector. En transporte y comunicaciones, sobresalieron los crecimientos en la actividad del Canal (8,5% a/a) y los servicios portuarios (16,6% a/a), aunque esta rama de actividad moderó ligeramente su tasa de expansión, al igual que el sector de hoteles y restaurantes. Entre tanto, el sector agropecuario, pesca e industria fueron los de menor dinamismo, a pesar de una ligera aceleración con respecto a los resultados de 2010.

Los indicadores más recientes sugieren que la actividad continúa con crecimientos elevados, liderada por los sectores de construcción y explotación de minas y canteras. El indicador mensual de actividad (IMAE) sugiere un crecimiento en el primer trimestre de 2012 ligeramente inferior al registrado en el cuarto trimestre de 2011 (Gráfico 6). En línea con lo anterior, los indicadores de comercio siguen mostrando dinamismo, reflejado en el crecimiento del impuesto a las ventas y de las importaciones de bienes de consumo. Asimismo, aunque las ventas de vehículos en los dos primeros meses del año han moderado su tasa de expansión, en parte por el elevado crecimiento registrado en 2011 (26,5% a/a), éstas continúan presentando una tendencia positiva. Sin embargo en línea con lo previsto, los datos de exportaciones muestran una moderada desaceleración, tanto en el comercio de bienes como en las reexportaciones de la Zona Libre de Colón, mientras que los incrementos del tonelaje y los ingresos del Canal de Panamá se han moderado, acorde con el bajo crecimiento en Estados Unidos y otros socios comerciales y la desaparición del efecto sobre los ingresos proveniente del incremento en los peajes decretado en 2011.

Inversión seguirá impulsando el crecimiento de la demanda interna pero con crecimientos menores

Estimamos que la inversión se habría expandido 12,5% en 2011 y crecería 6,5% en 2012 (Gráfico 7). En la medida que las obras del Canal registrarían sus niveles máximos de ejecución en 2011-2012, se espera que su impacto sobre la demanda interna se modere gradualmente. Este efecto será amortiguado parcialmente por la inversión privada en proyectos de energía, turismo, logística

y vivienda de estratos medio y bajo. Entre tanto, la inversión pública seguirá en niveles altos sustentados en la ejecución de grandes proyectos de infraestructura, entre los cuales se destacan la construcción y el mantenimiento de vías, la ampliación del aeropuerto internacional de Panamá, nuevos puertos marítimos, el metro de Ciudad de Panamá y el saneamiento de la bahía de Ciudad de Panamá (ver Tabla 1). Aunque estimamos un menor crecimiento de la inversión pública dados los elevados niveles alcanzados en 2011, es importante destacar que, en caso de ser aprobado un proyecto de ley que relaja las restricciones fijadas por la normatividad fiscal, el cual se encuentra actualmente en discusión en la Asamblea Nacional, esto implicaría un sesgo al alza sobre las previsiones de inversión pública y, por consiguiente, sobre nuestras proyecciones de crecimiento del PIB para 2012 y 2013.

En esta línea, se espera que la inversión en construcción continúe impulsada por el desarrollo de proyectos no residenciales, con una menor actividad en los sectores residencial de estratos altos y hotelero, donde se perciben señales de excesos de oferta respondiendo a las elevadas inversiones durante los últimos años.

Tabla 1
Principales proyectos de inversión en infraestructura (2010-2014)

| Proyecto | Monto (Millones de Balboas) |
|---|-----------------------------|
| Ampliación del Canal de Panamá | 5250 |
| Metro de Panamá | 1800 |
| Cinta Costera III | 777 |
| Ciudad Gubernamental | 450 |
| Saneamiento de la Ciudad y la Bahía de Panamá | 449 |
| Corredor Vía Brasil (Tramos I y II) | 386 |
| Cadena de Frio | 297 |
| Aeropuertos | 252 |
| Hospitales (4) en el interior del país | 237 |
| Autopista Panamá-Colon (Fase II) | 220 |
| Sistema de Riego Tonosí | 187 |
| Ampliación Autopista Arraiján-Chorrera | 153 |

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas y BBVA Research

Gráfico 7
Inversión total (USD miles de millones, %)



Fuente: INEC y BBVA Research

Gráfico 8
Tasa de desempleo (%)



Fuente: INEC y BBVA Research

Exportaciones se desacelerarán transitoriamente en 2012

El año 2011 fue muy positivo para la actividad del Canal de Panamá y la actividad portuaria, mostrando registros favorables en el movimiento de contenedores (18,9% a/a) y el volumen a través del Canal (6,6% a/a). Los ingresos derivados de peajes crecieron 18,4% a/a, tanto por la mayor actividad como por el incremento en las tarifas decretado en 2011. Los servicios de turismo, re-exportaciones de la Zona Libre de Colón y servicios bancarios registraron una importante expansión, mientras que las exportaciones de bienes entraron en un proceso de recuperación (8,3% a/a) gracias a las mejores condiciones de oferta locales. Adicionalmente, la producción de oro, que en 2011 representó cerca del 15% de las exportaciones de bienes, aumentó de manera significativa ante el incremento de la demanda y de los precios a nivel internacional.

En respuesta al menor crecimiento global y la reducción en la dinámica del comercio internacional, este año esperamos un menor dinamismo de las exportaciones de bienes y servicios. Sin embargo, estimamos que esta desaceleración será transitoria y que en 2013 las exportaciones recuperarán dinamismo en línea con la mejora esperada en el crecimiento mundial.

Otro hecho significativo es que a partir de octubre de este año entrará en vigencia el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos el cual alentará una ampliación de las exportaciones en los próximos años. Cabe anotar que Estados Unidos es el principal socio comercial de Panamá, al representar un 30% de las exportaciones y 28% de las importaciones (promedio para el periodo 2006-2010). Se estima que la implementación del tratado atraerá inversiones adicionales, principalmente en el sector de servicios y manufactura ligera, gracias a la simplificación de procedimientos y del sistema tributario, lo que permitirá aprovechar el potencial que se abrirá con la modernización de la infraestructura del Canal y del sistema portuario. De otra parte, la promoción de exportaciones no tradicionales será necesaria para que el sector agropecuario pueda acceder a los beneficios que traerá el nuevo acuerdo comercial.

Tasa de desempleo alcanza niveles históricamente bajos, pero expansión económica evidencia rigideces del mercado laboral

En 2011 la tasa de desempleo total se ubicó en 4,5% siendo la tasa más baja históricamente (Gráfico 8). Entre tanto, la tasa de desempleo abierto alcanzó un mínimo de 2,9%. En línea con el dinamismo de la actividad, el crecimiento del empleo aumentó a una tasa del 3,1% anual. En 2012-2013 proyectamos una moderación en el crecimiento de los ocupados, con lo cual la tasa de desempleo tendría disminuciones marginales con respecto a la tasa actual, resultado que en todo caso seguirá favoreciendo la dinámica de consumo de los hogares.

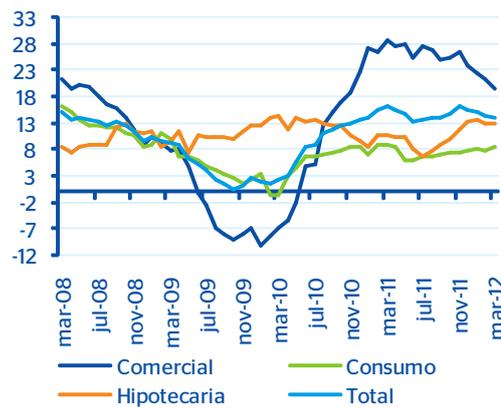
De otra parte, cabe notar que el desempleo entre la población más joven en Panamá se mantiene alto (12,5% en 2011) mientras que los empleos informales representan cerca del 40% de los ocupados totales. La fuerte expansión económica está generando algunas presiones de capacidad evidenciando la insuficiencia de la formación del capital humano con respecto a las necesidades del sector productivo. En este sentido, el marco regulatorio resulta restrictivo al imponer límites a la participación de la mano de obra extranjera dentro de la fuerza laboral. En consecuencia, el Gobierno debe avanzar en políticas que permitan promover la calidad del capital humano y la productividad laboral a través de mejoras en el sistema educativo y en los programas de entrenamiento. A su vez, esto revertirá en una mejor distribución de los beneficios del crecimiento económico y en un fortalecimiento del crecimiento sostenible de la economía en el mediano plazo.

Crédito seguirá en expansión

Los indicadores del sistema financiero permanecen estables con una baja relación entre la cartera vencida y la total. En el primer trimestre de 2012, el crecimiento del crédito total se ubicó en 14,7% (Gráfico 9) en promedio, en línea con el incremento en el PIB nominal, contra un crecimiento de los depósitos de 15,5% a pesar de la reducción de la tasa de interés pasiva. Esto último estaría reflejando la importación de condiciones monetarias muy laxas de la Reserva Federal de Estados Unidos.

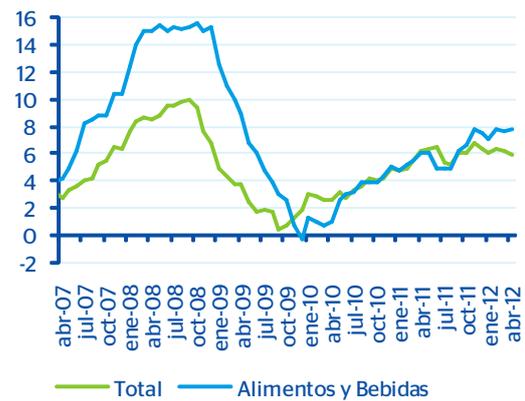
Adicionalmente, los bancos presentan indicadores de liquidez por encima del mínimo de 30% de los depósitos locales. En este contexto, el crédito al sector privado continuará expandiéndose a tasas robustas en la medida que las tensiones financieras en Europa no se trasladen al sistema financiero global. En particular, esperamos que continúe la moderación en la cartera comercial luego del fuerte repunte registrado en 2011, mientras que la cartera de consumo y la hipotecaria tendrán mayor espacio de expansión sustentada en las bajas tasas de interés, el comportamiento del mercado laboral y el dinamismo del sector de la construcción en proyectos no residenciales.

Gráfico 9
Crédito (Var. % anual)



Fuente: Superintendencia de Bancos y BBVA Research

Gráfico 10
Inflación (Var. % anual)



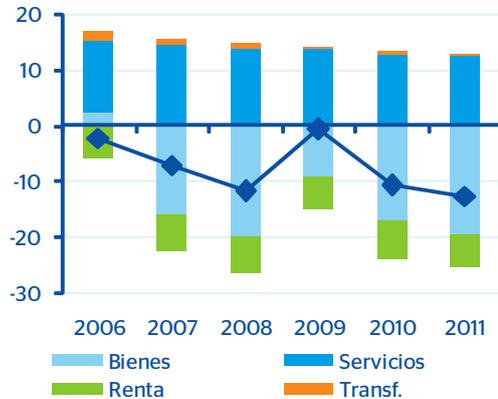
Fuente: INEC y BBVA Research

3. Presiones inflacionarias y déficit en la cuenta corriente continúan elevados

La inflación ha tenido un fuerte incremento desde 2,4% en 2009 hasta 6,3% a finales de 2011 (Gráfico 10) reflejando la dinámica de los precios internacionales de los commodities y las presiones derivadas del fuerte crecimiento de la demanda interna. Adicionalmente, durante el último año el incremento en la tarifa del IVA y un elevado ajuste en el salario mínimo contribuyeron a aumentar las presiones inflacionarias. En este contexto, las autoridades han tomado medidas para aliviar el impacto del incremento de precios introduciendo un precio máximo para algunas variedades de combustibles y a través de un mecanismo para regular los impuestos dependiendo del comportamiento de los precios internacionales, así como mediante la creación de subsidios sobre las tarifas eléctricas. Las bajas tasas de interés en Estados Unidos, el comportamiento del crédito y los aún elevados precios internacionales del petróleo continuarían complicando el panorama inflacionario, especialmente en un contexto de tasa de desempleo en mínimos históricos y brecha positiva del producto. De esta manera, esperamos que la inflación se sitúe en 5,2% al cierre de 2012 y se mantenga en un promedio de 4,0% en 2013-2014, muy por encima de su promedio histórico (cercano a 2,0%). En el mediano plazo, esta situación podría afectar la competitividad del sector externo, en caso que la inflación continúe por encima de la de sus principales socios comerciales.

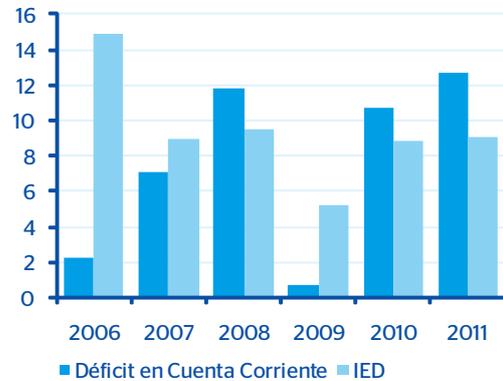
Lo anterior plantea un reto para las autoridades, especialmente teniendo en cuenta que tanto el sistema bancario a través de la expansión de crédito como la política fiscal mediante la expansión del gasto estarían contribuyendo al incremento de la demanda interna generando presiones inflacionarias. Sin embargo, prevemos que la desaceleración gradual hacia el potencial que esperamos para 2012-2014 y la incertidumbre en torno al crecimiento global permitirán equilibrar los riesgos de inflación.

Gráfico 11
Cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: INEC y BBVA Research

Gráfico 12
Déficit en cuenta corriente
e inversión extranjera directa (% del PIB)



Fuente: INEC y BBVA Research

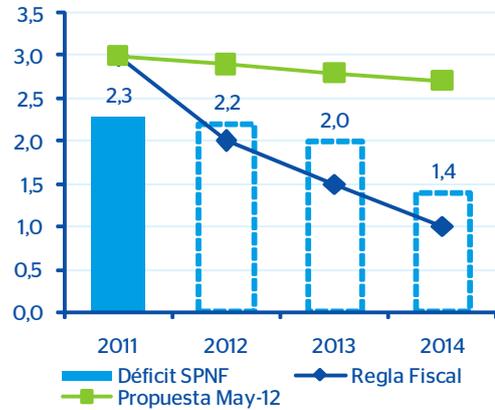
Amplio déficit externo financiado por la inversión extranjera directa

En 2011 el déficit en cuenta corriente se ubicó en US\$3.892 millones, equivalente al 12,7% del PIB (Gráfico 11), determinado principalmente por el desbalance en el comercio de bienes y el saldo negativo en la renta de factores, compensado sólo parcialmente por la balanza superavitaria de servicios. Este déficit es financiado en su mayoría por flujos de inversión extranjera directa que en 2011 registraron un aumento de 18,7%, alcanzando un 9,1% como porcentaje del PIB (Gráfico 12). Estimamos que el déficit en cuenta corriente habría alcanzado su punto máximo como relación al PIB en 2011 y se moderaría gradualmente en los próximos años de acuerdo con el ritmo de inversiones públicas que demandan un volumen importante de insumos importados, incluyendo las obras del Canal de Panamá. En línea con lo anterior, esperamos una convergencia gradual del déficit en cuenta corriente hacia niveles más sostenibles. En todo caso, los elevados niveles de desbalance externo constituyen una fuente de vulnerabilidad, en la medida que un choque externo fuerte que afecte el comercio y la liquidez global podría generar un cierre abrupto de la cuenta corriente con sus efectos sobre actividad. Adicionalmente, un aumento inesperado adicional en los precios del petróleo constituye un riesgo para la estabilidad de la cuenta corriente al ser un gran importador de este producto básico.

4. Creciente déficit fiscal obliga al Gobierno a cambiar los topes de la regla fiscal

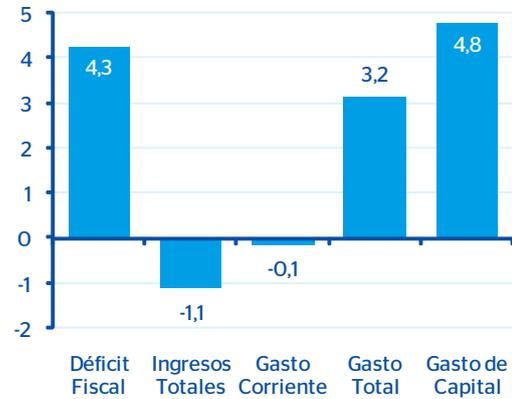
En 2011 el déficit del Sector Público No Financiero (SPNF) ascendió a USD703 millones, equivalente al 2,3% del PIB (Gráfico 13), como resultado de un elevado gasto de capital y un incremento de los ingresos menor del previsto. Con respecto a 2010, se registró un crecimiento de 12,9% en los ingresos totales, resultado que refleja el fuerte dinamismo de la actividad económica y el impacto de las reformas fiscales de los últimos años y del incremento en la tasa del IVA introducida a mediados de 2010. Asimismo, en 2011 se registraron niveles record de transferencia de dividendos por parte de la Autoridad del Canal de Panamá (US\$1.043 o 3,4% del PIB). Sin embargo, los ingresos de las agencias del Gobierno y los ingresos de capital disminuyeron durante el periodo fiscal, restando a la dinámica de los ingresos totales.

Gráfico 13
Déficit fiscal y límites de la regla fiscal (% del PIB)



Fuente: Superintendencia de Bancos y BBVA Research

Gráfico 14
Aumento del gasto, ingreso y déficit públicos:
2011 frente al promedio 2006-2007 (% PIB)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas y BBVA Research

Por su parte, los gastos totales crecieron 14,6%, superando el nivel de los ingresos. El gasto de capital registró un crecimiento de 20,6%, representando un 8,8% del PIB y un 31,8% de los gastos totales. Adicionalmente, el gasto reflejó el impacto fiscal de los programas sociales que viene impulsando el Gobierno, entre los cuales se destaca “Beca Universal”, que proporciona un apoyo económico a los estudiantes de primaria y secundaria, y “100 para los 70”, que otorga un auxilio a los adultos mayores de setenta años que no son cubiertos por un fondo de pensiones. Además el gasto corriente aumentó debido a la presión derivada de subsidios al consumo de la gasolina y la electricidad. En este contexto, las cuentas mostraron un importante deterioro en el superávit primario, ubicado en 0,1% del PIB, comparado con 0,8% del PIB en 2010 y 1,9% en 2009.

El resultado de déficit de fin de año fue superior al objetivo oficial (2,0% del PIB) pero menor de lo exigido por la regla fiscal. En esa línea, en mayo, el Gobierno presentó a la Asamblea Nacional un proyecto de ley que busca aumentar los topes del déficit fiscal, utilizando las cláusulas de escape dentro de la Ley de Responsabilidad Fiscal y Social (LRSF), justificando la medida a partir de la necesidad de contar con una mayor flexibilidad para actuar a favor del crecimiento económico en caso de una desaceleración global. Cabe notar que la LRSF contiene cláusulas de escape que permiten aumentar el déficit hasta un 3% del PIB con un ajuste gradual hacia el objetivo en caso de presentarse un fuerte deterioro en el crecimiento local, una caída en el crecimiento mundial o una emergencia nacional. Las cláusulas han sido utilizadas en 2009 y 2010. El actual proyecto de ley aumenta el límite fiscal permitido en 2012 de 2,0% a 2,9% del PIB, extendiendo el periodo de convergencia a la meta de largo plazo de 1,0%, desde 2014 hasta 2017 (Gráfico 13). Como en la última modificación, se espera que una parte importante del mayor gasto fiscal se destine a la financiación de los grandes proyectos de infraestructura, lo cual impone un sesgo al alza frente a nuestra previsión de déficit del SPNF de 2,2% y 2,0% como porcentaje del PIB en 2012 y 2013, respectivamente. Adicionalmente, los cambios en los límites de la regla fiscal y la utilización de las cláusulas en condiciones que no se ajustan claramente a las previstas para estas excepciones constituyen una señal negativa que podría generar problemas de credibilidad.

En esta línea, aunque la postura fiscal esperada no implica grandes vulnerabilidades en términos de su financiamiento y el aumento en el gasto de capital impulsa el crecimiento potencial de largo plazo, una postura más restrictiva sería preferible con el fin de ahorrar para tiempos menos buenos y reducir las presiones sobre la inflación. En efecto, cabe notar que a pesar del fuerte crecimiento económico, el déficit y el gasto público como porcentaje del PIB se mantienen por encima de los niveles previos a la crisis (Gráfico 14), lo cual no ha sido compensado por un aumento en los ingresos fiscales. En este sentido, aunque el Gobierno ha tomado medidas que apuntan a fortalecer el recaudo, tales como mayores controles en la Zona Libre de Colón, controles para evitar el fraude y la evasión fiscal y la propuesta de vender algunos activos del Estado, éstas no estarían

exentas de complicaciones debido a la oposición que enfrentan algunas de estas alternativas y a las condiciones de mercado necesarias para una acertada implementación. Adicionalmente, por el lado del gasto, persiste la incertidumbre sobre el impacto fiscal que tendrán los proyectos "llave en mano" a partir de 2013, cuando se estima iniciarán los desembolsos a los contratistas privados que financian los proyectos durante su ejecución.

De otra parte, con el fin de reforzar la disciplina fiscal en el mediano plazo, actualmente está en discusión un proyecto de ley que busca crear un Fondo Soberano (Fondo de Ahorro de Panamá -FAP), el cual permitiría ahorrar las transferencias adicionales que se derivarán de la ampliación del Canal de Panamá. Se estima que la expansión del Canal duplicará su capacidad actual aumentando las transferencias al presupuesto Gubernamental a partir de 2015. El Fondo Soberano actuará como un mecanismo de estabilización macroeconómica, evitando presiones de gasto derivadas del aumento permanente en los ingresos a partir de este año. El proyecto de ley se encuentra actualmente en primer debate en la Asamblea Nacional, donde se espera una amplia discusión en torno a aspectos como el esquema de administración del Fondo de Ahorro, las condiciones para el retiro de recursos y la complementariedad con los activos del Fondo Fiduciario para el Desarrollo, diseñado para ahorrar los dineros provenientes de la privatización de empresas públicas.

5. El recrudecimiento de la crisis europea impactaría el crecimiento, aunque amortiguado por la inversión

En caso de un deterioro en las condiciones globales originado en un recrudecimiento de la crisis europea, la economía panameña se vería afectada principalmente por el fuerte efecto de contagio sobre Estados Unidos y en menor medida, sobre las economías emergentes de Asia y América Latina. La desaceleración del comercio mundial afectaría el tráfico a través del Canal, repercutiendo en el movimiento de contenedores, la actividad de la Zona Libre de Colón y otros servicios relacionados con el comercio internacional. Asimismo, la intensificación de la crisis aumentaría los niveles de aversión al riesgo global que incidiría en una disminución de la inversión extranjera. Esta reducción en el financiamiento externo causaría un ajuste en la demanda privada, aunque los efectos finales sobre la demanda serían mitigados por las obras de expansión del Canal, la cual se encuentra financiada en su totalidad. Las cuentas fiscales, por su parte, mostrarían un deterioro debido al menor crecimiento económico y a la disminución en las transferencias derivadas de la actividad del Canal. En este contexto, el aumento de la aversión global más que compensaría el impacto de las políticas acomodaticias de la Reserva Federal de Estados Unidos, dificultando el financiamiento exterior de la economía, con lo cual las inversiones públicas podrían disminuir su ritmo de expansión. En todo caso, esperamos que, como en 2009, la inversión en obras públicas y la ampliación del Canal de Panamá representen un importante amortiguador en caso de un eventual deterioro en la situación global.

6. Tablas

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas anuales

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-------------------------------|-------|-------|-------|------|
| PIB (% a/a) | 7,6 | 10,6 | 6,0 | 6,2 |
| Consumo Privado (% a/a) | 24,4 | 12,5 | 6,8 | 5,7 |
| Consumo Público (% a/a) | 12,2 | 4,5 | 4,0 | 3,0 |
| Inversión Fija (% a/a) | 11,6 | 12,5 | 6,5 | 2,8 |
| Inflación (% a/a, fdp) | 4,9 | 6,3 | 5,2 | 4,0 |
| Tasa de Cambio (vs. USD, fdp) | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 |
| Tasa de Interés (% fdp) | 2,1 | 1,4 | 2,4 | 2,7 |
| Balance Fiscal (% PIB) | -1,9 | -2,3 | -2,2 | -2,0 |
| Cuenta Corriente (% PIB) | -10,8 | -12,7 | -11,6 | -9,0 |

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas, INEC, Superintendencia de Bancos y BBVA Research Colombia

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 de Colombia***Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com

María Paola Figueroa

mariapaola.figueroa@bbva.com

Mauricio Hernández

mauricio.hernandez@bbva.com

María Claudia Llanes

maria.llanes@bbva.com

Julio César Suárez

julio.suarez@bbva.com

Estudiante en práctica profesional

Rafael Ricaurte

rafael.ricaurte@bbva.com

Laura Rincón Topía

laura.rincon2@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

Coordinación Latam

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente

apuente@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López

oswaldolopez@bbva.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@grupobbva.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 Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

Juan Ruiz (I)

juan.ruiz@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: bbvaresearch_colombia@bbva.com