

INFORME RIESGO PAÍS

PANAMÁ

Madrid: 20 de septiembre de 2016



Estabilidad política. Juan Carlos Varela preside desde el 2014. Su gobierno mantiene la orientación política pro-mercado y abierta al exterior que ha impulsado el crecimiento durante el s.XXI. La corrupción, el clientelismo y la fuerte desigualdad han generado cierto descontento entre la población, lo que ha afectado negativamente a la popularidad de Varela.

Relaciones exteriores favorables, cercanas a EEUU y proclives a los acuerdos comerciales. El escándalo de 'los Papeles de Panamá' ha dañado la imagen exterior del país y ha reabierto el debate en algunas naciones sobre si se debe considerar a Panamá un paraíso fiscal, a lo que las autoridades panameñas se oponen con vehemencia.

Economía de servicios dual, abierta y dolarizada, con un clima de negocios razonable y buenas infraestructuras. La reciente ampliación del Canal dará impulso al crecimiento y a los ingresos fiscales y externos.

Crecimiento elevado e inflación baja. Ligera desaceleración pero, aun así, la coyuntura es muy favorable en comparación con la región. Se espera que el desempeño económico siga siendo positivo en los próximos años.

Razonable solvencia del soberano. Tendencia a registrar déficits fiscales moderados. Se espera una evolución favorable de las cuentas públicas gracias al incremento de los ingresos y de la actividad por la ampliación del Canal. La deuda pública también se encuentra en un nivel aceptable, tras dos décadas de tendencia a la baja. Las tres principales agencias de calificación sitúan a Panamá un escalón por encima del grado de inversión.

El elevado déficit corriente se financia cómodamente con IDE. La caída de los precios del petróleo y la moderación de las importaciones por el final de grandes proyectos han permitido reducir el déficit por cuenta corriente hasta el -6,5% del PIB en 2015. Este desequilibrio se financia sin problemas con los elevados y estables flujos de IDE que recibe el país.

Deuda externa elevada a causa de la dolarización y por la actividad financiera. El alto endeudamiento es un factor a tener en cuenta, si bien es cierto que es común en otros centros financieros similares y, de hecho, la deuda externa neta es reducida, y el servicio de la deuda es manejable.

1. SITUACIÓN POLÍTICA

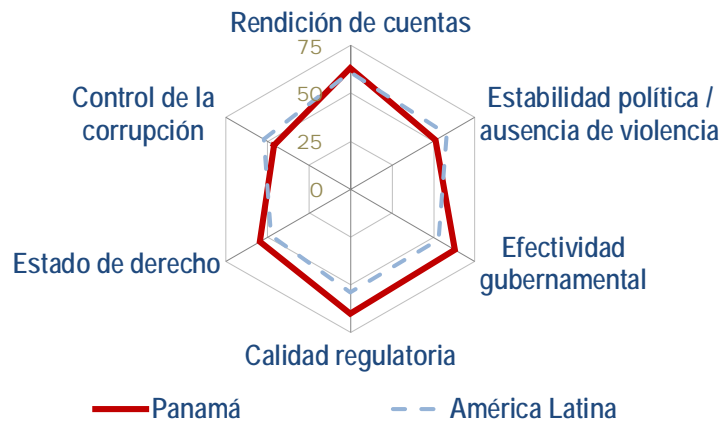
- ➔ Juan Carlos Varela gobierna desde su victoria en las presidenciales del 2014. Su ejecutivo, conservador y nacionalista, mantiene la política relativamente prudente, abierta al exterior y pro-mercado que ha ayudado a sostener el fuerte progreso durante los últimos 15 años.
- ➔ Los casos de corrupción del expresidente Martinelli, exiliado en EEUU desde 2015, y el escándalo internacional de los 'Papeles de Panamá' han deteriorado la imagen de los dirigentes. A esto se le suma el clientelismo, la elevada desigualdad y el aumento de la inseguridad. En consecuencia, Varela registra unos niveles de popularidad mediocres.
- ➔ Relaciones exteriores favorables y cercanía con EEUU. Ocasionales desencuentros internacionales por la inclusión de Panamá en las listas de paraísos fiscales.

ESTABILIDAD POLÍTICA, Y CIERTO DESCONTENTO POR LA CORRUPCIÓN Y LA DESIGUALDAD

La situación geográfica de Panamá es su principal activo y distintivo. Desde el mismo descubrimiento del istmo, en el siglo XVI, surgieron planes para construir un canal navegable que permitiera salvar el medio centenar de kilómetros que separan al Atlántico del Pacífico y evitar así las largas, costosas y peligrosas travesías por el Cabo de Hornos o por el Estrecho de Magallanes. Las colosales dificultades que planteó este proyecto lo retrasaron reiteradamente, hasta que la tecnología y el gran auge del comercio en el siglo XIX hicieron que se volviera factible y potencialmente rentable. Finalmente, fue EEUU quien terminó la construcción del Canal en 1914, tras intervenir decisivamente en 1903 en favor de la independencia panameña; de hecho, sin la actuación de Washington, es probable que el país hubiera seguido formando parte de Colombia. Los estadounidenses, además, implantaron su soberanía sobre la vía de conexión interoceánica hasta que, en virtud de un nuevo acuerdo firmado en 1977, se traspasó dicha soberanía a las autoridades panameñas el 31 de diciembre de 1999.

El siglo XXI está siendo una etapa de gran avance y cambio para Panamá. En apenas quince años se ha triplicado la renta per cápita hasta elevarla a 12.100 \$ en 2015, una evolución extraordinaria que sobresale en la región. El progreso se ha sostenido sobre una política económica prudente, abierta al exterior y favorable al mercado, y sobre unas instituciones razonables, acordes con el nivel de renta nacional y en línea con el promedio latinoamericano. Además, Panamá ha disfrutado de una coyuntura internacional favorable que, entre otras cosas, ha dado lugar a un aumento de la demanda de los servicios ligados al Canal.

Índices de buen gobierno 2015



Fuente: Banco Mundial

Juan Carlos Varela, líder del nacionalista y conservador Partido Panameñista (PP), preside el país desde 2014. Varela ganó las presidenciales sin generar un excesivo entusiasmo popular y con el 39% de los votos, un porcentaje que resultó suficiente para alcanzar la jefatura del Estado, ya que Panamá tiene un sistema a vuelta única en donde gana el más votado, aunque carezca de mayoría. Su inesperada victoria electoral se fundó sobre el descontento de muchos panameños con la clase dirigente y, en particular, con el presidente saliente, Ricardo Martinelli -que no se pudo presentar por una norma constitucional que veta la reelección presidencial durante 10 años- y su partido, el centroderechista Cambio Democrático (CD). Varela fue vicepresidente con Martinelli a partir de un acuerdo para concurrir juntos a las presidenciales del 2009, pero la alianza entre ambos dirigentes y sus partidos se rompió en 2011. En estas circunstancias, Varela logró atraer apoyos tanto entre votantes del presidente saliente como de la oposición.

La victoria de Varela en las presidenciales no tuvo reflejo en las legislativas de 2014, celebradas, como es habitual en Panamá, al mismo tiempo. El Partido Panameñista del presidente apenas obtuvo 17 asientos de los 71 que componen la Asamblea. Para poder legislar y dotar de estabilidad al gobierno, Varela alcanzó un acuerdo con el centroizquierdista Partido Revolucionario Democrático (PRD) que, con 26 escaños, es el primer partido en la Asamblea Nacional. El acuerdo se ha mantenido por el momento, aunque ha causado divisiones dentro del PRD, ya que algunos de sus miembros no se sienten cómodos apoyando al presidente. El entendimiento ha sido más difícil con la oposición, liderada por el CD; de hecho, algunos diputados del CD han declarado que quieren formar una mayoría para lanzar un 'impeachment' contra Varela, entre otras cosas porque le consideran responsable de organizar una caza de brujas contra ellos. En todo caso, de momento Varela mantiene el control del parlamento. Las siguientes elecciones legislativas y presidenciales se celebrarán en 2019.

POBLACIÓN	3,93 mill.hab.
RENTA PER CÁPITA	12.100 \$
EXTENSIÓN	75.420 Km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	Presidencial
CORRUPCIÓN	72/168
DOING BUSINESS	69/189

La denuncia del CD sobre una supuesta caza de brujas se refiere a los numerosos escándalos y juicios que se han iniciado en su contra en los últimos dos años. En particular, Martinelli ha sufrido la apertura de seis procesos judiciales desde que dejó la presidencia, lo que le llevó a exiliarse en EEUU en 2015. El poder judicial panameño ha pedido la extradición del expresidente, pero de momento la cancillería no ha tramitado la petición por

cuestiones de forma, dando lugar a suspicacias y teorías que sostienen que el gobierno no quiere la extradición, sino que prefiere mantener lejos a Martinelli para evitar que revele datos comprometedores.

Los escándalos y el extendido clientelismo han incrementado el descontento hacia la clase dirigente, lo que también ha afectado a Varela. El presidente registró un mediocre 36% de aprobación en una encuesta reciente, penalizado precisamente por la percepción de que no cumple con la transparencia y tolerancia cero contra la corrupción sobre las que construyó su campaña en 2014. Tampoco le han favorecido sus lazos con Ramón Fonseca, quien fue ministro consejero de Varela y presidente del Partido Panameñista hasta su dimisión en marzo del 2016 por supuestos vínculos con el caso de corrupción 'Lava Jato' en Brasil, y que además es cofundador de la firma Mossack Fonseca, epicentro del enorme escándalo internacional de evasión fiscal y lavado de dinero que estalló en abril de este año, conocido como 'los Papeles de Panamá'⁽¹⁾. En estas circunstancias, y mientras Martinelli siga evitando la justicia panameña, es difícil que cambie la imagen de tolerancia con la corrupción. Con todo, las valoraciones internacionales sobre esta lacra sitúan a Panamá en una posición intermedia dentro de la región: ocupa el puesto 72 de 168 economías según el Índice de Percepción de la Corrupción de Transparencia Internacional. La popularidad del gobierno también se ha resentido por el incremento de la percepción de inseguridad, un problema prioritario para la población.

La desigualdad, ligada a la estructura dual de la economía, es otro foco de fricción política y descontento. Existe un notable contraste entre los privilegios de las élites y la limitada calidad de los servicios a los que tienen acceso muchos panameños, por ejemplo en lo que respecta a la sanidad y la educación⁽²⁾. El índice de Gini publicado por el Banco Mundial colocó a Panamá como el 10º país más desigual del mundo en 2013, mientras que otros organismos también coinciden en situarlo entre los 20 primeros, incluso a pesar de la mejoría registrada en las dos últimas décadas. En las zonas rurales, la pobreza extrema afecta a un cuarto de la población, y hasta a un 40% en el caso de las comunidades indígenas. La tradicional conflictividad social de Panamá se funda, precisamente, sobre estas diferencias, que son especialmente visibles, y

-
- (1) Los papeles de Panamá, publicados en abril del 2016, se componen de unos 11,5 millones de documentos filtrados del despacho panameño Mossack Fonseca, que muestran cómo la compañía ayudó a sus clientes a eludir impuestos, lavar dinero y saltarse sanciones. Mossack Fonseca contaba con 40 años de experiencia y 500 empleados distribuidos en unos 40 países. Entre sus clientes se encontraban personalidades de todo tipo, incluidos 12 jefes o exjefes de Estado, lo que convirtió el escándalo en el mayor de este tipo hasta la fecha.
 - (2) Las pruebas y comparativas internacionales sobre educación suelen arrojar resultados desfavorables. Una de las consecuencias de la desigualdad en educación es que el país cuenta con un nutrido grupo de trabajadores de alto nivel, bien preparados en centros privados y de otros países, y numerosos trabajadores de baja cualificación, mientras que el segmento de capacitación intermedia es relativamente más escaso.

sensibles, en un país tan pequeño y con una población muy concentrada. Así pues, no son extrañas las protestas sobre cuestiones laborales o, en ocasiones, en torno a proyectos extractivos que afectan a comunidades locales.

BUENAS RELACIONES Y DETERIORO DE LA IMAGEN POR LOS “PAPELES DE PANAMÁ”

Las relaciones exteriores de Panamá son generalmente cordiales, con una cierta tradición de perfil bajo y discreto en asuntos internacionales. No obstante, en ocasiones el país ha sido acusado de acoger capitales de origen problemático y de albergar empresas de servicios legales y financieros de reputación cuestionable.

El trato histórico con EEUU ha sido muy cercano, y a veces complicado, marcado en el siglo XX por la cuestión de la soberanía sobre el Canal. En la actualidad, esta relación es buena. De hecho, Panamá se ha mantenido alineado con EEUU desde la crisis e invasión militar que acabaron con el régimen de Noriega en 1989. Con China no hay relaciones diplomáticas oficiales, a pesar de ser el segundo mayor usuario del Canal tras EEUU y contar con importantes lazos comerciales. Esto se debe a que Panamá históricamente ha reconocido a Taiwán como Estado independiente y, más recientemente, por el apoyo brindado a Japón en su disputa con China por las islas Senkaku. Bajo el gobierno de Martinelli se intentó realizar un acercamiento diplomático, que fue recibido con desinterés por parte del gigante asiático.

Las autoridades han apostado durante la última década por reforzar las relaciones económicas internacionales mediante la firma de numerosos acuerdos comerciales y de inversiones. Las relaciones políticas y económicas con el resto de la región igualmente se han estrechado. Panamá ha mostrado interés en incorporarse a la Alianza del Pacífico, una posibilidad bien acogida por sus miembros, y en la que se está trabajando. En ocasiones se han producido roces con sus vecinos, en particular con Colombia, ya que Panamá mantuvo una posición neutral en el conflicto con las guerrillas hasta que el gobierno de Martinelli se alineó con Bogotá. Con Venezuela también han surgido desencuentros diplomáticos puntuales; el más reciente, en 2014, a partir de unas declaraciones críticas de Martinelli con el gobierno bolivariano. Con la llegada al poder de Varela se cerró esta crisis diplomática.

A pesar de las generalmente favorables relaciones, no son extraños los desencuentros en torno a las actividades del centro financiero ‘offshore’ y su consideración de paraíso fiscal. Panamá se opone con vehemencia a ser considerado como tal, y se muestra ofendido cuando se le incluye en alguna lista de paraísos fiscales como, por ejemplo, hizo Colombia en 2014, para poco después recular ante la fuerte reacción y presión diplomática panameña. A través de acuerdos y modificaciones de su legislación, ha ido logrando salir de las listas nacionales e internacionales de paraísos fiscales; entre otras, la de la OCDE y la del Grupo de Acción Financiera Internacional contra el Blanqueo de Capitales (GAFI). Este trabajo para mejorar la imagen de transparencia se ha visto cuestionado por el escándalo bautizado en la prensa como ‘los Papeles de Panamá’, un nombre, por cierto, contra el que se han pronunciado las autoridades panameñas, al considerar que en realidad se trata de ‘los Papeles de Mossack Fonseca’. En diversos países se generó una controversia sobre por qué Panamá ya no se encontraba clasificado como paraíso fiscal y, de hecho, Francia decidió volver a registrarlo como tal, lo que las autoridades panameñas recibieron

como una afrenta. En todo caso, Varela se ha comprometido a cumplir con los estándares globales de transparencia fiscal de la OCDE para 2018. Además, anunció la creación de un comité de expertos nacionales e internacionales para aumentar la transparencia legal y financiera del país, al que se incorporaron el nobel de economía Joseph Stiglitz, como co-presidente, y el experto suizo anticorrupción Mark Pieth, los cuales, sin embargo, dimitieron poco después como protesta al conocer que el informe sobre transparencia no sería publicado.

2. ECONOMÍA

- ➔ El Canal de Panamá ejerce una influencia determinante sobre esta pequeña economía que además es abierta, dual, dolarizada, con un clima razonable de negocios, buenas infraestructuras y dominada por los servicios.
- ➔ La ampliación del canal, inaugurada en junio del 2016, ha más que duplicado su capacidad. Permitirá incrementar gradualmente los ingresos durante la próxima década, y dará impulso a la actividad económica, a la recaudación fiscal y a los ingresos externos. La minería será otro sector protagonista una vez comience a funcionar la mina Cobre Panamá en 2018.
- ➔ Crecimiento elevado e inflación baja. La ligera desaceleración en 2015 se debe a la finalización de grandes proyectos y al empeoramiento del clima económico internacional. Aun así, las cifras macroeconómicas son muy favorables en comparación con la región, lo que muestra la capacidad de resistencia de la economía panameña.

ECONOMÍA DE SERVICIOS PEQUEÑA, ABIERTA, DUAL Y DOLARIZADA

Panamá es un país de ingreso medio-alto (12.100 \$ de renta per cápita), con un perfil que, en muchos sentidos, es muy distinto al que habitualmente se encuentra en la región. Se trata de una economía abierta, dual, dolarizada, con un grado reducido de intervencionismo, un peso limitado de la explotación de recursos naturales y dominada por el sector servicios. Estas características se encuentran muy ligadas a la gran influencia del Canal sobre el país, de apenas 3,9 mill. de habitantes y un PIB de 52.100 mill.\$.

A largo plazo, la aspiración de las autoridades es consolidar su papel como centro internacional financiero y de servicios, lo cual a veces se resume con expresiones como el 'Miami de América Latina' o la 'Singapur americana'.

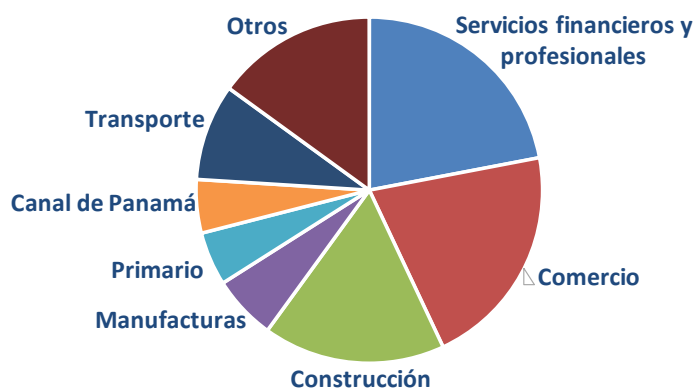
PIB (mill.\$)	52.100 mill.\$
CRECIMIENTO PIB	5,8 %
INFLACIÓN	0,3 %
SALDO FISCAL	-2,8 %
SALDO POR C/C	-6,5 %

Datos a 2015

La agricultura aporta menos de un 5% del PIB, pero da trabajo a un quinto de los panameños. Sobresalen los plátanos, arroz, pesca, maíz y café. Por su parte, el sector secundario produce en torno a un quinto del PIB y da trabajo a un porcentaje similar de la población. Aquí destacan la construcción y las actividades que la rodean, las cuales han crecido en parte gracias a la apuesta por la inversión que ha realizado el gobierno durante la última década. Por último, los servicios son el sector más importante: concentran tres cuartas partes del PIB y emplean a dos tercios de la población. En este ámbito se encuentran numerosos ramos modernos y

competitivos como, entre otros, la logística, los servicios financieros y seguros, los servicios portuarios, el transporte, el comercio y el turismo. En las últimas dos décadas han ejercido como uno de los motores de la economía, impulsados por el auge del comercio internacional y su favorable impacto sobre la demanda de uso del Canal y los servicios que le rodean.

Distribución sectorial del PIB - 2015



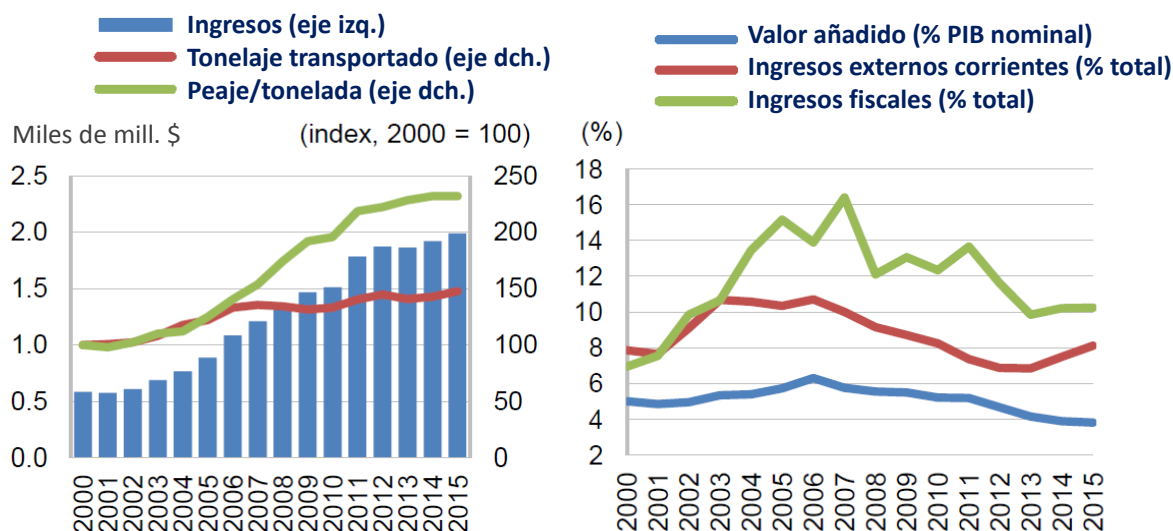
Fuentes: Fitch, INEC

El Canal de Panamá es un activo estratégico de importancia internacional ya que permite reducir un viaje de 10 días alrededor del Cabo de Hornos a una travesía de apenas unas horas. En 2015, 13.874 barcos atravesaron esta vía, los cuales portaban un tercio de lo que transita entre Asia y la costa este americana, o un 5% del comercio mundial. A Panamá le aportó directamente más de 2.000 mill.\$ en 2015, equivalentes a un 5% del PIB y a un tercio de los ingresos externos. Asimismo, generó 1.100 mill.\$ para el fisco. Su aportación, además, ha sido estable, incluso con una suave pero constante tendencia alcista. El impacto de esta infraestructura aumenta hasta un 25% del PIB si se suman otras actividades directamente asociadas con el Canal, como los puertos, los servicios logísticos y la Zona Libre de Colón.

Desde la transmisión de la soberanía en 1999, la gestión del Canal ha sido un éxito. Bajo la gerencia de la Autoridad del Canal de Panamá (ACP), una entidad que goza de gran autonomía, se han elevado progresivamente los peajes sin perder cuota de mercado. El tonelaje transportado se ha incrementado en un 50% desde el año 2000, mientras que los ingresos se han elevado un 240% en ese mismo periodo. En todo caso, a principios del siglo XXI ya era evidente que el uso del Canal se encontraba cerca de su capacidad máxima y, además, con la infraestructura disponible no se podían recibir los cargueros más modernos y de mayor tamaño, cada vez más habituales en la flota mundial. Así pues, tras un procedimiento legal que incluyó un referéndum por imperativo constitucional, se decidió construir un tercer juego de esclusas. El proyecto, liderado por la española Sacyr, comenzó en 2007, ha finalizado en junio del 2016, y ha tenido un coste de unos 5.500 mill.\$. Tras la expansión, se ha más que duplicado la capacidad del Canal, lo que se estima que permitirá aumentar los ingresos en torno a un 15% en el próximo ejercicio, y paulatinamente podría elevar el tonelaje transportado en un 50% e incrementar los peajes hasta unos 6.000 mill.\$ anuales para el año 2025. La progresividad del incremento se debe en buena medida a que numerosas flotas y puertos de distintos lugares del mundo se están adaptando a la nueva capacidad del Canal. A largo plazo, esta infraestructura podría tener competencia regional

si finalmente se construyera el anunciado Canal de Nicaragua, aunque de momento las opciones de que este proyecto salga adelante parecen mínimas, ya que debería construirse una vía con el triple de longitud del Canal de Panamá, con una inmensa complejidad técnica, y requeriría una inversión de unos 50.000 mill.\$, cuando el PIB de Nicaragua es de apenas 12.000 mill.\$.

El Canal de Panamá



Fuentes: INEC, MEF, Fitch

Las autoridades quieren que la ampliación ayude a revitalizar la Zona Libre de Colón (ZLC), una zona franca fundada en 1948 y situada en el extremo atlántico del Canal. La ZLC aprovecha su privilegiada localización para atraer empresas extranjeras. Destacan las actividades de almacenaje, ensamblado, embalaje y reexportación de productos, que principalmente transitan desde Asia y EEUU con destino a América Latina. A nivel económico, la ZLC tiene una gran relevancia, ya que aporta un 8% del PIB panameño y alberga unas 3.000 empresas que emplean a unas 23.000 personas. Sin embargo, esta zona franca, la segunda mayor del mundo tras Hong Kong, comenzó a tener problemas a partir del año 2012 a causa de las dificultades económicas de algunos de los clientes principales, en particular Venezuela y Colombia, que solían absorber alrededor de un tercio de las reexportaciones de la ZLC. Con Colombia, además, se ha producido un conflicto comercial: Bogotá comenzó a aplicar aranceles mixtos en 2013 para artículos provenientes de Panamá, penalizando a aquellos con origen en la ZLC, al considerar que realizaban competencia desleal. La OMC falló en contra de estas medidas, con lo que se espera que se retiren pronto, lo que podría ayudar a la recuperación del área. Por último, también le ha perjudicado la proliferación de zonas francas similares en países cercanos, y la subida de las tasas e impuestos por operar en la ZLC aplicada por los gobiernos anteriores.

En los años 70, aprovechando el tránsito comercial y la estabilidad que aporta el dólar, las autoridades impulsaron la creación de un centro financiero. En los 80, el sector ya tenía un tamaño importante cuando se vio golpeado por la crisis de la deuda latinoamericana y por las acusaciones de nutrirse de dólares del narcotráfico. A partir de los 90 el sector fue recuperándose y, en la actualidad, es un pilar fundamental de la economía. Aporta un 8% del PIB, maneja activos

por valor equivalente a casi el doble del producto panameño y su volumen de créditos alcanza un 90% del PIB panameño.

En general, la banca goza de buena salud, con ratios de rentabilidad aceptables y una morosidad del 1,5% del crédito, un nivel reducido. Además, cuenta con un amplio colchón de liquidez, que las entidades mantienen ante la ausencia de un prestamista de última instancia nacional debido a la dolarización de la economía. La capitalización bancaria es adecuada, aunque ha tendido a la baja en los últimos años y en el caso de algunos bancos sería deseable que fuera algo superior. Existe un grado de competencia elevado, y las entidades extranjeras copan la mitad del sector en términos de activos. En definitiva, su estado es comparativamente favorable en relación con otros centros financieros de características similares.

Para los próximos años, otro sector que promete dar impulso al crecimiento es el extractivo. Los recursos mineros del país, principalmente depósitos de cobre, oro, plata y molibdeno valorados en 200.000 mill.\$, están escasamente explotados. La situación puede empezar a cambiar con la puesta en marcha de la mina Cobre Panamá. La canadiense First Quantum Minerals, propietaria del 80% del proyecto Cobre Panamá, inició las obras en 2015 con la intención de comenzar a extraer a finales del 2017 o principios del 2018. La inversión, de unos 6.400 mill.\$, es mayor que la del Canal, y es el mayor proyecto minero en construcción en América Latina. Se prevé que se podrán extraer hasta 320.000 toneladas de cobre anuales durante los 34-40 años de vida que se estima que tendrá la explotación, lo que colocaría a Panamá entre los 20 mayores productores de cobre del mundo. El impacto sobre el crecimiento y sobre los ingresos fiscales y por cuenta corriente dependerá en buena medida de la evolución de los precios de este metal, pero se vaticina que la apertura de la mina doblará la aportación del sector extractivo hasta el entorno del 3% del PIB, podría generar ingresos por exportación de unos 2.200 mill.\$ anuales, y aportar 400 mill.\$ al fisco. Además de cobre, se espera extraer oro y molibdeno.

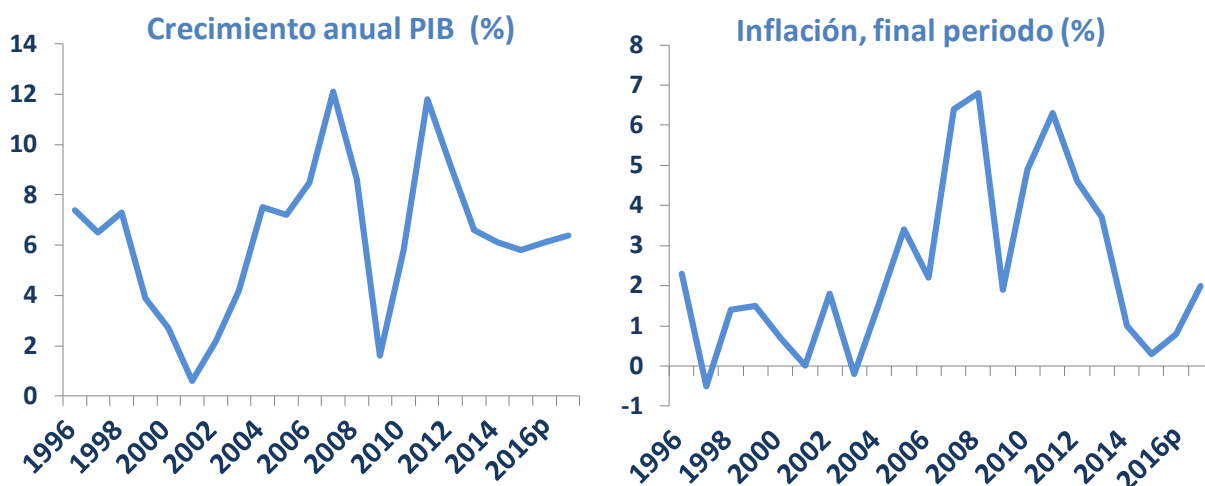
Por último, además de la estabilidad, la apertura y la dolarización, otro de los atractivos para las compañías foráneas son las infraestructuras, que se encuentran entre las mejores de la región. Igualmente, el clima de negocios es razonable, y acorde con un país del nivel de desarrollo de Panamá. Según Doing Business del Banco Mundial, se encuentra en el puesto 69 de 189 economías, una posición intermedia, aunque por encima de lo habitual en América Latina. En este ámbito, los contratiempos más destacables son la rigidez de la legislación laboral, que impone requisitos importantes a los empleadores, y el comportamiento arbitrario que en algunas ocasiones han mostrado las autoridades respecto al cumplimiento de sus compromisos.

ALTO CRECIMIENTO E INFLACIÓN BAJA Y ESTABLE

En la última década, el crecimiento anual promedió un excelente 7,7%, una de las tasas más altas de la región. Las inversiones públicas y privadas ejercieron de motor económico, impulsadas por un entorno de tipos bajos y el atractivo clima de negocios, junto con el tirón del consumo privado. En 2015 la expansión fue del 5,8%, una cifra inferior al promedio de la última década pero que destaca especialmente en comparación con el mediocre desempeño económico actual de América Latina. La ligera desaceleración se debe a la reducción de la actividad de construcción, en particular en torno a la ampliación del Canal, y a la caída de la actividad en la ZLC. En todo caso, sigue siendo una cifra muy favorable, que pone de relieve la capacidad de

resistencia de la economía frente a la desaceleración del comercio mundial, la crisis económica regional, el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y el encarecimiento del dólar.

Se espera que el crecimiento se mantenga en cifras elevadas en los próximos años, en torno a un 6%, sostenido sobre los proyectos de obras públicas y mineros, los bajos precios de la energía, y el incremento de la actividad del Canal y de los servicios que le rodean. La integración de Panamá con el comercio global y el sistema financiero internacional acarrearán la existencia de vulnerabilidades frente a la aparición de shocks externos. El desempeño económico podría sufrir si hubiera una mayor desaceleración del crecimiento global, o un empeoramiento de las condiciones financieras mundiales.



Fuente: Fondo Monetario Internacional

La tasa de inflación terminó en el 0,3% en 2015, tras haber ido disminuyendo desde el 6,3% que alcanzó en 2011. La caída de los precios de la energía ha sido clave en esta evolución, junto con el encarecimiento del dólar, que ha abaratado los productos importados. En consecuencia, la inflación ha quedado por debajo de la estadounidense por primera vez en una década, lo que ha permitido frenar la tendencia a la apreciación de sus bienes respecto a EEUU, su principal socio comercial y referente. Se espera que el dinamismo de la actividad económica y el moderado rebote de los precios del petróleo eleven ligeramente la cifra de inflación, que a finales del 2016 podría rondar el 1%.

La dolarización conlleva que la situación monetaria y financiera dependa directamente de los mercados internacionales y de la Reserva Federal. En concreto, el sistema monetario se distingue por contar con una moneda nacional, el balboa, que solo funciona como unidad de cuenta (en paridad 1 a 1 con el dólar), mientras que la moneda que realmente circula es la estadounidense. No hay Banco Central que ejerza de prestamista de última instancia ni que aplique una política monetaria activa, mientras que el resto de las funciones tradicionales de los bancos centrales las asumen la Superintendencia de Bancos de Panamá y el Banco Nacional de

Panamá. Tampoco hay límites a los flujos de capitales o a los tipos de interés. Así pues, los riesgos de convertibilidad y transferencia son mínimos.

3. SECTOR PÚBLICO

- ➔ El déficit y la deuda pública son moderados. Se espera una evolución favorable gracias al incremento de los ingresos y de la actividad por la ampliación del Canal.
- ➔ La recaudación es baja, lo que limita las posibilidades de invertir en capital humano o en políticas que moderen la fuerte desigualdad. Asimismo, aunque la situación es favorable, lo óptimo sería que el país contase con un margen mayor para aplicar políticas contracíclicas en caso de crisis.
- ➔ Las tres principales agencias de calificación sitúan a Panamá un escalón por encima del grado de inversión con perspectiva estable, valoran favorablemente la evolución macroeconómica, y alertan de la dependencia del exterior.

LA SOLVENCIA DEL SOBERANO ES RAZONABLE

Panamá ha tendido a incurrir en déficits moderados en las últimas dos décadas, perfectamente sostenibles en un entorno de fuerte crecimiento. En la actualidad, la situación de solvencia del sector público panameño es relativamente favorable, con un déficit aceptable y con tendencia a la baja, y un nivel de deuda moderado. La prudencia fiscal es especialmente recomendable en un país dolarizado como Panamá, en donde las opciones para financiar los déficits están restringidas, ya que no se puede monetizar deuda. De hecho, por eso mismo, lo óptimo sería que el país contase con una base recaudatoria mayor y un fondo soberano o colchón de reservas más amplio, que aportaran un cómodo margen para aplicar políticas contracíclicas y, así, apuntalar la solvencia frente a cualquier contratiempo.

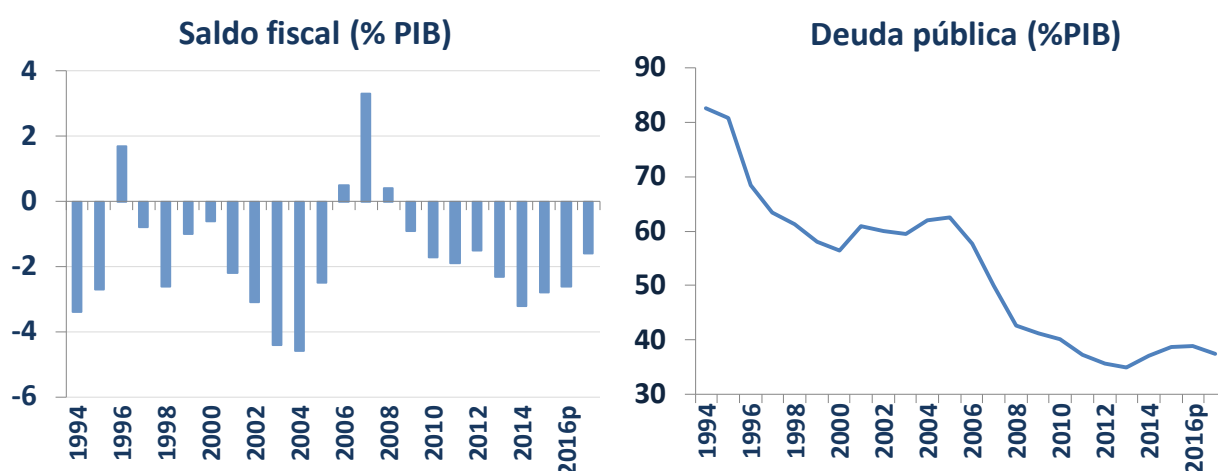
La recaudación es relativamente reducida, en torno al 23% del PIB, lo que limita la posibilidad de impulsar políticas de redistribución que moderen los elevados niveles de desigualdad, u otras medidas que sostengan el crecimiento a largo plazo como, por ejemplo, una mejora de la educación que refuerce la calidad del capital humano. La recaudación se divide en partes similares entre impuestos directos, indirectos e ingresos no impositivos. Por su parte, el Canal hace una notable aportación directa a las arcas públicas tanto por los peajes como por los dividendos. En 2015, esta contribución ascendió a unos 1.100 mill.\$ (2% del PIB o 10% del presupuesto), y se espera que ascienda hasta el 3% del PIB a partir del próximo ejercicio gracias a la ampliación.

La influencia del Canal sobre la Hacienda va más allá, ya que se ha establecido un marco de política fiscal ligado a su recaudación. Si los ingresos fiscales provenientes del Canal son inferiores al 3,5% del PIB las autoridades podrán automáticamente sumar la diferencia al techo de gasto aprobado en el legislativo, y emitir deuda por la cantidad correspondiente. En cambio, si los mencionados ingresos llegaran a superar un 3,5% del PIB, el exceso deberá destinarse a un

fondo soberano fundado en 2012, el Fondo de Ahorro Panamá. De momento, el fondo apenas suma activos por valor de 1.200 mill.\$ (2% del PIB), en su mayoría provenientes de la ventas de tierras y activos de la zona situada en torno al Canal. No se espera que los ingresos de la vía interoceánica superen dicho límite, ni que la situación fiscal sea especialmente holgada, por lo que probablemente el fondo soberano seguirá siendo reducido al menos por un tiempo.

El gasto público ha rondado el 27% del PIB en los últimos años. Aproximadamente un tercio del mismo es inversión, un nivel que se ha mantenido estable y que se ha destinado a infraestructuras como el Canal, el nuevo metro de la ciudad de Panamá o la ampliación de carreteras y puertos. El pago de intereses, por su parte, es manejable, del entorno del 2% del PIB. Cabe destacar que en los últimos cinco años ha sido habitual que el gobierno tenga que acudir al legislativo para aumentar el techo de gasto por encima de lo previamente aprobado, lo que ha sido uno de los aspectos más controvertidos de la política fiscal, ya que este hábito no fomenta la credibilidad en los compromisos presupuestarios.

Panamá registró un déficit público del -2,8% del PIB en 2015. Se trata de un nivel asumible, que además rompe la tendencia negativa que había mantenido desde 2007. Se espera que la disminución de la inversión pública y la subida de la recaudación por el Canal acarreen una progresiva reducción del déficit, en particular en 2017, cuando se prevé que caiga hasta un -1,6% del PIB.



Fuente: FMI

La deuda pública se sitúa en un nivel moderado, del 39% del PIB a finales del 2015. Su tendencia en los dos últimos años ha sido suavemente alcista, en contra de la tendencia bajista de las dos décadas anteriores. Se espera que alcance un máximo en 2016, y que posteriormente tienda a la baja gracias al elevado ritmo de crecimiento y a la previsión de reducción del desequilibrio presupuestario.

Las principales agencias de calificación colocan a Panamá un peldaño por encima del grado de inversión (BBB para S&P y Fitch y Baa2 para Moody's), en los tres casos con perspectiva estable. Esta calificación se ha mantenido sin cambios en los últimos 4 años. Las agencias aprecian el buen y estable desempeño económico, y la gran ventaja comparativa que otorga el Canal.

Asimismo, señalan como principal factor de riesgo la alta dependencia económica y financiera del exterior.

4. SECTOR EXTERIOR

- ➔ País muy abierto, con un elevado déficit en las balanzas de bienes y de rentas que se compensa parcialmente por la notable capacidad de generación de ingresos por servicios.
- ➔ El déficit por cuenta corriente ha tendido a ser muy alto en la última década. En 2015 se redujo hasta un -6,5% del PIB gracias a la caída de los precios del petróleo, y por la disminución de las importaciones al finalizarse algunos grandes proyectos.
- ➔ El déficit corriente se financia sin problemas con la entrada de elevados y estables flujos de IDE. Las reservas son moderadas pero, debido a la dolarización, no son necesarias para defender el tipo de cambio, sino que sirven de colchón frente a contratiempos. En todo caso, el país cuenta con numerosas vías para acceder a dólares si necesitara reforzar su liquidez.
- ➔ La deuda externa es alta a causa de la dolarización y de las actividades del centro financiero, como suele ser habitual en otros centros similares. El servicio de la deuda es manejable.

MODERACIÓN DEL DÉFICIT, QUE SE FINANCIA CÓMODAMENTE CON IDE

La articulación de la economía panameña con el exterior es muy elevada. Su grado de apertura comercial supera ampliamente el 100%, y la orientación hacia el exterior es la norma, una circunstancia ligada al reducido tamaño del mercado interior.

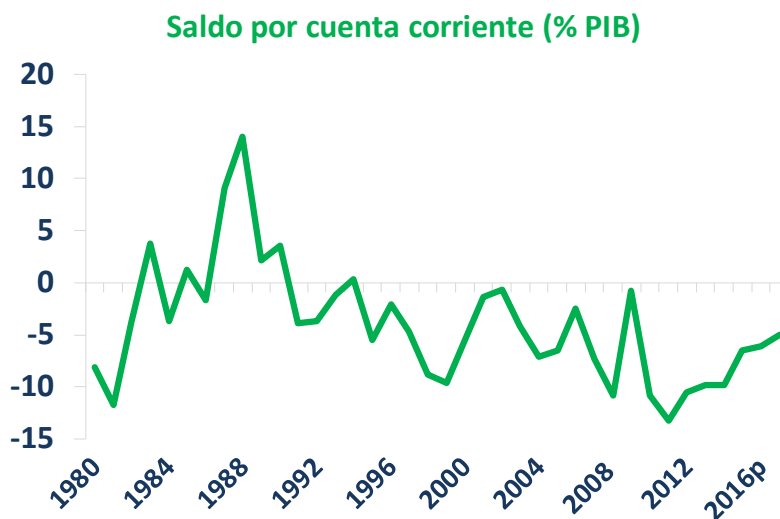
Las exportaciones de bienes, excluyendo la ZLC, alcanzaron en 2015 unos 3.500 mill.\$, equivalentes a un 8% del PIB. Desde la ZLC se vendieron al extranjero otros 11.500 mill.\$, pero en este caso son bienes en realidad reexportados tras un paso por la zona franca que generalmente conlleva una transformación relativamente menor. En consecuencia, el valor de las reexportaciones netas de esta zona se redujo en realidad a unos 700 mill.\$ en 2015. Los principales productos vendidos al exterior son embarcaciones y bienes agrícolas. Los primeros clientes son EEUU y los vecinos latinoamericanos.

Las importaciones de bienes son notablemente más elevadas que las exportaciones. En 2015, alcanzaron 12.300 mill.\$, equivalentes a un cuarto del PIB, a lo que se podrían añadir casi otros 11.000 mill.\$ si se le suman las dirigidas a la ZLC. Las compras al exterior se encuentran muy diversificadas, y entre ellas destacan el petróleo, químicos y maquinaria. EEUU es el principal proveedor, con un 20% de cuota, seguido de China con un 12%.

Así pues, el déficit de la balanza de bienes es muy abultado, de más de 8.000 mill.\$ en 2015 (18% del PIB), incluso añadiendo el aporte que realiza la ZLC. Se compensa con el amplio superávit de la balanza de servicios, de 10.000 mill.\$ en 2015 (20% del PIB), ligado a los ingresos

por el Canal, los servicios portuarios y financieros y, en menor medida, el turismo. La balanza de rentas arroja un saldo negativo de 3.000 mill.\$ (7% del PIB) a raíz de las amplias salidas de dividendos que retribuyen a los numerosos inversores presentes en el país; y, por último, la balanza de transferencias tiene una importancia más modesta y se encuentra casi en equilibrio.

En suma, la cuenta corriente registró un déficit del -6,5% en 2015, una cifra importante aunque notablemente por debajo de la de los ejercicios anteriores, en los que promedió un desequilibrio superior al -10% del PIB. La mejora se debe en gran medida al ahorro por la caída de los precios del petróleo, junto con una reducción de las importaciones por la finalización de algunos grandes proyectos de infraestructuras, que habían sido en buena parte responsables de los abultados desequilibrios de los últimos años. Se espera que el déficit corriente siga reduciéndose en los próximos ejercicios, gracias al incremento de los ingresos que proporcionará la ampliación del Canal y por las exportaciones ligadas al inicio de la extracción en la mina Cobre Panamá a partir del 2018.



Fuente: FMI

La financiación del déficit corriente ha corrido a cargo principalmente de la inversión directa extranjera (IDE), que alcanzó los 5.000 mill.\$ en 2015, casi un 10% del PIB. De hecho, en la última década ha promediado un 10% del PIB, un nivel muy elevado que refleja la capacidad de atracción de capitales y que ha permitido cubrir con comodidad las necesidades de financiación del país. La IDE, además de estable, se encuentra ampliamente diversificada tanto en su origen como en las empresas y sectores que la reciben.

A finales del 2015 las reservas oficiales se aproximaban a los 3.900 mill.\$, una cifra que ronda los 3 meses de importaciones, incluyendo las de la ZLC (2 meses si se excluyen). Las reservas de divisas juegan un papel menos relevante en Panamá que en otras economías ya que, al ser un país dolarizado, no son necesarias para respaldar la política cambiaria ni la monetaria. En este caso, sirven como red de seguridad financiera frente a posibles crisis. Además de las reservas oficiales, las entidades financieras también tienen amplias reservas de liquidez y disfrutan de buen acceso a divisas en los mercados externos, en muchos casos porque se trata de filiales de grandes bancos internacionales. Por último, el gobierno cuenta con otras fuentes para acceder a

dólares, como el fondo soberano o las reservas en dólares de los bancos panameños y, además, podría recibir respaldo financiero oficial del exterior tanto bilateral como multilateral.

Panamá se encuentra en una posición favorable para afrontar una progresiva subida de tipos por parte de la Reserva Federal, a pesar de las altas necesidades de financiación del país. En primer lugar, la mayoría de la financiación es IDE, un flujo más estable y con menor sensibilidad a las variaciones de tipos. Por otra parte, una subida de tipos causaría un incremento de los costes financieros para el gobierno pero, no obstante, esto se vería mitigado tanto por el buen perfil de vencimientos, que suaviza las necesidades de refinanciación, como por el favorable acceso a los mercados financieros y a préstamos oficiales. Las empresas, por su parte, concentran gran parte de su endeudamiento externo en préstamos intra-grupo con limitado riesgo de refinanciación. Así pues, aunque la subida de tipos acarreará un incremento de los costes financieros, se espera que los agentes económicos panameños cuenten con margen para adaptarse a la situación.

DEUDA EXTERNA MANEJABLE A PESAR DE SER ELEVADA

La deuda externa bruta de Panamá es relativamente elevada, de unos 77.500 mill.\$ a finales del 2015, equivalente al 149% del PIB y al 349% de los ingresos externos corrientes. Dentro de esta cifra se incluyen las obligaciones tanto del soberano, que alcanzan unos 12.700 mill.\$, como los 14.500 mill.\$ del sector privado no bancario, y también los 50.300 mill.\$ debidos por la banca. Algo más de la mitad son deudas a corto plazo, en buena parte ligadas a la gestión de liquidez de los bancos.

El peso de la deuda externa debe matizarse en el caso de Panamá a causa de su particular estructura económica; es decir, de la dolarización y de su papel como centro financiero y de servicios. Gran parte de la deuda externa son préstamos internacionales dentro de empresas o bancos del mismo grupo. Así, la banca poseía activos externos, sin contar acciones, por valor de casi 50.000 mill.\$, mientras que el sector privado no financiero sumó otros 17.100 mill.\$ en activos exteriores, excluyendo también acciones. En consecuencia, la deuda externa neta se mantiene en torno al 20% del PIB. Por último, cabe resaltar que a medio plazo se espera que la reducción del déficit corriente y el buen ritmo del crecimiento reduzcan el peso del endeudamiento exterior.

El servicio de la deuda se situó en un 11,1% de los ingresos externos corrientes, incluyendo los de la ZLC. Este es un nivel reducido, que sigue manteniéndose dentro de parámetros relativamente favorables incluso si se descuentan los ingresos de la ZLC.

Panamá ha refinanciado en dos ocasiones con el Club de París. La última fue en 1990, mientras que con acreedores bancarios fue en 1995, en el marco del Plan Brady.