

# Situación Panamá

Primer Semestre 2013  
Análisis Económico

- **El crecimiento global se sigue recuperando gradualmente**, pero unas perspectivas más dispares para las principales economías frenan la intensidad de la mejora del PIB en 2013 y 2014.
- **El PIB de Panamá crecerá 8,1% y 7,6% en 2013 y 2014, respectivamente.** La inversión será el principal dinamizador de la economía en los próximos dos años. Asimismo, la tasa de desempleo se mantiene en mínimos históricos y apalancará el crecimiento del consumo privado.
- **Mayor gasto público mantendrá el déficit muy cerca del nivel máximo permitido por la Ley de Responsabilidad Fiscal.** Se deberá priorizar el gasto en capital sobre el corriente para evitar presiones procíclicas sobre la demanda interna.
- **Estimamos que en 2013 y 2014 la inflación terminará por encima del 4% anual** y se mantendrá en el mediano plazo en un nivel cercano al 3,5% anual. Panamá mantiene una inflación estructural elevada por dinamismo económico y tasas de desempleo bajas.

# Índice

1. Resumen.....	3
2. Un escenario global más heterogéneo .....	4
3. Panamá: fuerte crecimiento económico basado en el aumento de la inversión .....	5
Recuadro 1. Retos del mercado laboral para mantener la productividad y aprovechar el bono demográfico.....	10
4. Panamá mantiene una inflación estructural elevada por dinamismo económico y tasas de desempleo en mínimos históricos .....	12
5. Déficit fiscal se mantendrá en el extremo superior de la Ley de Responsabilidad Fiscal.....	13
6. Reducción del comercio global y menor flujo de capitales hacia los países emergentes son los riesgos externos que enfrenta la economía de Panamá.....	14
7. Tablas .....	15

Fecha de publicación: 22 de mayo de 2013

## 1. Resumen

El crecimiento global se sigue recuperando gradualmente, pero unas perspectivas más dispares para las principales economías frenan la intensidad de la mejora del PIB en 2013 y 2014.

En el área del euro la recuperación se retrasa a 2014 a pesar del papel del BCE como cortafuegos de las tensiones financieras ayudado por el impulso dado a la unión bancaria. Ha sorprendido positivamente la efectividad del BCE como garante del euro ante choques como el desordenado rescate a Chipre, la situación política en Italia o el dictamen del tribunal constitucional portugués.

En Panamá, los indicadores líderes al inicio de 2013 muestran una desaceleración muy gradual de la economía, aunque permaneciendo en tasas elevadas de crecimiento. Este proceso de moderación de la actividad será favorable para ajustar la expansión a niveles más cercanos al PIB potencial del país.

Según nuestras previsiones, **el PIB de Panamá crecerá 8,1% y 7,6% en 2013 y 2014, respectivamente**. Además de la inversión, que crecerá 11,4% anual en promedio en los dos años, el consumo público tendrá un papel central en esta expansión. El mercado laboral se mantiene en mínimos históricos y apalancará el crecimiento del consumo privado, aunque a tasas más moderadas que el PIB. Los servicios por exportaciones tendrán un mayor crecimiento en la segunda mitad del año. **Una continuidad del crecimiento en el mediano plazo requiere encontrar nuevas fuentes de expansión que reemplacen el gasto público.**

En 2013 y 2014 el déficit de la cuenta corriente seguirá ajustándose, apoyado en el menor crecimiento de la demanda interna. **El déficit de la cuenta corriente para los dos años se ubicará en 8,8% y 7,7% del PIB, respectivamente.**

**El déficit fiscal se ubicará en 2,8% y 2,7% del PIB en 2013 y 2014, respectivamente.** Sin embargo, las nuevas decisiones gubernamentales, que aumentaron el borde superior de la Ley de Responsabilidad Fiscal para 2013, imponen un sesgo alcista al déficit. Además, cuando no se incluyen algunas empresas públicas en la contabilidad del déficit, las cuales están muy comprometidas con el plan público de gasto en grandes proyectos, se podría estar subestimando las presiones fiscales de corto y mediano plazo.

Panamá mantiene una inflación estructural elevada por dinamismo económico y tasas de desempleo en mínimos históricos. **Estimamos que en 2013 y 2014 la inflación terminará por encima del 4% anual y se mantendrá en el mediano plazo en un nivel cercano al 3,5% anual.** A mediano plazo, el principal riesgo seguirán siendo las presiones salariales que impone un mercado laboral estrecho.

**Reducción del comercio global y menor flujo de capitales hacia los países emergentes son los riesgos que enfrenta la economía de Panamá.** Un deterioro del volumen del comercio global, que reduzca drásticamente la demanda por servicios derivados del Canal, podría limitar el dividendo de la ampliación del cruce marítimo. Asimismo, un escenario de menor disponibilidad de financiamiento externo llevaría a un nuevo ajuste de la demanda interna y acotaría el crecimiento económico de mediano plazo.

## 2. Un escenario global más heterogéneo

El crecimiento global se sigue recuperando gradualmente, pero unas perspectivas más dispares para las principales economías frenan la intensidad de la mejora del PIB en 2013 y 2014. El crecimiento trimestral del PIB mundial, estimado por BBVA Research en el 0,7% a inicios de 2013, habría superado ligeramente el 0,6% del último trimestre de 2012, pero los indicadores disponibles apuntan a una creciente dispersión de la actividad especialmente dentro de las economías más desarrolladas, donde la zona euro vuelve a quedarse rezagada frente a EE.UU. e incluso Japón. A su vez, las economías emergentes seguirán liderando el crecimiento mundial. Con todo, se estima que **el ritmo de la expansión global en 2013 será del 3,3%, sólo una décima sobre el crecimiento estimado para 2012 (Gráfico 1)**. En 2014 se alcanzarían tasas cercanas al 4% si bien los riesgos siguen estando sesgados a la baja.

En el área del euro la recuperación se retrasa a 2014 a pesar del papel del BCE como cortafuegos de las tensiones financieras ayudado por el impulso dado a la unión bancaria. Ha sorprendido positivamente la efectividad del BCE como garante del euro ante choques como el desordenado rescate a Chipre, la situación política en Italia o el dictamen del tribunal constitucional portugués. Esto se ha reflejado en una escasa respuesta de los mercados y de las tensiones financieras ante estos eventos (Gráfico 2). Por el lado negativo, los indicadores de coyuntura muestran **la generalización de la debilidad cíclica más allá de la periferia europea**, lo que justifica la reciente **bajada de tipos de interés del BCE**.

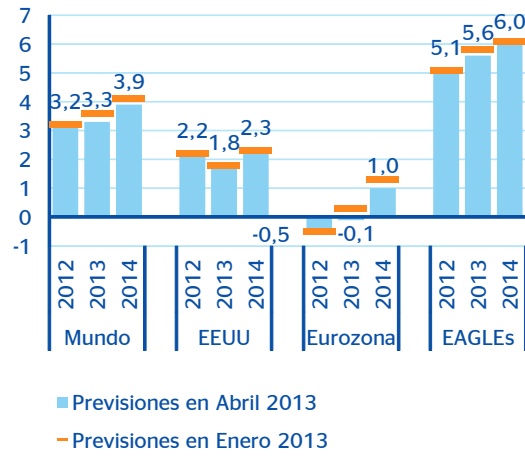
Es esta una medida positiva, **aunque difícilmente reducirá por sí sola una fragmentación financiera** que ya impacta menos a emisores soberanos o incluso a grandes corporativos, pero que sigue afectando a hogares y empresas por el **desigual funcionamiento del canal bancario**. Las condiciones de oferta de crédito bancario en el conjunto del área siguen tensionándose al tiempo que en países periféricos sigue cayendo la demanda de crédito. Se necesita algo más que la ampliación de la línea de liquidez a los bancos al menos hasta mediados de 2014, y deberían concretarse las medidas en estudio para dinamizar la financiación empresarial, con la participación de instituciones como el Banco Europeo de Inversión.

En este contexto, nuestro escenario contempla una revisión a la baja del crecimiento en la Eurozona. Estimamos una caída del PIB en 2013 de -0,1% y un aumento del 1% en 2014, cuatro y tres décimas menos, respectivamente, de lo pronosticado en nuestra publicación de enero. Los riesgos, en todo caso, siguen sesgados a la baja, siendo clave que Alemania no se mantenga como la única fuente de crecimiento del área gracias a su fácil acceso a la financiación, elevada competitividad y mayor exposición a las fuentes de demanda global con mejor comportamiento.

**Una consecuencia adicional del debilitamiento del ciclo europeo es el creciente debate sobre el grado apropiado de consolidación fiscal.** Aquel que logre una senda creíble de caída de déficit sin un deterioro tal del crecimiento en el corto plazo que haga vano el esfuerzo de ajuste. El apoyo de la Comisión Europea al retraso de los objetivos del déficit público en algunos países europeos va en la línea de primar calidad y composición del ajuste fiscal y enfatizar las reformas estructurales sobre los objetivos de corto plazo. **¿Qué falla en Europa?** Un avance más decidido hacia la unión bancaria, llevar el debate de los objetivos de déficit a medidas estructurales y un compromiso más firme con las reformas en los países de la periferia.

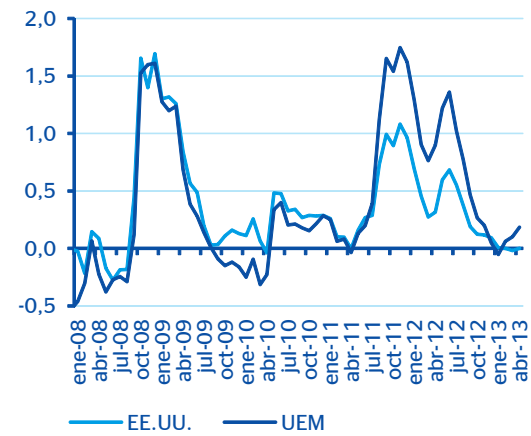
En EEUU, la fortaleza de la demanda privada frente al freno del ajuste fiscal sostiene sus perspectivas de crecimiento. La incertidumbre sobre la política fiscal a corto plazo ha disminuido respecto a escenarios que incluían el cierre de oficinas del gobierno (si bien no se han tomado todavía medidas creíbles de consolidación fiscal a largo plazo). La eliminación de algunas rebajas tributarias y la entrada en vigor de recortes de gasto no han disparado las alarmas en los mercados financieros (Gráfico 2), ni parecen haber supuesto finalmente un freno de consideración del gasto privado gracias a una **expansión monetaria que mantiene unas condiciones de financiación muy favorables** y contribuye a la mejora del ingreso y de la riqueza. Así, resulta razonable mantener las perspectivas de crecimiento de 2013 en el 1,8% a pesar de la sorpresa bajista de la demanda pública en el PIB de los últimos dos trimestres.

Gráfico 1  
Crecimiento del PIB



\*EAGLEs es el grupo de países emergentes que más contribuirán al crecimiento en los próximos 10 años. Los países EAGLEs son China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán.  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
Índice BBVA de Tensiones Financieras



Fuente: BBVA Research

La economía de China pierde fuerza en el primer trimestre de 2013 con la sorpresa negativa de una débil inversión, a pesar de la mayor fortaleza de la demanda externa y de que el crecimiento se mantiene en línea con el objetivo del gobierno del 7,5% para 2013. Así, las medidas puestas en marcha para acotar la fragilidad financiera doméstica parecen haber contribuido a la desaceleración. No obstante, el cambio en el modelo de crecimiento hacia un mayor peso del consumo continúa. Con inflación también más baja de lo previsto, se ha reducido la presión para endurecer las condiciones monetarias, por lo que las autoridades tienen margen de maniobra dado su compromiso con un crecimiento sostenible para lograr el objetivo de crecimiento anunciado. Por ello, nuestro escenario de crecimiento en China se mantiene inalterado en el 8% para 2013 y 2014.

**El sostenimiento en el tiempo de la expansión monetaria, a la que se ha unido el banco central de Japón, supone desafíos.** El objetivo de que los inversores se desplacen buscando rentabilidad hacia activos de mayor riesgo puede llegar a favorecer en algunos mercados valoraciones alejadas de sus fundamentos de largo plazo, lo que puede suponer ajustes desordenados al ir retirando estímulos. Este riesgo crece dada la falta de coordinación entre los bancos centrales con políticas de expansión cuantitativa, atentos, cada uno de ellos, a sus respectivos objetivos domésticos de inflación anclada y crecimiento sostenible. En el caso de las economías emergentes, aunque por ahora están soportando bien las fuertes entradas de flujos, resulta esencial mantener la vigilancia sobre los excesos domésticos que pueden generar.

### 3. Panamá: fuerte crecimiento económico basado en el aumento de la inversión

#### Panamá completó tres años consecutivos acelerando su tasa de crecimiento

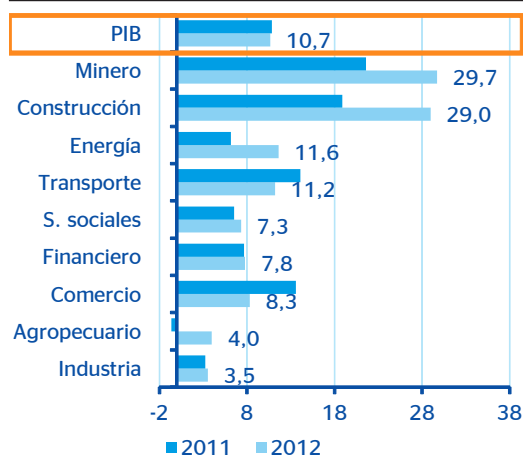
En los pasados tres años, entre 2010 y 2012, la economía de Panamá creció en promedio 9,7% anual, ubicándose como el país más dinámico entre las naciones latinoamericanas. El crecimiento estuvo impulsado por los sectores de construcción y minería, con variaciones cercanas al 20% en promedio cada año.

Estas actividades, que representan el 9% del PIB, siguieron acelerándose durante el segundo semestre de 2012 y lograron compensar algunas presiones a la baja provenientes de otros sectores, tales como energía, comercio interno, servicios financieros y transporte, los cuales agrupan al 52% del PIB. Como resultado, la economía como un todo no se desaceleró al cierre del año anterior, reflejando una mayor fortaleza ante el bajo crecimiento global y una capacidad de ejecución del gasto en inversión mayor a la esperada (Gráfico 3).

Los indicadores líderes al inicio de 2013 muestran una desaceleración muy gradual de la economía, aunque permaneciendo en tasas elevadas de crecimiento. Por una parte, el Índice Mensual de Actividad Económica –IMAE– creció entre enero y febrero (6,5% anual) por debajo de la tasa registrada en el cuarto trimestre del año anterior (9,3%) y de todo 2012 (9,5%). Asimismo, el incremento del recaudo de impuestos sobre las ventas se desaceleró desde un 15,5% observado en 2012 hasta un 12,7% anual al inicio de 2013 y la producción de cemento desde 26,2% a 1,1% en el primer trimestre.

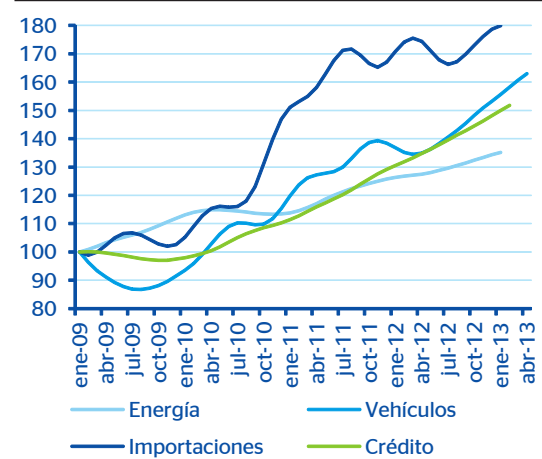
Por otra parte, algunos indicadores siguen sustentando la expansión, incluso a tasas elevadas. Entre los indicadores que aceleraron su tasa de crecimiento durante el primer trimestre están: el consumo de energía, las ventas de vehículos, las importaciones totales en la zona libre de Colón y el crédito total del sistema bancario nacional (Gráfico 4).

Gráfico 3  
PIB por ramas de actividad económica, 2011 y 2012. En variación interanual, %



Fuente: INEC y BBVA Research

Gráfico 4  
Indicadores líderes seleccionados. En Índice ajustado por estacionalidad Ene09=100



Fuente: INEC, ADAP, Superbancos y BBVA Research

## Elevada tasa de inversión en Panamá por los siguientes dos años sostendrá el dinamismo económico

Los indicadores líderes disponibles, revisados previamente, muestran que si bien la economía panameña se encuentra en un proceso de moderación del crecimiento, éste se daría a un menor ritmo y de una forma más gradual de lo que habíamos anticipado anteriormente. Por lo tanto, hemos revisado al alza nuestras previsiones de crecimiento para 2013 y 2014, principalmente por el comportamiento positivo de la inversión.

La inversión fue el componente que sostuvo el crecimiento elevado hasta ahora y será el principal dinamizador de la economía en los próximos dos años. Esto será posible porque el país llevó a cabo un proceso de aprendizaje acelerado en términos de contratación y licitación de obras. Como resultado, Panamá aumentó su capacidad de gestión y ejecución de recursos destinados a proyectos de construcción y minería, tanto desde el sector público como en las iniciativas privadas.

Estimamos un nuevo aumento de la tasa de inversión de la economía en 2013 y 2014. Mientras que en 2012 la tasa se habría ubicado, según nuestros cálculos, en 29,6% del PIB, en 2014 la tasa quedaría en 31,5% del PIB. Este nivel se compara positivamente con una tasa promedio de inversión en Latinoamérica inferior al 25% del PIB. Incluso, se encuentra muy cerca de las tasas máximas observadas en los países del sudeste asiático. De esta forma, Panamá está garantizando un proceso de incremento sostenido de la capacidad productiva, reduciendo al mismo tiempo la probabilidad de una caída abrupta de la actividad en los próximos años.

Según nuestras previsiones, el PIB de Panamá crecerá 8,1% y 7,6% en 2013 y 2014, respectivamente (Gráfico 5). Además de la inversión, que crecerá 11,4% anual en promedio en los dos años, el consumo público tendrá un papel central en esta expansión. El gasto fiscal aumenta normalmente en los períodos pre-electorales, de acuerdo con el ciclo económico-político del país. Esta vez no será la excepción. Proyectamos un aumento del consumo público de 7,2% anual promedio durante 2013 y 2014. La inversión del sector privado en minería, energía y edificaciones se sumará al dinamismo de la inversión pública, sin embargo, tienen un peso inferior al de los sectores con injerencia del sector gubernamental.

La tasa de desempleo se mantiene en mínimos históricos y apalancará el crecimiento del consumo privado (Ver Recuadro), aunque a tasas más moderadas que el PIB (7,7% anual promedio entre 2013 y 2014). Finalmente, los servicios por exportaciones tendrán un mayor crecimiento en la segunda mitad del año, cuando el comercio mundial se beneficie de la consolidación de la recuperación global (Gráfico 6).

## Continuidad del crecimiento en el mediano plazo requiere encontrar nuevas fuentes de expansión que reemplacen el gasto público

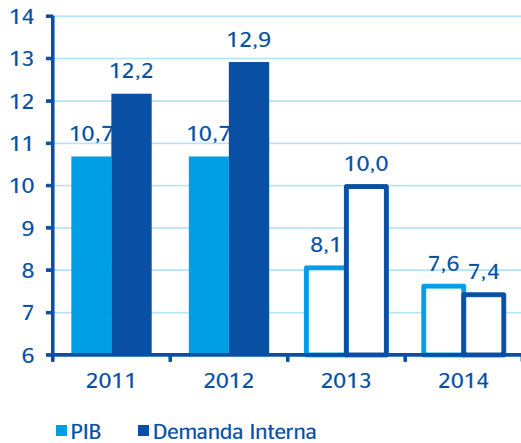
Hacia 2015 se dará por terminado el proyecto de ampliación del Canal de Panamá. Asimismo, a esa fecha, ya deben estar entregados los más importantes sistemas masivos de transporte y las rutas urbanas que incluyeron una elevada inversión pública. Además, el nuevo Gobierno tendrá algunas restricciones presupuestarias para ejecutar nuevos grandes proyectos de infraestructura y transporte, dadas las metas fiscales a cumplir y las vigencias futuras que estarán comprometidas desde las obras actuales.

Por lo tanto, la economía deberá encontrar nuevas fuentes de financiación para la inversión y nuevos proyectos en los que participe el sector privado si pretende mantener un ritmo de crecimiento elevado en el mediano plazo. El sector minero-energético es un candidato a ejercer este liderazgo. Para esto, deberán establecerse mecanismos de participación del sector privado y atraer fuertes flujos de inversión interna y externa. El objetivo final es reducir gradualmente la dependencia del país en hidrocarburos y los costos derivados de las fallas en el sistema eléctrico actualmente.

Sin embargo, la participación en el PIB de los sectores minero-energéticos no es elevada y no podrán sustituir en su totalidad el menor gasto público en inversión. Esto es, irremediamente se dará una moderación de la actividad económica en el mediano plazo, lo cual ayudará a controlar los excesos de gasto y a limitar las presiones de demanda sobre los precios internos que se están dando actualmente.

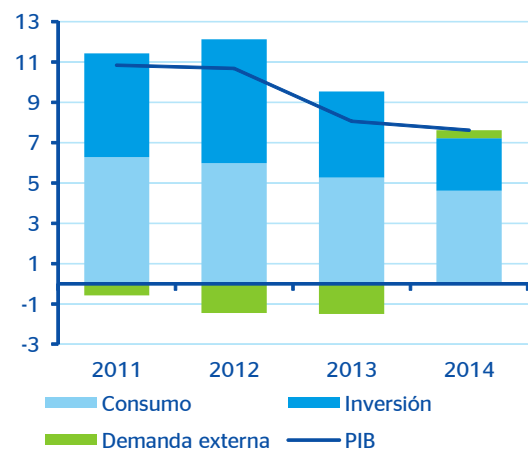
Asimismo, este proceso de moderación de la actividad será favorable para ajustar la expansión a niveles más cercanos al PIB potencial del país. Según nuestras estimaciones, la capacidad productiva de Panamá le permitiría un crecimiento máximo de 7% anual sin generar presiones de la demanda interna sobre la inflación y la cuenta corriente. De este modo, expansiones superiores a este nivel limitarían el ajuste del déficit externo y el abandono de tasas de inflación superiores al 4%.

Gráfico 5  
Crecimiento del PIB y la demanda interna.  
En variación interanual, %



\* Demanda interna estimada para 2012 y proyectada para 2013 y 2014.  
Fuente: INEC y BBVA Research

Gráfico 6  
Contribución de los componentes  
de la demanda a la previsión del PIB.  
En contribución a la variación interanual, %



\* Contribuciones estimadas para 2012 y proyectadas para 2013 y 2014.  
Fuente: INEC y BBVA Research

## Corrección gradual del déficit en la cuenta corriente hacia niveles más sostenibles

En 2012 el déficit de la cuenta corriente terminó en 9% del PIB, por debajo del déficit registrado en 2011, el cual se ubicó en 12,2% del PIB. El resultado muestra un ajuste saludable del desbalance externo, pues se logró en un contexto de crecimiento elevado del PIB, similar al de un año antes. Los factores que permitieron este ajuste provinieron de la mayor fortaleza de la economía para la generación de divisas, más que por un debilitamiento de la demanda interna.

En primer lugar, se lograron niveles de actividad máximos en la zona libre de colón, con un importante aumento de las re-exportaciones de bienes. En segundo lugar, se aumentó la generación de ingresos por los servicios de transporte, tanto marítimos en el canal como aéreos en el centro de operaciones de la aerolínea nacional. Como consecuencia, las ventas de combustibles en el puerto se incrementaron notablemente. En tercer lugar, aunque el envío de dividendos al exterior aumentó por la dinámica de las inversiones externas, el incremento estuvo limitado por la característica de financiamiento interno que mantienen los principales proyectos en el país. En efecto, los sectores de mayor expansión, como construcción y minería, no tienen un alto componente importado ni de inversión externa, como para que llegaran a presionar excesivamente al alza el déficit de cuenta corriente.

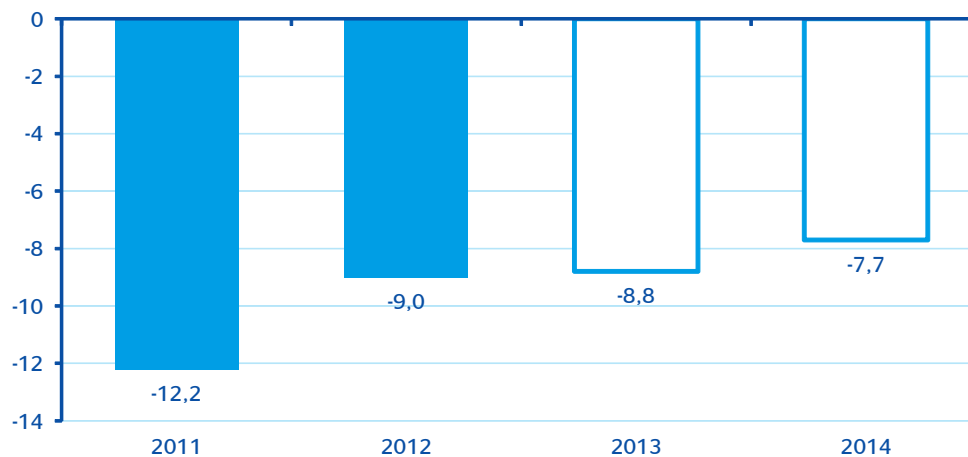
En 2013 y 2014 el déficit de la cuenta corriente seguirá ajustándose, apoyado en el menor crecimiento de la demanda interna. Según nuestras previsiones, el déficit de la cuenta corriente para los dos años se ubicará en 8,8% y 7,7% del PIB, respectivamente (Gráfico 7). Incluso, una vez madurados los grandes proyectos del país, después de 2015, la cuenta corriente empezará a converger hacia niveles más sostenibles. No sólo por la menor necesidad de financiamiento externo, sino también por el aumento de la capacidad logística del país y la generación de ingresos del transporte por el canal y el aeropuerto.

El déficit de la cuenta corriente seguirá siendo financiado por una combinación entre inversión extranjera directa, en una proporción superior al 70%, y otros recursos de crédito y cartera. No obstante, estas dos últimas opciones, en la medida que existe una alta liquidez global, resultado de las decisiones monetarias en los países desarrollados, podrían tener mayor relevancia este y el próximo año. Después de esto, Panamá deberá asegurar una fuente sostenida de recursos de



largo plazo para sus proyectos de inversión, sobre todo si pretende mantener las mejoras que ha presentado el país en la deuda externa, la cual se redujo desde 60% del PIB en 2000 a niveles ligeramente superiores a 40% del PIB actualmente.

Gráfico 7

**Déficit en la cuenta corriente. En porcentaje del PIB**

Fuente: INEC y BBVA Research

## Recuadro 1. Retos del mercado laboral para mantener la productividad y aprovechar el bono demográfico

### Bono demográfico en Panamá

La población de Panamá tiene una tendencia creciente, con una tasa de crecimiento anual promedio de 1,9% entre 2000 y 2010, pasando de 3,0 a 3,7 millones de personas en el mismo período. La proporción de personas en edades productivas crece actualmente de forma sostenida con respecto a la proporción de personas en edades potencialmente inactivas, lo que se conoce como bono demográfico.

Según cifras de la CEPAL, el bono demográfico se mantendrá hasta el 2025. Así, mientras en 2000 había 1,7 personas entre 15 y 64 años por cada persona en los rangos entre 0 y 14 años y más de 65 años, en 2025 esta relación será de 1,9. Es decir, la tasa de dependencia de Panamá continuará reduciéndose por 13 años más.

Asimismo, una oferta laboral en expansión, resultado del bono demográfico, es una oportunidad de crecimiento para un país. Sin embargo, la materialización de los beneficios del bono dependerá de la forma en que la mano de obra se incorpore al mercado laboral. Si no se logran absorber los crecimientos de la población en edad

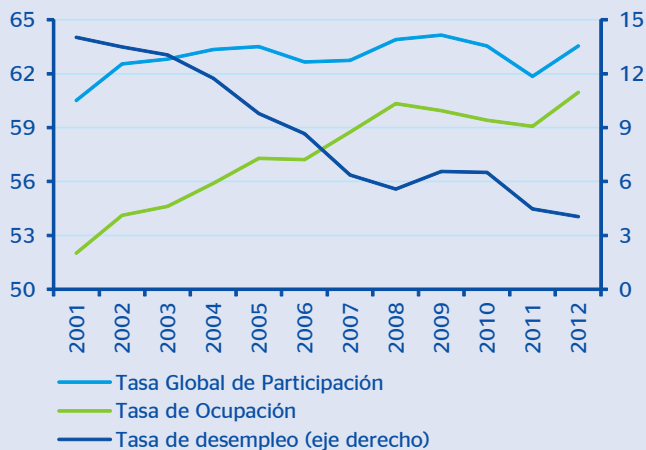
de trabajar o si se crean empleos con bajos niveles de productividad se estaría aprovechando sólo parcialmente el bono demográfico. Es decir, se requiere no sólo mantener bajos niveles de desempleo, sino también una asignación eficiente del factor trabajo.

### Entre 2001 y 2012 Panamá mantuvo tasas de desempleo históricamente bajas con importantes mejoras en la productividad laboral

Entre 2001 y 2012 la economía Panameña generó empleos a una tasa anual promedio de 4,1%, logrando absorber no sólo el crecimiento de la población en edad activa (2,6%) y económicamente activa (3,0%), sino también determinando una reducción de la tasa de desempleo (Gráfico 8). De esta forma, la tasa de ocupación, proxy de la demanda laboral, se encuentra actualmente en un nivel muy cercano a la tasa global de participación, proxy de la oferta laboral, ubicando a la economía en una tasa de desempleo históricamente baja (de 4% en 2012) incluso cuando se compara con niveles internacionales.

Gráfico 8

#### Mercado Laboral (2001-2012). En porcentaje



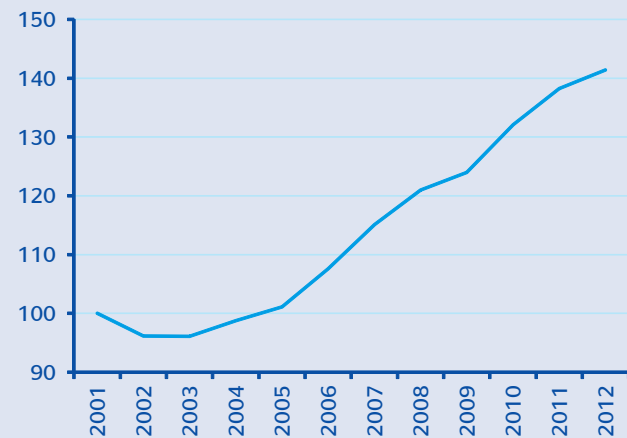
Fuente: INEC y BBVA Research

### Mejoras en productividad. El reto es mantenerlas, mejorando la educación

Además de la fuerte creación de empleo, la productividad laboral, medida como el PIB por ocupado, creció con dinamismo durante los últimos años (Gráfico 9). La tasa de crecimiento anual promedio fue de 5% entre 2004 y 2012. Los sectores que jalaron dicho aumento fueron la construcción, con un crecimiento de 8% promedio

Gráfico 9

#### Productividad Laboral (PIB/Ocupados). Índice 2001=100



Fuente: INEC y BBVA Research

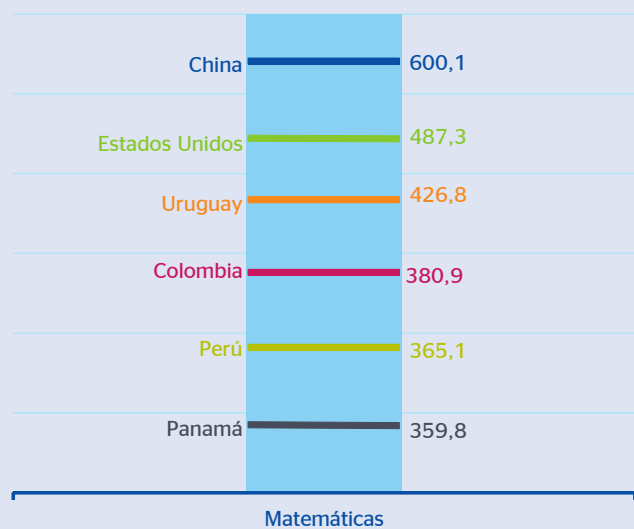
anual y los servicios de transporte y comunicaciones (7,5%) y de hoteles y restaurantes (6,1%). Por su parte, la productividad del sector de intermediación financiera creció a la par con la productividad promedio de la economía, en un 5% anual.

Si tomamos un período más largo, desde 2001, sólo a principios de la década, entre 2001 y 2003, la productividad se redujo, probablemente por el impacto

de la desaceleración de Estados Unidos. En todo caso, en el período completo (2001-2012) la productividad creció 3,2% anual en promedio.

Los avances futuros en productividad laboral dependerán de las mejoras en la calidad de la educación y la capacidad del capital humano local de adaptarse a los requerimientos del aparato productivo. Según el Banco Mundial, con base en la Encuesta de Hogares, en Panamá existían en 2008 aproximadamente 100.000 trabajadores migrantes, lo que equivale al 7% de los ocupados. Adicionalmente, según la misma fuente, los inmigrantes presentaban altos niveles educativos, superando aquellos de los locales y, de presentar el mismo nivel educativo, la calidad de la educación era mejor en el caso de los primeros. Efectivamente, a juzgar por los resultados de las pruebas PISA 2009, Panamá presenta una calidad de la educación menor que la de los países de origen de sus inmigrantes laborales (Gráfico 10).

Gráfico 10  
**Resultados de las pruebas PISA de 2009. Puntaje promedio**



\*La prueba PISA es realizada por la OCDE para más de 60 países. Evalúa las competencias de los estudiantes de 15 años en el análisis, el razonamiento y la comunicación.  
Fuente: OCDE y BBVA Research

**Conclusiones y retos**

Los datos laborales en Panamá parecen concluyentes en el sentido en que el crecimiento económico ha posibilitado la creación de empleo suficiente para cubrir los incrementos en la oferta laboral producto de la demografía, de los aumentos en la participación laboral y la reducción del desempleo. Adicionalmente, el empleo creado ha sido de buena calidad a juzgar por los importantes aumentos en productividad. Sin embargo, el sostenimiento de estos

En ese sentido, se puede pensar que los inmigrantes internacionales han contribuido parcialmente al incremento de la productividad laboral en Panamá. Sin embargo, es posible que avances adicionales en la productividad, provenientes de esta fuente, encuentren una restricción en el marco legal migratorio panameño que impone límites al número de trabajadores extranjeros en las empresas.

Otro aspecto relevante en términos de productividad es la idoneidad de los trabajadores para los puestos de trabajo. A juzgar por la estructura productiva del país y por las principales materias de formación de los profesionales actuales parece haber un desacoplamiento entre oferta y demanda laboral. Efectivamente, se están matriculando primordialmente estudiantes de ciencias sociales y humanidades (Gráfico 11). Al contrario, sólo el 8% estudian carreras asociadas con servicios (personales, transporte, medio ambiente y seguridad), cuando sólo el sector transporte significa el 25% del PIB de Panamá.

Gráfico 11  
**Matriculación en educación terciaria. Porcentaje del total**



Fuente: Banco Mundial con base en UNESCO y BBVA Research

niveles de productividad dependerá de las mejoras en la calidad de la educación y de la capacidad de adaptación del capital humano a los requerimientos del mercado laboral. Sólo así se garantiza que los sectores en expansión reciban mano de obra calificada suficiente para garantizar el sostenimiento de tasas elevadas de crecimiento en el mediano plazo.

## 4. Panamá mantiene una inflación estructural elevada por dinamismo económico y tasas de desempleo en mínimos históricos

Las presiones inflacionarias de mediados de 2012, originadas en los elevados precios internacionales de los cereales, se redujeron al final de 2012 e inicios de 2013. De esta forma, la inflación pasó de 6,0% en julio a 4,6% en diciembre. En este momento, el incremento de los precios se ubica en 4,1%, después de una significativa corrección a la baja en los meses de marzo y abril. Este comportamiento podría repetirse hasta el final del tercer trimestre porque se tienen bases estadísticas elevadas en el mismo período de 2012, haciendo que la variación de los precios se ubique por debajo del 4%.

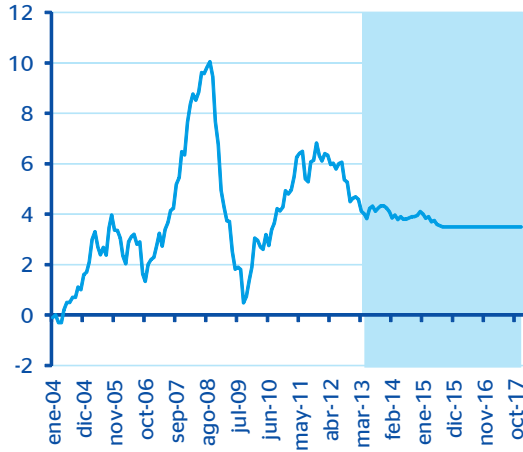
Sin embargo, según nuestras previsiones, al final del año la inflación terminará por encima del nivel actual, más cerca del 4,5%. Las razones de este repunte inflacionario son estadísticas y estructurales. En el primer caso, al final de 2012 se dio una menor base estadística por la caída conjunta de los precios de los cereales y los combustibles a nivel global. En el segundo caso, el crecimiento económico se mantendrá elevado, con una brecha positiva del PIB y un mercado laboral en con tasas de desempleo en mínimos históricos (Ver Recuadro).

El crecimiento elevado y las presiones laborales serán determinantes para mantener la inflación de mediano plazo por encima del promedio observado entre 2004-2007, período en el cual se tuvo un fuerte crecimiento económico (8,8% anual) y una baja inflación (2,5% anual). El cambio estructural en la inflación se inició en 2008, por las presiones al alza provenientes del precio del petróleo, y se mantuvo hasta ahora porque se materializó una tasa de desempleo en mínimos y un crecimiento superior al potencial por varios años consecutivos. Por esta razón, estimamos que en 2014 la inflación terminará por encima del 4% anual y se mantendrá en el mediano plazo en un nivel cercano al 3,5% anual (Gráfico 12).

Esta nueva tendencia de la inflación determinó una apreciación real de la moneda desde mediados de 2006 (Gráfico 13). El tipo de cambio real bilateral del balboa respecto al dólar se apreció un 17% desde mayo de 2006 hasta abril de 2013, a razón de una tasa anual de 2,7%. La apreciación fue consecuencia de la diferencia inflacionaria entre Panamá y Estados Unidos. Mientras que el primer país tuvo una variación promedio anual de los precios de 4,9%, en el segundo fue de 2,2%.

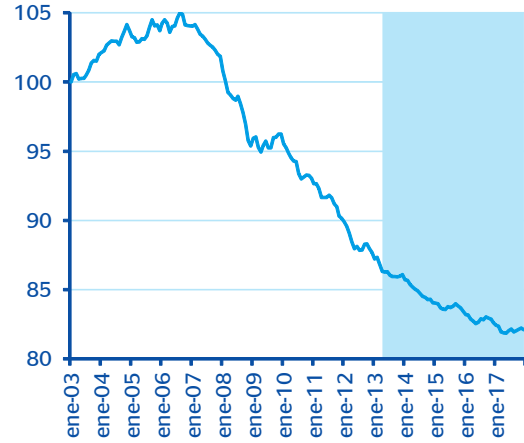
En los próximos cinco años, la tendencia de la moneda seguirá siendo similar, pero a un ritmo más moderado, pues las trayectorias de inflación serán menos distantes entre Panamá y Estados Unidos (3,6% y 2,5%, respectivamente), determinando una apreciación real del 0,7% anual del balboa. Hasta el momento, según las cifras disponibles, no se ha comprobado un efecto de la apreciación real sobre la productividad laboral del país (Ver Recuadro).

Gráfico 12  
Inflación al consumidor. En variación anual, %



Fuente: INEC y BBVA Research

Gráfico 13  
Tipo de cambio real bilateral (vs. USD). En Índice Ene03=100



\*El tipo de cambio real se calcula como el cociente entre las inflaciones de Estados Unidos y Panamá.  
Fuente: BBVA Research

## 5. Déficit fiscal se mantendrá muy cerca del extremo superior de la Ley de Responsabilidad Fiscal

En 2012 el déficit fiscal del sector público no financiero –SPNF– terminó en 2,1% del PIB, por debajo del nivel máximo permitido, que para ese año estaba en 2,9% del PIB, según la Ley de Responsabilidad Fiscal. Sin embargo, estas cifras no tendrían en cuenta el balance de algunas empresas que están por fuera del SPNF, tales como Empresa Nacional de Autopistas, Tocumen, S.A y la Empresa de Transmisión Eléctrica.

Los datos del SPNF mostraron una mejor distribución de los gastos del Gobierno Central, ahora más concentrados en inversión y con un menor crecimiento de los gastos corrientes. Según las cifras oficiales, el gasto de capital pasó del 31,9% del total en 2011 al 34,9% en 2012. Esto es el resultado de un crecimiento de 16,2% en el gasto total y de 28,9% en el gasto de capital. Además, la mayor parte de los esfuerzos en capital, el 76,5%, fueron financiados por medio del ahorro corriente, parte de éste gracias a las menores tasas de interés de financiación del Gobierno por la recomposición del portafolio de deuda.

A pesar de este buen resultado en 2012, creemos que el déficit fiscal no se mantendrá en una senda decreciente en 2013 y 2014. Al contrario, se espera una elevada ejecución fiscal a pesar del menor crecimiento económico y, posiblemente, menor incremento en los ingresos públicos. El gasto provendrá tanto de la inversión, como del funcionamiento. El gasto en capital, dentro del cual se contabilizan los proyectos llave en mano, seguirá creciendo a tasas de dos dígitos. De hecho, el Gobierno Central ha adjudicado más de USD 2.800 millones en proyectos llave en mano con vigencias hasta 2018, lo cual significa un 17% del presupuesto de 2013. De este monto, el año pasado se pagaron USD170 millones, y se espera desembolsar USD 429 m. en 2013, USD 564 m. en 2014, USD 532 m. en 2015 y USD 238 m. en 2016.

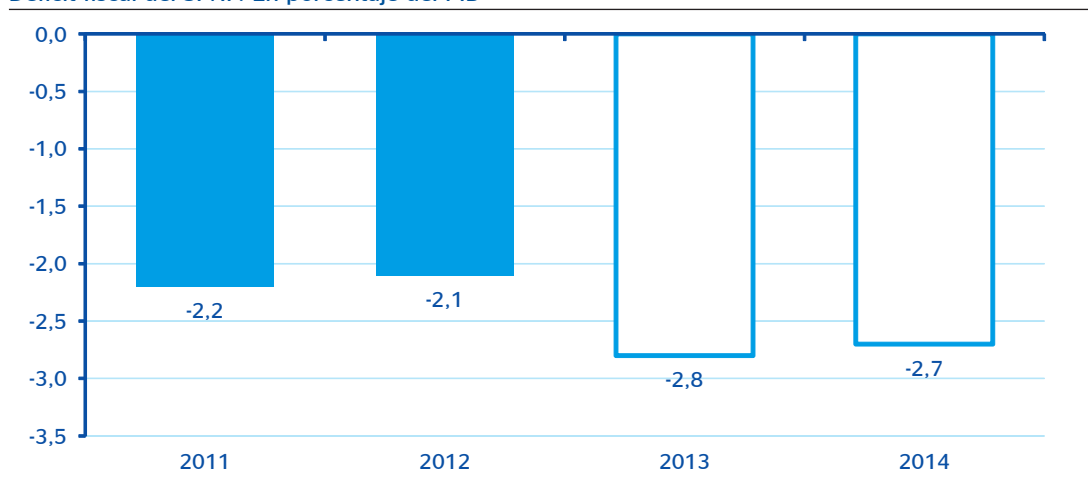
Los proyectos llave en mano podrían aumentar. Según la normativa vigente, la cual establece que el Gobierno no puede comprometer más del 20% del presupuesto de inversión de cada año

en proyectos llave en mano, en 2013 se podrían establecer proyectos por cerca de USD 1.500 millones, sobre un presupuesto de inversión de USD 7.900 millones. Este presupuesto podría ser destinado a obras por fuera de la Ciudad de Panamá, entre otros, la carretera Interamericana entre Santiago de Veraguas y David, Chiriquí.

Unido a esto, la Asamblea Nacional aprobó una nueva revisión al alza en el límite superior de La Ley de responsabilidad Fiscal desde 2,8% a 3,1% del PIB para 2013, con el fin de atender los daños invernales en el país. Asimismo, el gasto de funcionamiento estará impulsado por el aumento de 12,7% en el valor del presupuesto anual de 2013, el cual se hizo con base en un crecimiento del PIB nominal de 12%, similar a nuestra previsión. Para 2014, el límite de la Ley permaneció inalterado en 2,7% del PIB.

Según nuestras previsiones, el déficit fiscal se ubicará en 2,8% y 2,7% del PIB en 2013 y 2014, respectivamente (Gráfico 14). Sin embargo, las nuevas decisiones gubernamentales, que aumentaron el borde superior de la Ley para 2013, imponen un sesgo alcista al déficit. Aun así, este nivel del déficit no sería contraproducente para la economía siempre que se mantenga la tendencia de 2012: mayor crecimiento del gasto en capital y gasto corriente controlado. Esta combinación permitirá aumentar la capacidad productiva del país sin generar presiones adicionales de demanda desde la política fiscal, las cuales pueden desencadenar en un impulso adicional a la inflación.

Gráfico 14  
**Déficit fiscal del SPNF. En porcentaje del PIB**



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas y BBVA Research

## 6. Reducción del comercio global y menor flujo de capitales hacia los países emergentes son los riesgos externos que enfrenta la economía de Panamá

Panamá deberá enfrentar dos grupos de riesgos. Unos serán el resultado de la dinámica interna y otros como consecuencia de algunas tensiones globales que podrían darse con baja probabilidad. En primer lugar, Panamá cuenta con un mercado laboral muy estrecho, con presiones salariales importantes y elevada demanda de trabajo (Ver Recuadro). Esto podría

incidir en el comportamiento de la inflación de mediano plazo e implicaría un riesgo de sobre calentamiento de la economía. La labor de acotar este riesgo debería iniciar en el Gobierno, el cual debe limitar la característica procíclica de su gasto corriente e iniciar un ajuste fiscal creíble, sin caer en nuevas flexibilizaciones de sus reglas fiscales como las que se han dado recientemente. Asimismo, sólo cuando Panamá asegure una base de inversión privada, interna y externa, podrá garantizar tasas de crecimiento elevadas en el mediano plazo (ver sección 3). De lo contrario, una vez el gasto público deba ajustarse, el crecimiento podría volver a tasas inferiores al nivel potencial.

En segundo lugar, la construcción del canal de Panamá partió de la base de un aumento en el comercio global y un incremento sostenido de los ingresos por servicios en la zona libre del Canal. Es decir, se espera que parte de la inversión se recupere por la dinámica misma de la economía, el aumento de la capacidad comercial y el recaudo de mayores impuestos y aranceles.

Un deterioro del volumen del comercio global, que reduzca drásticamente la demanda por servicios derivados del Canal, podría limitar el dividendo de la ampliación del cruce marítimo. En este caso, el Gobierno optaría por permitir un mayor déficit y financiar las obras del Canal con mayor endeudamiento en el corto plazo. Esta decisión mantendría el crecimiento del país en niveles elevados, aunque menores a las proyectadas en un escenario de condiciones normales, pero exigirá mayores compromisos de ajuste fiscal a futuro.

Asimismo, el país deberá enfrentar un aumento del déficit en la cuenta corriente por los menores ingresos de las exportaciones, re-exportaciones y prestación de servicios comerciales. Esto podría profundizar la desacumulación de reservas internacionales que ha venido teniendo el país desde 2010, según las cifras disponibles en el Banco Nacional de Panamá, y podría exigir un ajuste adicional de la demanda interna para volver a un déficit sostenible de la cuenta corriente.

Una mayor exigencia de cierre de la cuenta corriente vendría en un escenario de fuerte turbulencia global que implique un retorno de los capitales internacionales hacia los países desarrollados, considerados de menor riesgo por los inversionistas. En este caso, Panamá tendría acceso limitado a las fuentes de financiamiento de origen externo, tanto en inversión directa como en créditos comerciales, para mantener equilibrada la balanza de pagos. Por lo tanto, este canal de transmisión de las tensiones financieras globales llevaría a un nuevo ajuste de la demanda interna y acotaría el crecimiento económico de mediano plazo en la economía de Panamá.

## 7. Tablas

Tabla 1

### Previsiones macroeconómicas anuales

	2011	2012	2013	2014
PIB (% a/a)	10,8	10,7	8,1	7,6
Consumo Privado (% a/a)	9,7	9,2	8,0	7,3
Consumo Público (% a/a)	7,3	8,0	8,5	5,8
Inversión Fija (% a/a)	19,9	23,0	14,5	8,3
Inflación (% a/a, fdp)	6,3	4,6	4,6	4,1
Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	1,0	1,0	1,0	1,0
Tasa de Interés (% , fdp)	1,4	1,7	1,8	2,6
Balance Fiscal (% PIB)	-2,2	-2,1	-2,8	-2,7
Cuenta Corriente (% PIB)	-12,2	-9,0	-8,8	-7,7

Fuente: INEC, Superbancos, Ministerio de Economía y Finanzas y BBVA Research

Tabla 2

**Previsiones macroeconómicas trimestrales**

	<b>Inflación (% a/a, fdp)</b>	<b>Tasa Referencia (% E.A., fdp)</b>
T1 11	5,5	2,11
T2 11	6,5	2,01
T3 11	6,1	1,42
T4 11	6,3	1,40
T1 12	6,3	1,50
T2 12	5,8	1,44
T3 12	5,4	1,57
T4 12	4,6	1,48
T1 13	4,5	1,54
T2 13	4,6	1,60
T3 13	4,6	1,66
T4 13	4,6	1,79
T1 14	4,0	2,05
T2 14	3,8	2,25
T3 14	3,9	2,36
T4 14	4,1	2,58

Fuente: INEC, Superbancos, Ministerio de Economía y Finanzas y BBVA Research



**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**María Claudia Llanes**

maria.llanes@bbva.com

**Julio César Suárez**

julio.suarez@bbva.com

Estudiante en práctica profesional

**María Camila Franco**

mariacamila.franco@bbva.com

**Lizeth Fernanda Fúquene**

lizethfernanda.fuquene@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

México

**Carlos Serrano**

carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam

**Juan Ruiz**

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bbva.com

Chile

**Jorge Selaive**

jselaive@bbva.com

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com

Perú

**Hugo Perea**

hperea@bbva.com

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo.lopez@bbva.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

*Áreas Globales:*

Escenarios Económicos

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**

clara.barrabes@bbva.com

*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

arubiog@bbva.com

Pensiones

**David Tuesta**

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**

maria.abascal@bbva.com

**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

**www.bbvaresearch.com**