

# Situación Panamá

Cuarto Trimestre 2012  
Análisis Económico

- **La economía mundial aumentará progresivamente el crecimiento hasta un 3,5% en 2013**, apoyada en la menor aversión al riesgo gracias a las acciones tomadas por los bancos centrales, en especial por el BCE.
- **Panamá crecerá 10,0% y 6,6% en 2012 y 2013, en su orden.** La ejecución de la inversión pública será decisiva, unida al desarrollo de los proyectos del sector privado.
- **Cuentas fiscales y externas mantienen senda de consolidación, pero a un ritmo lento.** El Gobierno deberá buscar alternativas de financiamiento a las privatizaciones. A su vez, los flujos externos de capital cubren ampliamente el ciclo de elevada inversión, reduciendo el riesgo de un cierre abrupto de la cuenta corriente.

## Índice

1. Resumen.....	3
2. Entorno exterior marcado por las decisivas medidas del BCE y la FED.....	4
3. Economía panameña mantiene elevado dinamismo.....	6
4. Presiones inflacionarias por elevados precios internacionales de los cereales y política monetaria laxa en Estados Unidos.....	10
5. Amenazas sobre las cuentas fiscales se mantienen.....	11
Recuadro. El financiamiento del presupuesto de 2013 y la posibilidad de ahorro fiscal .....	12
6. Política económica con menor capacidad para enfrentar un empeoramiento de la situación global.....	13
7. Tablas .....	13

Fecha de cierre: 13 de noviembre de 2012

## 1. Resumen

**La decidida intervención de los principales bancos centrales de los países desarrollados ha acotado la probabilidad de un escenario de riesgo sistémico.** El BCE ha disipado los temores sobre la irreversibilidad de la moneda común y tiende un puente para que se continúe avanzando hacia un nuevo marco institucional. La inyección de liquidez por parte de la Reserva Federal se adelanta al potencial impacto que podría tener un intenso ajuste fiscal en ese país a principios del próximo año. En síntesis, la incertidumbre global ha retrocedido. En este contexto, prevemos que la economía mundial seguirá recuperándose gradualmente, con tasas de crecimiento de entre el 3% y el 3,5% en 2012 y 2013.

**Revisamos nuestra previsión de crecimiento de Panamá para 2012 y 2013 a 10,0% y 6,6%, respectivamente.** En la primera mitad de 2012 la economía de Panamá creció 10,4% anual, ubicándose por encima de nuestras expectativas. Además, los indicadores económicos recientes mantienen una perspectiva favorable del país, sumado a la ejecución de la inversión pública que contempla un plan de gasto de USD 13.500 millones hasta 2014. Por otra parte, la inversión privada contribuirá el doble de lo esperado en la inversión pública, principalmente por los proyectos minero-energéticos y residenciales.

**La inversión liderará el crecimiento, sumada a una contribución positiva del consumo.** La inversión mantiene el dinamismo, no sólo por el presupuesto público, sino también por la elevada iniciativa privada. El consumo de los hogares podría mantenerse en variaciones superiores a las del PIB en 2012 y 2013 gracias al buen comportamiento del mercado laboral. Finalmente, el comercio exterior parece diferenciarse entre el mercado de bienes, con variaciones negativas en muchos productos, y el de servicios y re-exportaciones, creciente y con elevadas perspectivas de incremento.

**Esperamos un déficit en cuenta corriente menos amplio porque las actividades en expansión de Panamá no son intensivas en importaciones.** Este es el caso de los servicios y la construcción. En contraposición, las exportaciones de servicios crecieron fuertemente en lo corrido del año. Ahora prevemos que el déficit en cuenta corriente de 2012 y 2013 se ubique en 7,3% y 6,9% del PIB, respectivamente. Este déficit está financiado gracias al amplio acceso a los mercados internacionales de capitales y las líneas de crédito con las entidades multilaterales.

**Presiones inflacionarias por elevados precios internacionales de los cereales.** Las mayores presiones se manifestaron en los alimentos y materias primas con contenido de cereales. Los otros rubros del índice de precios al consumidor presentaron comportamientos estables y bajos. Esto se relaciona directamente con la normalización de los precios del petróleo en lo corrido del año. Según nuestras estimaciones, la variación de los precios sería de 5,3% anual al finalizar 2012, moderándose hasta 5,0% anual al cierre de 2013.

**El déficit esperado del Sector Público No Financiero se ubicaría en 2,5% del PIB al final de este año y 2,8% del PIB en 2013.** La mayor presión al alza en las cuentas fiscales viene por cuenta de los gastos de inversión, los cuales pasaron del 4,4% del PIB en 1S11 al 5,1% del PIB en 1S12. Al contrario, la administración tributaria logró aumentar el recaudo tributario un 23,1% anual. Esto determinó la revisión al alza de la calificación de Moody's de los bonos del Gobierno a Baa2 (desde Baa3) con perspectiva estable. Previamente, Standard and Poor's había mejorado la calificación a BBB, mientras tanto Fitch Ratings reafirmó su calificación en BBB.

**En caso de presentarse una profundización de la crisis de deuda europea el principal canal de transmisión sobre Panamá serán los menores ingresos derivados por los servicios de comercio exterior y transporte.** En este escenario, la capacidad de reacción del Gobierno sería inferior a la que tuvo en 2008, año en el cual había tenido un superávit fiscal de 0,4% del PIB, mientras que hoy en día esperamos un déficit de 2,5% del PIB. Por lo tanto, en la medida que se complique el financiamiento de los proyectos de inversión pública, el Gobierno deberá priorizar entre las obras de mayor impacto económico, con mejor acceso a capital privado, y descartar aquellas que tengan menores recursos privados comprometidos.

## 2. Entorno exterior marcado por las decisivas medidas del BCE y la FED

### **Las decisivas medidas tomadas por los bancos centrales han aclarado el panorama global. Sin embargo, las políticas económicas han de seguir apoyando la recuperación**

Se espera que la economía mundial registre una progresiva mejora del crecimiento del PIB que lo lleve al 3,2% al cierre de 2012 y 3,5% en 2013. Esta suave expansión se apoya en la menor aversión al riesgo por las acciones tomadas por los bancos centrales, en especial por el BCE. A pesar de ello, se destacan tres factores que pueden deteriorar estas perspectivas. El primero y más preocupante es el resurgimiento de los problemas en Europa si volviesen los temores de ruptura del euro. El segundo, es la amenaza que pende en los EEUU por el llamado “precipicio fiscal”, un paquete automático de reducción del gasto público y de aumento de ingresos por valor del 4% del PIB a comienzos de 2013 y que empujaría a la economía estadounidense de nuevo a la recesión. El último sería una fuerte desaceleración de las economías emergentes, en particular de China, que a su vez arrastraría a aquellas basadas en la exportación de materias primas.

### **El resto de políticas económicas deberían aprovechar la ventana de oportunidad abierta por los bancos centrales**

En un entorno de elevada incertidumbre para la economía mundial, a lo largo de los últimos meses las autoridades de todo el mundo –y en particular los bancos centrales de la zona euro y los EEUU– han dado pasos significativos en sus respectivas áreas de responsabilidad. Las decisivas medidas tomadas han evitado que ocurriera un evento de riesgo sistémico comparable con los acontecidos a finales de 2008. Así, ambos bancos centrales han “construido puentes” para permitir que el resto de políticas macroeconómicas avancen hacia un nuevo marco institucional en el caso de Europa y hacia un nuevo pacto fiscal en los EEUU. Además, las medidas de la Fed se mantendrán mientras sea necesario para lograr una mejora del mercado laboral de EEUU, a su vez que las tomadas o anunciadas por el BCE están sometidas a diversos condicionantes. El estricto cumplimiento del ajuste fiscal es obligado en Europa, al tiempo que la mejora del mercado laboral es el objetivo en los EEUU.

### **BCE: “cueste lo que cueste”**

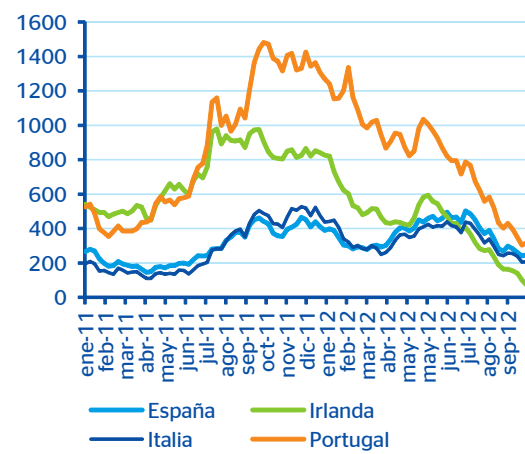
El BCE dió un paso decisivo para poner fin a la crisis de deuda en Europa cuando su presidente, Mario Draghi, anunció a finales de julio la puesta en marcha de un nuevo programa de compra de deuda pública en el mercado secundario (OMT, por sus siglas en inglés) bajo cierta condicionalidad. El movimiento del BCE vino después de la cumbre del Eurogrupo en junio en donde se llegó a acuerdos que reforzaban la unión monetaria: compromisos de supervisión bancaria común y estudio de planes de unión fiscal e incentivos al crecimiento. El anuncio de Draghi cumple el mandato del BCE de asegurar el funcionamiento de la política monetaria en el área, roto con las elevadas rentabilidades de la deuda pública de los países periféricos por la posibilidad de una ruptura del euro.

El movimiento del BCE fue más contundente de lo previsto y disipa los temores sobre la irreversibilidad del euro en su actual configuración. Así, las tensiones en los mercados financieros se han aliviado significativamente desde junio (ver Gráfico 1) e incluso no se han agravado a pesar de diversas incertidumbres en torno al cumplimiento de objetivos fiscales o calificaciones de deuda, por ejemplo.

El área del euro terminará disponiendo de un marco general que refuerce su gobernanza incluyendo una unión bancaria, unión fiscal y un prestamista de última instancia. Se ha progresado en todos estos frentes, quizá no lo suficiente para revertir la dinámica de fragmentación financiera, pero sí con el suficiente compromiso para pensar que lo peor de la crisis puede, por fin, haber pasado. En el corto plazo, el programa del BCE y el apoyo del MEDE bajo condicionalidad fiscal han creado instrumentos para resolver problemas de financiación en países como Italia y España. Al mismo tiempo, la adecuada implementación de los planes de unión bancaria y una definición adicional del diseño de la unión fiscal serán factores clave en la sostenibilidad de la zona euro en el largo plazo.

Gráfico 1

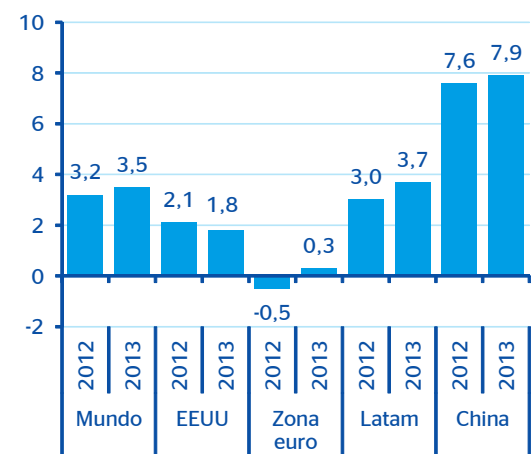
**Índice de Tensiones Financieras para países de la zona euro<sup>1</sup>**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

**Crecimiento del PIB (%)**



Fuente: BBVA Research y Haver

**Fed: “el tiempo que sea necesario”**

La economía de EEUU crece, pero lo hace a tasas históricamente bajas y con tasas de desempleo aún elevadas. Ello es resultado del todavía elevado endeudamiento, que ha de irse absorbiendo, pero también de un entorno externo incierto en lo que se refiere a la resolución final de la crisis en Europa y, desde una perspectiva doméstica, de la falta de acuerdo sobre cómo reducir el elevado déficit público evitando un ajuste automático de ingresos y gastos que cada día se acerca más (precipicio fiscal).

En ese contexto, la Fed relajó adicionalmente la política monetaria en su reunión de septiembre. Anunció su intención de mantener los tipos de interés en los mínimos actuales por lo menos hasta mediados de 2015, un año más de lo declarado anteriormente. Pero para apoyar la mejora de expectativas del mercado laboral, también anunció una nueva ronda de expansión cuantitativa (QE) a través de la compra de cédulas hipotecarias (MBS), en un intento de mejorar las condiciones financieras para los hogares. Con esta política, la Fed está comprando un seguro frente al potencial impacto si se da un intenso ajuste fiscal automático que, en nuestro escenario central, esperamos que no se produzca por completo.

Los efectos potenciales del QE3 no se limitan a la economía estadounidense. Tal y como se observó en anteriores programas, las expansiones de liquidez provocan rápidamente entradas de capital a economías emergentes, reduciendo la prima de riesgo y los costes de financiación en estos países, estimulando la disponibilidad de crédito y con todo ello, sus tasas de crecimiento e inflación.

## La respuesta de los bancos centrales no basta para devolver la economía mundial a una senda de expansión sostenida

Con las medidas de política económica tomadas, la economía mundial puede haber evitado una desaceleración hasta la menor tasa de crecimiento de los últimos 30 años (salvo en la recesión de 2009), pero el escenario central sigue siendo de crecimiento moderado. Las economías avanzadas han estado perdiendo empuje desde 2011. Más recientemente, las economías emergentes también se han visto afectadas por la debilidad de las desarrolladas, aunque en algunos casos importantes, como en China y Brasil los últimos datos señalan que la actividad se está estabilizando.

No obstante, las medidas tomadas por los bancos centrales en los EEUU y en la zona euro han disminuido la probabilidad de un escenario de riesgo. En nuestro escenario base, el crecimiento en la zona euro se prevé que ganará empuje hacia 2013. Aunque el PIB de la zona euro decrecerá en 2012 (-0,5%), rebotará en 2013 (+0,3%). En EEUU, el crecimiento continuará alrededor del 2% en 2012 y 2013. La principal revisión a la baja en nuestro escenario de noviembre corresponde a China (0,2 pp en 2012 y 0,4 pp en 2013), aunque en ambos años esperamos que las políticas de estímulo mantengan su tasa de crecimiento cercana al 8% (Gráfico 2).

En conjunto, se prevé que la economía mundial continúe una suave recuperación con crecimientos entre el 3% y el 3,5% del PIB en 2012 y 2013. Este escenario depende de varios supuestos clave, y en particular que en el área del euro se implementen las políticas anunciadas para fortalecer la unión monetaria. En primer lugar, suponemos que las recientes discusiones sobre la supervisión financiera no afectarán sustancialmente a los acuerdos de junio, por lo que el círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario quedará roto y la transmisión de la política monetaria, que en la zona euro está dirigida principalmente por bancos, se restaurará de nuevo. Segundo, suponemos que el mecanismo encargado de eliminar el riesgo de convertibilidad será activado, lo que reduciría los tipos de interés en las economías periféricas. Y ello sin que se puedan descartar bajadas más intensas si el área del euro progresa más rápidamente en su nueva configuración institucional y la implementación de los compromisos acordados. Finalmente, en este escenario central, se considera que Grecia continuará siendo parte del euro, lo que en contrapartida requerirá apoyos desde Europa mediante una financiación adicional y/o un periodo más largo para cumplir con la condicionalidad fiscal exigida. Basados en experiencias pasadas, siendo cierto que existen riesgos de implementación, también lo es que las instituciones europeas tienden a encontrar soluciones a los problemas justo cuando el tiempo para ello se está acabando.

## 3. Economía panameña mantiene elevado dinamismo

### Revisamos nuestra previsión de crecimiento para 2012 y 2013 a 10,0% y 6,6%, respectivamente

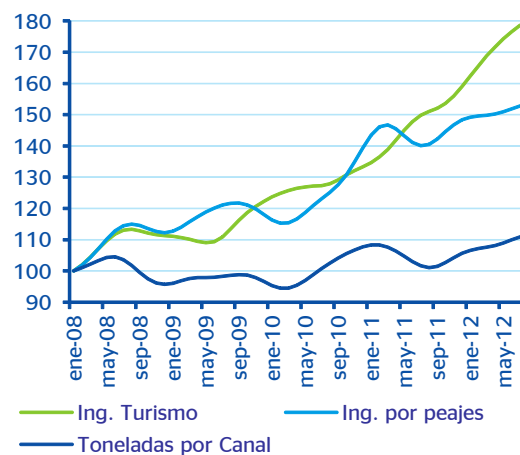
En la primera mitad de 2012 la economía de Panamá creció 10,4% anual, ubicándose por encima de nuestras expectativas a pesar de la turbulencia global. Este comportamiento estuvo impulsado por los buenos resultados en los sectores de transporte, almacenamiento y comunicaciones y construcción. En el primer caso, fueron los servicios asociados con el canal, tanto en transporte como en bodegas, y la inversión en infraestructura y equipo aeronáutico los canales de la expansión. En la construcción, los planes públicos de infraestructura tuvieron el mayor impacto, compensando el menor dinamismo de las edificaciones privadas.

Los indicadores económicos recientes mantienen una perspectiva favorable del país. Sobresalen los resultados en materia de servicios de carga y exportaciones, los cuales están concentrados en el canal de Panamá y en la Zona Libre de Colón. En efecto, el crecimiento de la carga transportada por el canal se aceleró desde una tasa anual de 2,3% entre enero y junio, hasta una tasa de 11,7% anual en el mes de julio. Asimismo, el turismo se convirtió en una fuente dinámica para la generación de divisas con un crecimiento cercano a 7% en el número de visitantes y de 20% en los gastos efectuados por éstos dentro del país (Gráfico 3).

El Índice Mensual de Actividad Económica –IMAE– resume estas perspectivas positivas. Con datos a agosto, el índice anticipa una expansión de la economía panameña de 9,4% en los ocho primeros meses de 2012. Según este indicador, la construcción y el transporte seguirán impulsando el crecimiento, pero aparecen otros sectores con variaciones importantes como minería (aunque con baja participación en el PIB) y servicios turísticos (Gráfico 4).

Gráfico 3

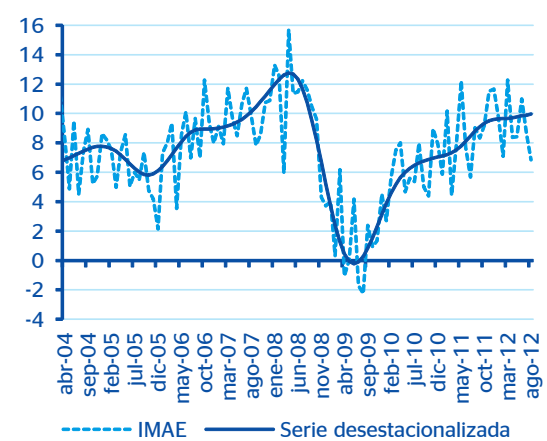
**Carga transportada, peajes e ingreso por turismo (variación anual, %)**



Fuente: INEC, GlobalSource y BBVA Research

Gráfico 4

**IMAE (variación anual, %)**



Fuente: INEC y BBVA Research

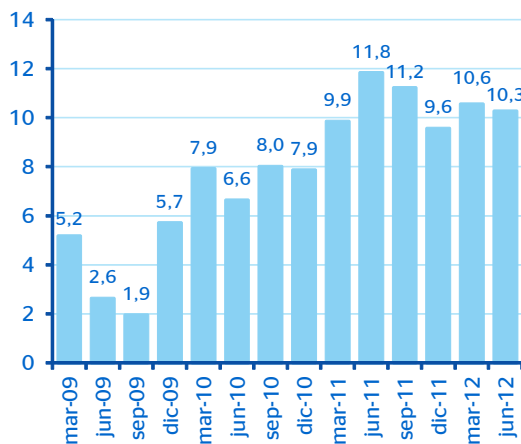
La ejecución de la inversión pública a un mayor ritmo será decisiva para mantener la expansión de la economía de Panamá en los próximos años. Para esto, se debe garantizar el avance de los principales proyectos del país, tales como el tercer juego de esclusas en la ampliación del canal, el Metro de Ciudad de Panamá, la adecuación de la infraestructura vial, el saneamiento de la bahía y el desarrollo de los puertos más importantes del país.

El plan total de inversión pública se estima en USD 13.500 millones hasta 2014. Sin embargo, parece incierto el avance de ciertos proyectos gubernamentales, tales como la Torre administrativa, la Torre financiera y las conexiones de Howard con el puente Centenario y Tocumen con la terminal de cargas. Esta menor ejecución determinará un ajuste de la economía panameña en los próximos años hacia tasas de crecimiento más sostenibles y cercanas al potencial.

Sin embargo, la expansión se apoyaría en la inversión del sector privado y en el alto flujo de comercio exterior que demandarán las economías latinoamericanas. El sector privado tiene proyectos específicos en minería, logística, sector eléctrico, desarrollos hoteleros, entre otros, los cuales tendrán un valor superior –casi el doble– a las iniciativas del Gobierno en infraestructura. Asimismo, el comercio exterior tendrá asociado un mayor flujo mercantil por el Canal, el cual se sustenta en la demanda interna creciente de la mayor parte de los países de Suramérica y México. Por lo tanto, a pesar de que se espera una desaceleración, ésta será moderada en la medida que el gasto privado y externo mantienen su dinámica.

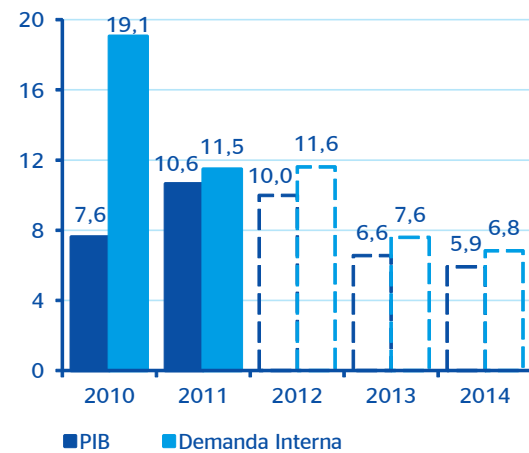
Con estos indicadores hemos revisado la proyección de crecimiento para 2012 y 2013 de 8% a 10% y de 6,8% a 6,6%, respectivamente (Gráficos 5 y 6). Esta proyección se basa en las sorpresas positivas en los sectores de transporte y turismo durante la primera mitad del año, acompañados de un ritmo de avance aceptable en las principales obras de infraestructura pública. Igualmente, la tasa esperada para 2013 se sustenta en el menor espacio de crecimiento de los sectores que lideraron la expansión de 2012 y el ritmo de ejecución de obras públicas por debajo de lo planeado, lo cual será parcialmente compensado por los proyectos minero-energéticos y residenciales del sector privado.

Gráfico 5  
PIB total (variación anual, %)



Fuente: INEC y BBVA Research

Gráfico 6  
Proyecciones del PIB y la demanda interna (variación anual, %)



Fuente: INEC y BBVA Research

Por el lado de la demanda, ante la ausencia de las cifras oficiales desde 2010, es necesario interpretar tendencias sectoriales para concluir las trayectorias del consumo, la inversión y el comercio exterior. En primer lugar, el crecimiento del sector comercio se ha ubicado por debajo del nivel del PIB, lo cual reflejaría el menor dinamismo del gasto de los hogares en bienes, aunque presionado al alza por el importante repunte del gasto en servicios. Al contrario, la inversión mantiene el dinamismo, no sólo por el presupuesto público, sino también por la elevada iniciativa privada. Finalmente, el comercio exterior parece diferenciarse entre el mercado de bienes, con variaciones negativas en muchos productos, y el de servicios y re-exportaciones, creciente y con elevadas perspectivas de incremento hacia Latinoamérica, especialmente Perú y Colombia.

El consumo de los hogares podría mantenerse en variaciones superiores a las del PIB en 2012 y 2013 gracias al buen comportamiento del mercado laboral. En efecto, la tasa de desempleo se habría ubicado en agosto de este año en 4,3%, una reducción con respecto al 4,1% observado en el mismo mes de 2011, lo cual tendrá un impacto positivo sobre los indicadores de pobreza, hasta debajo del 26%, e informalidad, más inflexible en valores superiores al 40%. Asimismo, las encuestas de perspectivas de empleo de Manpower mantienen una senda optimista.

En este momento, la mayor incertidumbre en el resultado de crecimiento del cuarto trimestre es el tamaño del impacto negativo que tuvieron las huelgas sociales en octubre. Las actividades que venían liderando la actividad, tales como transporte, operaciones logísticas, turismo y construcción, pudieron verse afectadas por las dificultades en movilidad de personas, mercancías y autos en Ciudad de Panamá, el Canal y la Zona Libre de Colón.



## Déficit en cuenta corriente menos amplio por disminución del ritmo importador

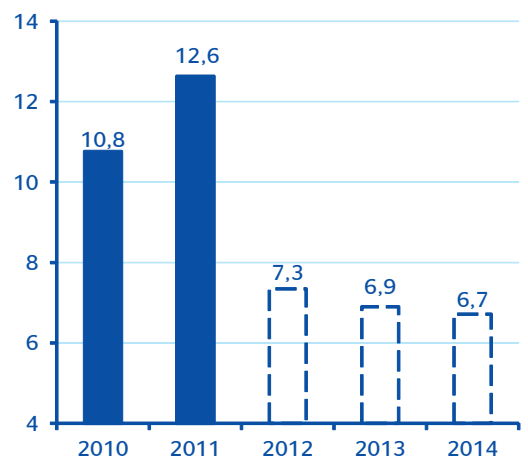
Las actividades en expansión de Panamá no son intensivas en importaciones. Este es el caso de los servicios y la construcción, los cuales demandan principalmente mano de obra y logística interna, además de alguna producción local de cemento que amortigua su posición de importador neto de este mineral. En contraste, sectores como comercio, agricultura e industria presentan comportamientos más moderados, ralentizando las importaciones de bienes de consumo (durable y no durable), cereales y alimentos para animales y bienes de capital, respectivamente. En efecto, las compras externas del país sólo aumentaron 10,4% anual entre enero y junio de 2012, en comparación con un 22,5% anual que se observó en el mismo período de 2011. En contraposición, las exportaciones de servicios crecieron fuertemente en lo corrido del año, como mostrábamos en las cifras de carga transportada, además del crecimiento de 4% entre enero y agosto de 2012 de la venta de combustible marino desde el búnker del Canal de Panamá.

Otro hecho significativo es que a partir de octubre de este año entró en vigencia el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos el cual promoverá una ampliación de las exportaciones en los próximos años. 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).

Con base en estos indicadores hemos revisado a la baja el déficit en cuenta corriente de 2012 y 2013, de 11,6% a 7,3% del PIB y de 10,5% a 6,9% del PIB, respectivamente (Gráfico 7). El elevado déficit de la economía de Panamá se justifica por su actual ciclo de crecimiento de la inversión, el cual está compensado por su amplio acceso a los mercados internacionales de capitales y el financiamiento de los principales proyectos de infraestructura a través de entidades multilaterales.

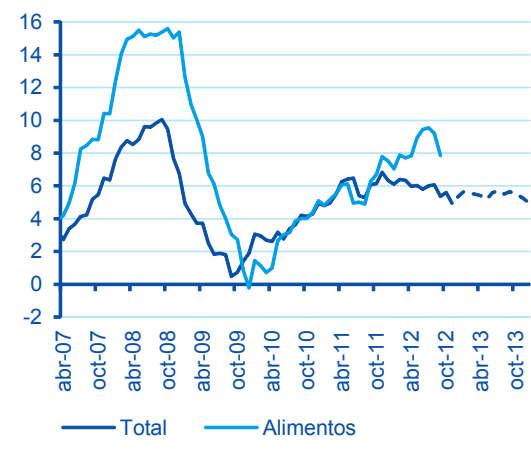
Sin embargo, en el largo plazo, se debe estar alerta al momento en que se reduzca la liquidez mundial, lo cual podría limitar las captaciones externas de los bancos de Panamá y disminuir la holgura actual de la cuenta financiera. Asimismo, hoy en día la inversión directa extranjera crece principalmente por la reinversión de utilidades, la cual significa el 42% del total. En un momento en el cual se complete el incremento de la capacidad instalada de las firmas extranjeras radicadas en Panamá probablemente serán mayores los envíos de dividendos al extranjero, presionando así el déficit de la cuenta de renta de factores.

Gráfico 7  
**Déficit en cuenta corriente (en porcentaje del PIB)**



Fuente: INEC y BBVA Research

Gráfico 8  
**Precio de alimentos e inflación total con previsión (variación anual, %)**



Fuente: INEC y BBVA Research

## 4. Presiones inflacionarias por elevados precios internacionales de los cereales y política monetaria laxa en Estados Unidos

La inflación observada a octubre de este año se ubicó en 5,3% anual, lo cual significó una desaceleración con respecto al valor observado en diciembre (6,3% anual). Las mayores presiones inflacionarias se manifestaron en los alimentos y materias primas con contenido de cereales, como consecuencia del incremento en el precio internacional de los mismos. Esto condicionará el precio de algunos productos pecuarios que tienen como base de alimentación los cereales, tales como pollo (huevos), res (queso y leche) y cerdo, reflejándose en tasas mensuales de inflación elevadas al menos hasta la primera mitad de 2013. Asimismo, no se descartan presiones adicionales provenientes de la elevada liquidez en Estados Unidos, sobre todo en los bienes transables.

Los otros rubros del índice de precios al consumidor presentaron comportamientos estables y bajos, excepto equipo del hogar y salud (que significan sólo un 13,1% de la canasta total), compensando en parte el elevado crecimiento de la inflación de alimentos y bebidas (7,2% anual en octubre). En particular, la vivienda (que se refiere a servicios públicos y arriendo) y el transporte pasaron de unas tasas de 1,3% y 11,8% anual en diciembre de 2011 a unas de 3,3% y 6,3% en octubre, respectivamente. Esto se relaciona directamente con la normalización de los precios del petróleo en lo corrido del año, con lo cual se redujo la inflación de todos los rubros que incluyen combustible, tales como gas domiciliario y gasolina.

En este sentido, a pesar de la influencia de los alimentos al alza (32% de la canasta del IPC) hasta abril de 2013, las menores presiones desde los demás rubros de la canasta (55% del total) y la disminución global del precio de los cereales determinarán una senda de reducción de la inflación. Según nuestras estimaciones, la variación de los precios sería de 5,3% anual al finalizar 2012, moderándose hasta 5,0% anual al cierre de 2013 (Gráfico 8).

La variación de los precios de la vivienda se ha mantenido baja (incluso negativa en 2009-2010), pues la demanda inmobiliaria proveniente de los visitantes y residentes extranjeros se ha deteriorado en los años recientes. Sin embargo, el fuerte crecimiento de la economía panameña en el año 2012 podría haber acelerado este indicador, pero por debajo de los niveles observados en 2006 y 2007.

La demanda interna reducirá las presiones de inflación en 2013, pues pasará de crecer a una tasa de 11,6% anual en 2012 a una de 7,6% anual en 2013, si bien permanecerá por encima del nivel observado para el PIB como resultado del impulso fiscal. Esto se refleja en el comportamiento de la cartera de crédito, la cual se estabilizó en tasas de crecimiento de 14% anual, moderándose con respecto a una de 19,8% anual observada a mediados de 2011. La desaceleración ha sido equivalente en la cartera local y en la externa, manteniéndose relativamente estable la proporción de cada una en 2011 y 2012. La participación de la interna se ubicó siempre en un rango entre 70% y 72%.

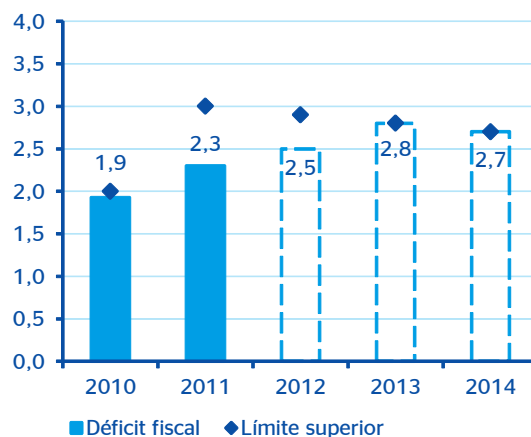
El componente del crédito que más se desaceleró fue el comercial, que pasó de una tasa de 27,8% anual en julio de 2011 a una de 22,7% anual en agosto de 2012. Al contrario, la cartera dirigida a los hogares, tanto hipotecaria como de consumo, presentó una ligera aceleración en el transcurso del mismo periodo. Por su parte, la evolución de la calidad de la cartera ha sido saludable, pues sólo el 0,7% de los saldos del sistema bancario se encuentran vencidos, un nivel que significa un poco más de la mitad del promedio del indicador desde 2005 (1,3% anual).

## 5. Amenazas sobre las cuentas fiscales se mantienen

Al primer semestre de 2012 el sector público no financiero –SPNF– registró un déficit de 1,2% del PIB, disminuyendo con respecto al 1,4% del PIB registrado en igual período de 2011. El mejor resultado se sustenta en el aumento de 16,3% anual en los ingresos corrientes del Gobierno Central –GC–, que no fue compensado por un aumento de 11,7% anual en los gastos corrientes. La mayor presión al alza se evidenció en el aumento de los gastos de inversión, los cuales pasaron del 4,4% del PIB en 1S11 al 5,1% del PIB en 1S12. Al mismo tiempo el Gobierno tuvo un aumento de 19,2% anual en el ahorro corriente, lo que le permitió financiar parte del plan de inversiones (74% del total) y disminuir la demanda por deuda pública adicional.

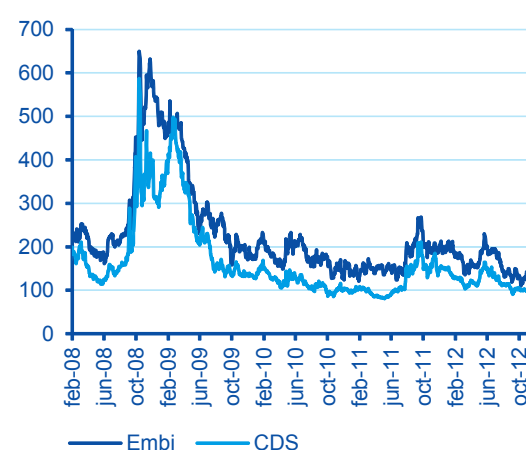
La administración tributaria fue elemental para aumentar el recaudo tributario un 23,1% anual, por medio de la puesta en funcionamiento de las impresoras fiscales como principal medio de facturación en el país y la creación de la Unidad de Grandes Contribuyentes. Este panorama positivo nos permitió revisar a la baja el déficit esperado del SPNF, el cual se ubicaría en 2,5% del PIB al final de este año y en 2,8% del PIB en 2013. En los dos años se ubicaría en todo caso por debajo o en línea con el techo fijado por la Ley de Responsabilidad Fiscal actualizada en junio pasado (Gráfico 9).

Gráfico 9  
**Déficit del sector público no financiero (en porcentaje del PIB)**



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas y BBVA Research

Gráfico 10  
**Prima de riesgo de la economía de Panamá (en puntos básicos)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Un elemento positivo adicional fue la revisión al alza de la calificación de Moody's de los bonos del Gobierno a Baa2 (desde Baa3) con perspectiva estable. La perspectiva se basó en la importancia de Panamá como centro de logística global y los beneficios fiscales del nuevo proyecto masivo de extracción de oro y cobre. Además, la calificadora resaltó la reducción de la deuda pública desde un 70% del PIB en 2004 a un nivel inferior a 40% del PIB en 2012. Previamente, Standard and Poor's había mejorado la calificación a BBB, mientras tanto Fitch Ratings reafirmó su calificación en BBB. Asimismo, Panamá salió de la lista de paraísos fiscales de la OCDE en abril pasado, reflejándose, conjuntamente con lo anterior, en una reducción de las primas de riesgo (Gráfico 10).

No obstante, se debe advertir que la capacidad de ahorro de la economía panameña se restringió con el incremento del techo del déficit aprobado por la Asamblea Nacional a mediados de 2012 (ver Recuadro), limitando la disciplina fiscal. Además, el hecho de que Panamá no tenga un crecimiento tan acelerado en los próximos años podría aumentar las presiones fiscales ante el menor crecimiento de los ingresos, tal como lo anticipa nuestra mayor proyección del déficit en 2013 respecto al 2012, en parte explicado por la inercia de las inversiones en infraestructura a pesar del menor crecimiento económico.

## Recuadro. El financiamiento del presupuesto de 2013 y la posibilidad de ahorro fiscal

El presupuesto General del Estado de Panamá para la vigencia fiscal del año 2013 es de USD 16.284 millones, lo cual significa un aumento de 12,6% con respecto al nivel aprobado para 2012. El presupuesto de 2013 está dividido en USD 7.574 millones de gastos de funcionamiento y USD 6.947 millones de gastos de inversión. Según el Gobierno, los cálculos para el presupuesto se hicieron sobre la base de un crecimiento económico del 8% y respetando la Ley de Responsabilidad Fiscal que establece el techo del déficit. Por lo tanto, de darse el crecimiento esperado por BBVA Research (6,6%) habría presiones al alza sobre la meta fiscal del Gobierno.

Las prioridades del Gobierno Nacional se ven reflejadas en la distribución del presupuesto, el cual se focalizó en las entidades con mayor injerencia en los principales objetivos de la administración de Ricardo Martinelli. Los ministerios con mayores fondos serán el Ministerio de la Presidencia, que cuenta con USD 1.463 millones, de los cuales USD 1.381 millones están destinados exclusivamente a inversión (primera línea del Metro de Panamá, los mercados públicos y la Cadena de Frío). Seguidamente, el Ministerio de Educación, con USD 1.471 millones, que tiene como objetivo continuar con los programas de la Beca Universal, alimentación y nutrición.

Finalmente, el Ministerio de Salud, con USD 1.512 millones y el Ministerio de Obras Públicas, con USD 730 millones, completan la lista. En este último ministerio, USD 698 millones contarán con dedicación exclusiva al cumplimiento de obras como la construcción del boulevard de Soná, en Veraguas, la culminación de la carretera Divisa-Chitré-Las Tablas, entre otras.

Los ingresos se encuentran divididos por grupos institucionales. Se calcula que las Instituciones Descentralizadas, las Empresas Públicas, los Intermediarios Financieros y el Gobierno Central, contarán con recursos de USD 4.831, USD 1.109, USD 2.379 y USD 9.561 millones, respectivamente. Además, el Gobierno Central tendría ingresos tributarios por USD 4.832 millones —el

50,7% de los ingresos totales del GC, con un crecimiento de 3% con respecto a las estimaciones de 2012—, e ingresos de capital que ascenderán a USD 2.576 millones. Dentro de los ingresos de capital se incluyen ventas de activos nacionales como el Centro de Convenciones Figali, la concesión del Puerto de Corozal y parte de la Zona Libre de Colón.

El mayor reto que tendrá el Gobierno será llevar a cabo la privatización de los activos, máxime cuando en los meses recientes ha fallado en la puesta en marcha de esta política. En efecto, la Ley 52, que reformó el código fiscal a mediados de este año, buscó cubrir los faltantes en el presupuesto de ingresos por cuenta de la imposibilidad de privatizar algunas energéticas y telefónicas. Estos recaudos se buscaron compensar con la eliminación del AMIR (adelanto mensual al impuesto sobre la renta), restablecimiento de las declaraciones estimadas, el Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) a la venta de equipos eléctricos y la retroactividad de algunos impuestos. La profundización de esta imposibilidad en la venta de activos vino por cuenta de la derogación de la Ley que permitía la venta de terrenos en la Zona Libre de Colón, lo cual se decidió luego de las fuertes protestas sociales encaminadas a este objetivo.

Asimismo, en el mediano plazo la economía panameña deberá comprobar su capacidad de ahorro mediante la creación del Fondo de ahorro de Panamá con un capital inicial de USD 1.300 millones. Los aportes futuros provendrán de las contribuciones del Canal, que según proyecciones oficiales podrían sumar unos USD 30.000 millones entre 2015 y 2025. Sólo se podrán retirar recursos del Fondo en caso de haber una emergencia natural con un costo igual o superior al 0,5% del PIB, cuando el crecimiento del PIB real sea de 2 % o menos en tres trimestres o para pagar deuda pública siempre y cuando el valor del Fondo sea mayor al 5% del PIB del año anterior.

## 6. Política económica con menor capacidad para enfrentar un empeoramiento de la situación global

En caso de presentarse una profundización de la crisis de deuda europea, con efectos considerables sobre otras economías desarrolladas, el principal canal de transmisión sobre Panamá serán los menores ingresos derivados por los servicios de comercio exterior, transporte, combustible marino y almacenamiento, sectores que están liderando actualmente el resultado del PIB. En este escenario, además, podría haber un choque de confianza sobre los hogares y las empresas, con lo cual restringirían moderadamente sus planes de consumo e inversión. Sin embargo, la probabilidad de un evento como este es mucho menor que hace tres meses, por las acciones de los bancos centrales, especialmente el BCE, como anotábamos más arriba.

En todo caso, de cumplirse este escenario de baja probabilidad, el plan de inversiones de Panamá pondría una cota inferior al crecimiento económico, dejándolo en terreno positivo. Sin embargo, la capacidad de reacción del Gobierno sería inferior a la que tuvo en 2008, año en el cual había tenido un superávit fiscal de 0,4% del PIB, mientras que hoy en día esperamos un déficit de 2,5% del PIB. Por lo tanto, en la medida que se complique el financiamiento de los proyectos de inversión pública, el Gobierno deberá priorizar entre las obras de mayor impacto económico, con mejor acceso a capital privado, y descartar aquellas que tengan menores recursos privados comprometidos.

Esto es aún más cierto si se tiene en cuenta que los ingresos del Gobierno no sólo se reducirán por los menores tributos corrientes ante la moderación de la actividad interna, sino también por los más bajos aportes de capital que hacen las empresas de economía mixta. Entre éstas, el Canal de Panamá reducirá sus pagos por el menor recaudo de peajes ante la disminución del comercio global.

En este escenario, es muy probable una reducción de los flujos de inversión extranjera directa, aunque, de nuevo, tendrán un límite inferior dado por los grandes proyectos de infraestructura, minería y energía que comprometieron recursos externos en el mediano plazo. En todo caso, será necesario un cierre de la cuenta corriente más allá del déficit cercano al 7% del PIB que esperamos en el escenario central en 2013. Este ajuste del déficit tendrá un efecto negativo adicional sobre la demanda interna, reforzando el choque de confianza inicial.

## 7. Tablas

Cuadro 1

### Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012	2013
PIB (% a/a)	7,6	10,6	10,0	6,6
Consumo Privado (% a/a)	24,4	12,5	11,0	7,0
Consumo Público (% a/a)	12,2	4,5	5,0	5,0
Inversión Fija (% a/a)	11,6	12,5	16,0	10,0
Inflación (% a/a, fdp)	4,9	6,3	5,3	5,0
Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	1,0	1,0	1,0	1,0
Tasa de Interés (% fdp)	2,1	1,4	1,5	1,7
Balance Fiscal (% PIB)	-1,9	-2,3	-2,5	-2,8
Cuenta Corriente (% PIB)	-10,8	-12,6	-7,3	-6,9

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](http://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**Mauricio Hernández**  
mauricio.hernandez@bbva.com

Estudiante en práctica profesional

**María Claudia Llanes**  
maria.llanes@bbva.com**Julio César Suárez**  
julio.suarez@bbva.com**Paola Andrea Angulo**  
paolaandrea.angulo@bbva.com**Juan Felipe Duarte**  
juanfelipe.duarte@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.comArgentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.comChile  
**Alejandro Puente**  
apuente@bbva.comColombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.comPerú  
**Hugo Perea**  
hperea@bbva.comVenezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo.lopez@bbva.comMéxico  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com  
Análisis Macro México**Economías Desarrolladas:****Rafael Doménech**  
r.domenech@bbva.comEspaña  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.comEuropa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.comEstados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com**Sistemas Financieros y Regulación:****Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@grupobbva.comSistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.comPensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.comRegulación y Políticas Públicas  
**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com**Áreas Globales:**Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.comEscenarios Económicos  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.comInnovación y Procesos  
**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com**Market & Client Strategy:****Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.comEquity Global  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.comCrédito Global  
**Javier Serna**  
javier.serna@bbvauk.comTipos 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