

# Informe de Cobertura de Panamá

---

Un hub de  
oportunidades

## Contenido

Resumen Ejecutivo.....	2
Marco institucional.....	4
Indicadores institucionales: desacoplamiento del Estado .....	4
Actividad económica y mercado laboral .....	6
Actividad económica: un caso de éxito .....	6
Análisis de los principales sectores económicos de Panamá .....	10
<i>Hub</i> logístico.....	10
Construcción: retomando el impulso .....	11
Sistema financiero: auge del Centro Bancario Internacional .....	12
Actividades extractivas: diversificación exportadora en riesgo .....	14
Deterioro del tránsito en el Canal de Panamá ante la llegada de El Niño .....	15
Implicaciones del Fenómeno de El Niño en el comercio: Canal de Panamá.....	15
Mercado Laboral: la otra cara de la prosperidad .....	17
Régimen monetario e inflación .....	19
Situación fiscal .....	21
Balance de riesgos positivo.....	23
Principales vulnerabilidades .....	24
Sistema pensional en la mira .....	25
Sector externo.....	26
Déficit en cuenta corriente: un reflejo de la fuerte dependencia al mercado externo.....	26
Perspectivas y riesgos .....	29
Referencias .....	31
Equipo de investigaciones económicas.....	0

## Resumen Ejecutivo

### Gabriela Bautista Escobar

Analista de Investigaciones  
 Económicas  
[gabriela.bautista@corfi.com](mailto:gabriela.bautista@corfi.com)

### Julio César Romero

Economista jefe  
[julio.romero@corfi.com](mailto:julio.romero@corfi.com)

- Panamá tuvo un ritmo de crecimiento económico destacable entre los años 2000 y 2019, enmarcado en la adhesión del Canal de Panamá al Estado –lo que le permitió recibir los ingresos provenientes de los peajes– y en los grandes flujos de inversión dirigidos a industrias nacientes como la construcción y la minería. Con cifras a 2022, el PIB panameño era el segundo más alto de Centroamérica después del de Guatemala, en donde las actividades protagonistas son el comercio, la construcción, el transporte y almacenamiento, y los servicios financieros.
- Con un PIB per cápita de 16,7 mil dólares en 2022, **Panamá es el único país de ingresos altos de Centroamérica y tiene el segundo mayor ingreso per cápita de América Latina, después de Uruguay, destacándose su ascenso en las primeras dos décadas del siglo XIX.** El Canal de Panamá ha sido fundamental para su desarrollo económico, al establecer su economía entorno al comercio global.
- El dinamismo de su economía atrajo grandes flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) que se tradujo en entradas netas de capital en el periodo de 1990 a 2019, siendo el mayor receptor de IED como porcentaje del PIB en Centroamérica. Esto favoreció a sectores ya consolidados como el financiero y el comercial, e **impulsó actividades nacientes como la construcción y la minería, gracias a las necesidades de inversión en infraestructura por los crecientes requerimientos de las industrias.** Así, el *boom* de la construcción fue el principal impulsor del crecimiento económico y del empleo, favorecido por la ejecución de grandes obras de infraestructura y de edificaciones residenciales (ver capítulo de [Actividad económica y mercado laboral](#) en este informe).
- La pandemia impactó profundamente a la economía panameña, y fue la segunda economía latinoamericana que más se contrajo en 2020 (-17,9%). A nivel externo, el cese del comercio global y la mayor aversión al riesgo marcaron principalmente la caída de los ingresos por peajes del Canal de Panamá, la inversión y el turismo. A nivel local, las medidas de contingencia que se adoptaron entre marzo y septiembre de ese año paralizaron algunas de las principales actividades económicas, mientras que las restricciones a la movilidad y de aforos que persistieron después de eso impidieron la pronta recuperación económica total. En efecto, en 2021 fue el único país de Centroamérica que no había recuperado su nivel de actividad de 2019 (ver capítulo de [Actividad económica y mercado laboral](#) en este informe).
- Panamá se ha caracterizado por tener la inflación por debajo del promedio regional, **favorecida por la dolarización de su economía que evita la exposición a fluctuaciones cambiarias. Al no tener autonomía monetaria, la inflación está expuesta a presiones externas** y su volatilidad se asocia en gran medida al comportamiento de los precios de sus principales productos de importación, siendo los combustibles los más determinantes (ver capítulo de [Régimen monetario e inflación](#) en este informe).
- Desde 1995, Panamá ha tenido un saldo deficitario en la cuenta corriente que ha oscilado entre 0,3% y 13,4% del PIB, resultado principalmente de su balanza comercial de bienes negativa y de los egresos factoriales. Sin embargo, su canasta exportadora se benefició en los últimos años de la apertura de la mina Cobre Panamá, la más importante del país.

31 de enero de 2024

- La calificación de su deuda soberana de largo plazo es BBB con perspectiva negativa, de acuerdo con la agencia *S&P Global Ratings*, siendo el único país de Centroamérica considerado grado de inversión. Esto fue gracias a la estabilidad de sus cuentas fiscales, que fue del 39% en promedio en la década del 2010 al 2019, tras haber superado el 90% de la deuda bruta como porcentaje del PIB hasta 1995. Además, con más del 98% de la deuda total contraída en dólares, afronta un riesgo cambiario mínimo asociado a la deuda contraída en otras monedas, principalmente en yenes (Ver capítulo de [Situación fiscal](#) en este informe).
- La incertidumbre sobre fuentes importantes de ingresos, como la congestión del tránsito en el Canal de Panamá por los menores niveles de agua y el fallo de la Corte Suprema sobre la inconstitucionalidad del contrato minero de Cobre Panamá, se reflejaron en un aumento de la prima de riesgo país desde mediados de 2023.

## Marco institucional

- La República de Panamá es un Estado soberano e independiente con una población de 4,4 millones de habitantes (2021). Ubicado en la cuna de Centroamérica, es el punto más estrecho del continente situado entre los océanos Pacífico y Atlántico al interior de las Américas. Dentro de sus fronteras terrestres limita al norte con Costa Rica, y al sur con Colombia por medio del Tapón del Darién, una zona ampliamente conocida por ser uno de los puntos más complejos para el tránsito migratorio al interior del continente.
- Panamá se destaca por tener un ambiente atractivo para la inversión al contar con incentivos tributarios, una economía dolarizada que restringe los riesgos cambiarios y la apertura de su economía al mercado internacional. No obstante, los beneficios tributarios han generado un relajamiento regulatorio que conllevó su ingreso a la lista de países y territorios no cooperadores de la Unión Europea y a la lista gris del Grupo de Acción Financiera (GAFI).

### Indicadores institucionales: desacoplamiento del Estado

El Estado panameño se organiza mediante un sistema de división de poderes independientes que consta de tres ramas: ejecutiva, legislativa y judicial. La rama ejecutiva incluye un total de 74 entidades que abarcan ministerios, instituciones descentralizadas, empresas públicas e intermediarios financieros. Este sistema de gobierno es unitario, republicano, democrático y representativo y actualmente lo encabeza el presidente Laurentino Cortizo (2019 – 2024) del Partido Revolucionario Democrático. Por su parte, la rama legislativa está representada por la Asamblea Nacional, un órgano unicameral, y el poder judicial se compone de la Corte Suprema de Justicia y los tribunales adjuntos.

A nivel institucional, Panamá es el séptimo país más competitivo de la región, según el Índice de Competitividad Global del Foro Económico<sup>1</sup>. Aquí es importante destacar que en la década previa a la pandemia lideró en la región en materia de estabilidad macroeconómica, enmarcada en su buen ritmo de crecimiento económico (6,2% en promedio entre 2010 y 2019 vs 2,7% del promedio latinoamericano). En particular, mantuvo una inflación baja y estable durante este período (2,4% en promedio) sin mostrar señales de recalentamiento; así como uno de los más bajos niveles de deuda relativa a su PIB de la región (37,2% en promedio vs 52,3%), favorecido por el aumento del PIB nominal más acelerado que el de su deuda (ver capítulos de [Actividad económica y mercado laboral](#) y [Situación fiscal](#) en este informe).

En este contexto, el país promueve un entorno propicio para la inversión, lo cual se reflejó en los flujos de IED que recibía previo al COVID-19. Panamá es una economía completamente dolarizada con libre movilidad de capitales, que tiene una carga impositiva competitiva y un Centro Bancario Internacional consolidado y con bajas barreras de entrada. Además, es el hub

<sup>1</sup> Este índice mide la calidad institucional y económica, la seguridad jurídica y otros aspectos de política e innovación, factores importantes para la productividad de los países y, por ende, para determinar variables de crecimiento de largo plazo como la inversión.

31 de enero de 2024

logístico<sup>2</sup> más grande de latinoamérica, lo que favoreció el dinamismo en múltiples sectores, destacándose el comercio y el transporte.

No obstante, Panamá tiene retos relacionados con la eficiencia de sus instituciones públicas, donde se han identificado falencias en torno a la transparencia institucional que le implicaron su inclusión a la lista gris del GAFI y a la lista negra de paraísos fiscales de la Unión Europea (UE). La falta de credibilidad institucional va en detrimento con el componente político, pese a la relativa estabilidad que lo caracterizó desde la restauración de la democracia en 1989<sup>3</sup>. Esto se refleja en su bajo nivel en el Índice de Calidad de las Instituciones (ICI) elaborado por el Dr. Martín Krause<sup>4</sup>, pues Panamá se ubica en la posición 12 entre los 32 países de las Américas, rezagada por la deficiencia en torno al imperio de la ley y la percepción de la corrupción.

A esto se suman las amplias brechas sociales, pues es considerado el tercer país más desigual de América Latina<sup>5</sup>, sólo por debajo de Brasil y Colombia, lo que denota que el crecimiento no se ha traducido lo suficiente en mejoras para los grupos poblacionales más vulnerables. En este contexto, la deficiencia institucional ha cosechado un descontento generalizado de la población y un aumento de la desaprobación hacia el presidente Laurentino Cortizo y la clase política y empresarial. Este panorama se exacerbó por la profunda crisis económica derivada de la pandemia -contracción del PIB, alta inflación y desempleo-, lo cual se manifestó en las protestas que tuvieron lugar en las principales vías del país en 2022.

<sup>2</sup> Se refiere a las áreas logísticas que cuentan con una ubicación privilegiada, preferentemente cerca de las grandes urbes o en los principales nodos de comunicación, como puertos o aeropuertos. Esto facilita la organización del trabajo y optimiza la cadena de suministro del producto (Mecalux, 2021).

<sup>3</sup> Desde 1989, Panamá ha sido gobernada por los tres principales partidos políticos (Partido Revolucionario Democrático (gobierno), Partido Panameñista y Cambio Democrático). Además, desde entonces y hasta 2022, no había presentado episodios de protestas masivas.

<sup>4</sup> Este índice lo componen dos dimensiones divididas en ocho indicadores internacionales. El subíndice de calidad de las instituciones políticas incorpora: i) imperio de la ley, ii) voz y rendición de cuentas -ambos del Banco Mundial-, iii) libertad de prensa de Freedom House, y iv) Índice de Percepción de la Corrupción de Transparencia Internacional. Por su parte, el subíndice de instituciones de mercado contempla: v) Índice Internacional de Derechos de Propiedad (IPRI), vi) libertad económica de Heritage Foundation, vii) libertad económica de Fraser Institute, y viii) Prosperity Index del Legatum Institute of London.

<sup>5</sup> De acuerdo con el Índice Gini entregado por el Banco Mundial.

## Actividad económica y mercado laboral

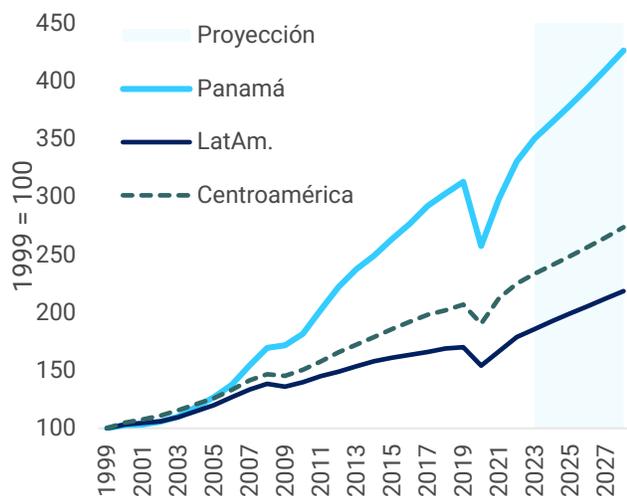
- Con un PIB per cápita de 16,7 mil dólares en 2022, Panamá es el único país de ingresos altos de Centroamérica. Además, su PIB de 72 mil millones de dólares la ubica como la segunda economía más grande de Centroamérica y la décimo primera en Latinoamérica y el Caribe.
- Tuvo un ritmo de crecimiento económico destacable entre los años 2000 y 2019, enmarcado en la adhesión del Canal de Panamá a la Nación. Destacó el dinamismo en actividades comerciales, construcción, transporte y almacenamiento, y servicios financieros. En la década previa a la pandemia, la ejecución de grandes obras de infraestructura pública y de edificaciones residenciales fue el principal motor de la economía.
- Panamá fue la segunda economía latinoamericana que más se contrajo en 2020 (-17,9%), debido al impacto de la pandemia. Los efectos negativos se percibieron en la construcción y en las actividades que se alimentan del *hub* logístico por el cese del comercio global y los confinamientos. Si bien la reapertura económica configuró un ritmo de crecimiento económico destacable en 2021, recuperó su PIB previo solo hasta 2022.

### Actividad económica: un caso de éxito

Desde la adhesión del Canal de Panamá en 1999, el crecimiento económico ha sido sobresaliente (Gráficos 1 y 2). Entre 2010 y 2019 registró un crecimiento promedio de 6,2%, el más alto de América Latina, y en los últimos 20 años más que duplicó su PIB per cápita, de manera que en 2022 alcanzó los 16,7 mil dólares (Gráfico 3).

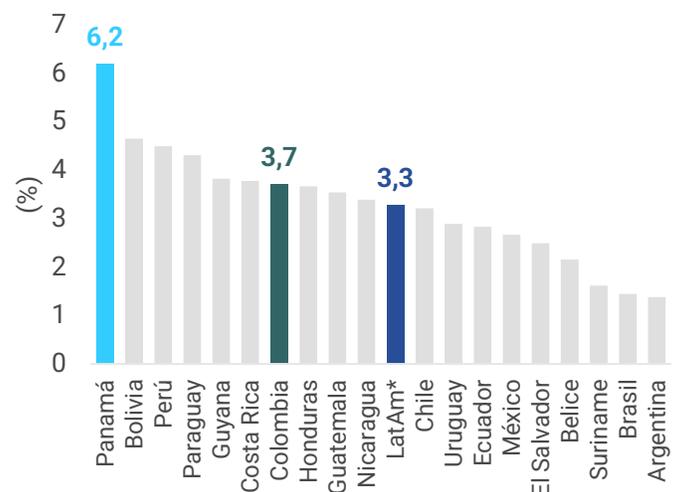
En el lustro prepandemia, su PIB creció 4,6% en promedio, a pesar de que perdió dinamismo desde 2017. Desde la perspectiva de la oferta, la construcción fue el principal motor de crecimiento y alcanzó a representar el 18% del PIB en 2019, gracias a los crecientes

Gráfico 1. PIB real en niveles



Fuente: Fondo Monetario Internacional. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 2. Crecimiento promedio del PIB real de las economías latinoamericanas (2010 - 2019)



Fuente: Fondo Monetario Internacional. \*Promedio excluye a Venezuela.

requerimientos de las industrias en auge. Esta actividad recibió grandes niveles de inversión e impulsó el mercado laboral al ser intensiva en mano de obra.

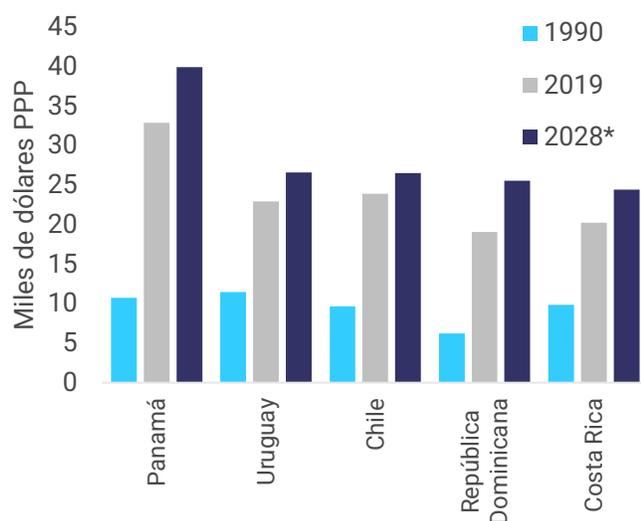
En primer lugar, el mayor volumen de comercio internacional demandaba una mejora de la infraestructura logística, lo que impulsó la ampliación del Canal de Panamá. En segundo lugar, el dinamismo de la economía permitió la construcción de edificaciones y viviendas, además de proyectos de infraestructura pública como las líneas 1 y 2 del Metro. En tercer lugar, entre 2011 y 2018 se ejecutaron obras relacionadas con la mina Cobre Panamá, que comprendieron todo un complejo industrial con una planta de energía, un puerto internacional, una planta de procesamiento del mineral, y proyectos habitacionales (ver apartado de [Construcción: retomando el impulso](#) en este capítulo).

Por otra parte, la economía panameña tiene una importante participación del sector terciario (65% del PIB), donde destacan las actividades comerciales, inmobiliarias y empresariales, y de transporte. El sector comercial contribuye de forma importante a la economía, beneficiado por la fortaleza del comercio internacional y del consumo de los hogares.

A su vez, los servicios de intermediación financiera también juegan un papel importante en las cuentas nacionales gracias al Centro Bancario Internacional. Su amplitud se favorece de atractivos como la estructura tributaria flexible, un sistema dolarizado y la libertad de mercado. Al tratarse de una economía sin autonomía monetaria, el amplio tamaño del sistema bancario permite la competencia entre las instituciones, lo que se ha reflejado en tipos de interés más bajos y menos volátiles al promedio regional (ver apartado de [Sistema financiero: auge del CBI](#) en esta sección).

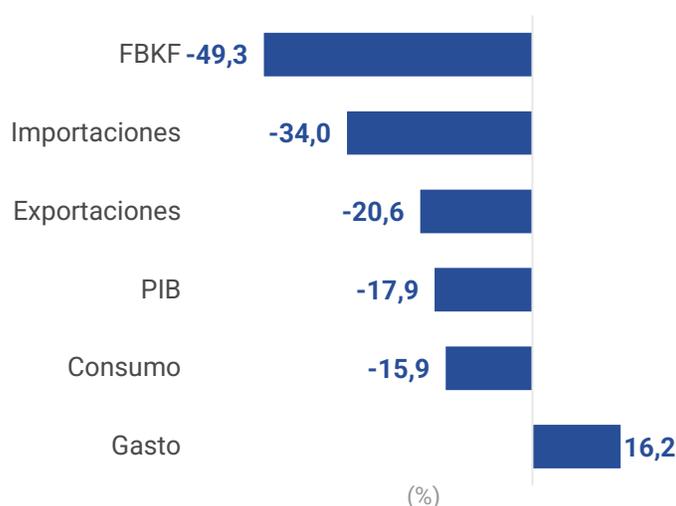
**Impacto de la pandemia y actualidad:** la economía experimentó la contracción más profunda de su historia con la crisis generada por el COVID-19. Su PIB cayó 17,9% en 2020, siendo la segunda economía más afectada de la región y retrocediendo cinco años de producción. A

**Gráfico 3. PIB per cápita en economías latinoamericanas**



Fuente: Fondo Monetario Internacional - World Economic Outlook, Edición: Octubre 2023. Proyección FMI.

**Gráfico 4. Variación anual de los componentes del PIB por el enfoque del gasto - 2020**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censo. Cálculos: Corficolombiana

nivel externo, la pausa súbita del comercio global, las medidas de contingencia y la aversión al riesgo de los inversionistas marcaron los menores ingresos por el *hub* logístico y el turismo, mientras que frenaron la entrada de inversión extranjera directa. Entre tanto, a nivel local, el mayor impacto se dio por las restricciones a la movilidad y de los aforos que se adoptaron en el primer semestre de crisis, pues frenaron algunas de las principales actividades económicas.

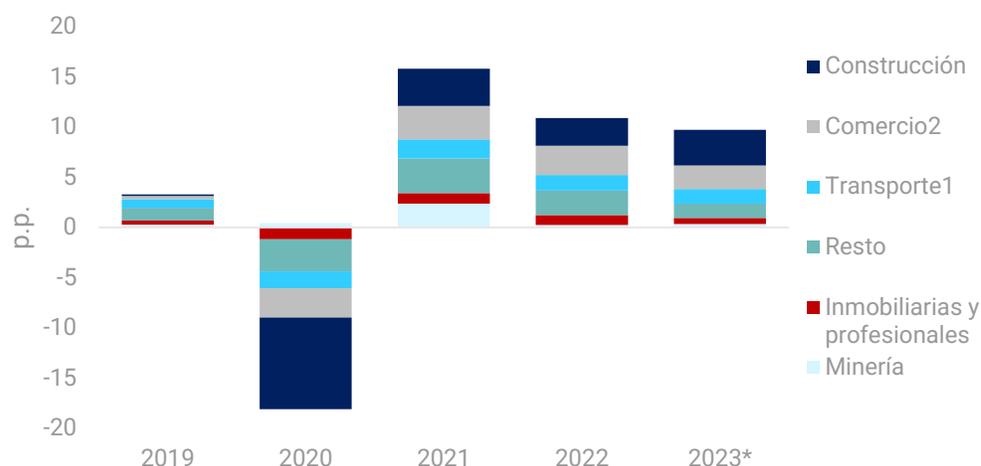
La fuerte caída de la producción en 2020 estuvo explicada en más de un 50% por la construcción, actividad que estuvo paralizada entre marzo y septiembre de 2020 por las medidas de contingencia. Además, su estrecha relación con la dinámica del sector inmobiliario se vio reflejada en la contracción de este último, que también contribuyó negativamente a la variación del PIB.

Por su parte, el comercio y el transporte sufrieron las consecuencias del estancamiento de la actividad económica a nivel global y local. El tránsito de buques cayó 9,1% en el año, mientras que los ingresos por peajes se estancaron en el segundo y tercer trimestre de 2020.

Además, tanto las importaciones como el valor del comercio en la Zona Libre de Colón se contrajeron 34% y 22%, respectivamente frente al año previo, reflejando una menor demanda interna ante el deterioro en los indicadores del mercado laboral y las restricciones a la movilidad. En 2020, el consumo de los hogares cayó 15,9% (Gráfico 4).

Entre tanto, la inversión se contrajo 50,1%, su mayor caída desde 1988, cuando el país atravesaba un contexto político complejo durante la dictadura militar y un intento de golpe de estado. Por un lado, bajó la inversión pública por la mayor necesidad de gasto asociado con atender las necesidades de la crisis. Por otro lado, la caída en la inversión privada estuvo enmarcada en la elevada incertidumbre a nivel global.

### Gráfico 5. Aportes al crecimiento económico



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censo. Cálculos: Corficolombiana. \*Crecimiento año móvil hasta el 3T23. <sup>1</sup>Incluye reparación de vehículos. <sup>2</sup>Incluye actividades de almacenamiento y correo.

El gasto público fue la única división de la demanda interna que tuvo una variación positiva en el 2020, consistente con la necesidad de implementar ayudas adicionales por la emergencia.

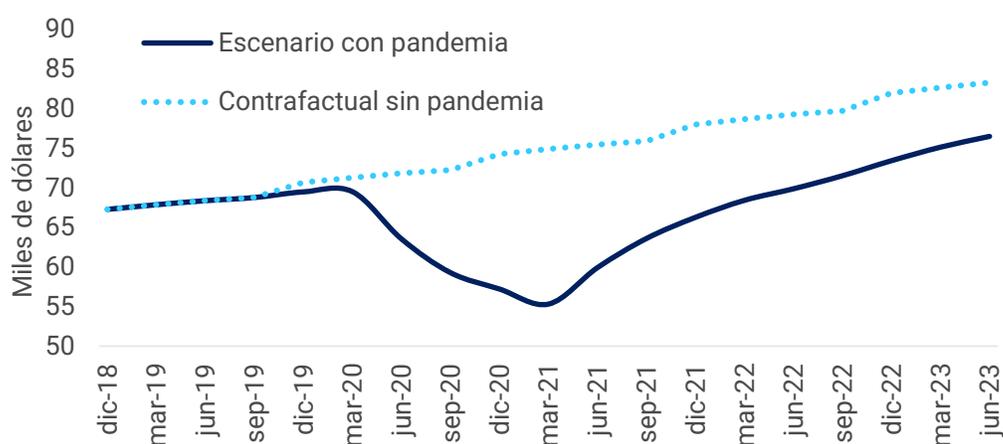
Entre tanto, la caída de las importaciones, producto de la menor demanda interna, favoreció la balanza comercial, que aportó positivamente al crecimiento económico de ese año.

En 2021, con la reactivación de la actividad económica global, Panamá tuvo un crecimiento de 15,7% que resultó mejor a lo esperado<sup>6</sup>, siendo una de las economías de mejor desempeño en América Latina. El repunte de la demanda privada global fue clave para la recuperación, pues a esto se sumó el incremento de las tarifas portuarias que elevaron nuevamente los ingresos provenientes del comercio y del transporte. Además, el levantamiento gradual de las medidas de contingencia a partir del cuarto trimestre del 2020 posibilitó reactivar las actividades de construcción (Gráfico 5).

El sector primario también adquirió protagonismo desde la apertura de la mina Cobre Panamá en 2019, y tuvo el mayor impacto positivo en 2021 tras la reactivación de la economía global al promover las exportaciones panameñas. En este escenario influyeron positivamente los elevados precios de los *commodities* y la mayor demanda del mineral de cobre por parte de China (ver apartado de [Actividades extractivas: diversificación de la canasta exportadora en riesgo](#) en este capítulo y capítulo de [Sector externo](#) en este informe).

No obstante, Panamá fue el país centroamericano que más se demoró en recuperar el nivel de PIB prepandemia, lo que ocurrió solo hasta 2022. Además, algunas actividades tardaron más en recuperar sus niveles de producción de 2019, como alojamiento y servicios de comida y la construcción (-61,7% y -47,8% en 2020, respectivamente). Estos sectores tuvieron una recuperación incompleta pese al levantamiento de medidas de contingencia y de la restricción de los aforos en los establecimientos comerciales. Algunos factores que les jugaron en contra fueron las presiones inflacionarias sobre los costos, que impactaron principalmente los alimentos, los combustibles, los tiquetes aéreos y los materiales para la construcción.

**Gráfico 6. PIB anualizado observado vs. Escenario sin pandemia**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censo. Cálculos: Corficolombiana.

A diferencia de las principales economías latinoamericanas, Panamá no retomó todavía la tendencia prepandemia, a pesar del buen ritmo de crecimiento en los últimos años (Gráfico 6). Esto puede obedecer al fin de las megaobras de infraestructura que impulsaron la

<sup>6</sup> Para el 2021, las proyecciones de crecimiento real de Panamá estaban entre el 9% - 12,4%

construcción en las últimas dos décadas, lo que supuso la moderación de su principal impulsor.

## Análisis de los principales sectores económicos de Panamá

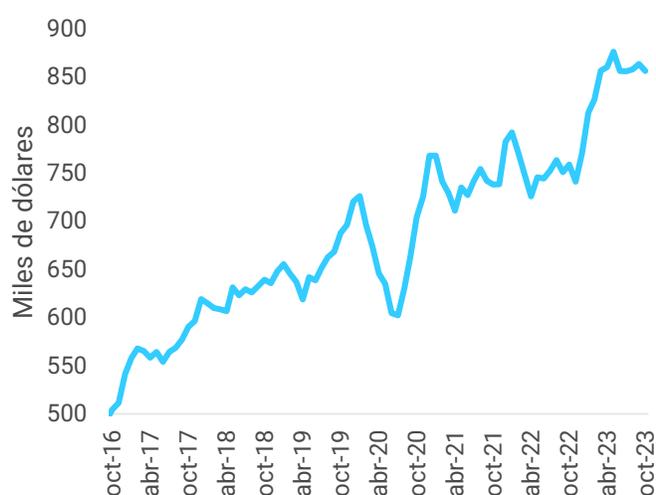
### Hub logístico

La ubicación de Panamá le permitió desarrollarse en torno al comercio internacional, en primera instancia por el Ferrocarril Interoceánico y posteriormente con el Canal de Panamá. Con una extensión cercana a los 80 kilómetros, el Canal conecta los océanos Atlántico y Pacífico, y es menester para el transporte marítimo de mercancías a nivel global. De acuerdo con la Autoridad del Canal de Panamá, este conecta cerca de 2 mil puertos alrededor del mundo y cubre 180 rutas marítimas; recibiendo los principales flujos comerciales por parte de Estados Unidos (72,5%), China (22,1%) y Japón (14,7%)<sup>7</sup> (Ver ["Deterioro del tránsito en el Canal de Panamá ante la llegada de El Niño"](#) en este capítulo).

El país aprovechó su posición geoestratégica y desarrolló ampliamente su infraestructura con un enfoque comercial. Cuenta con la mejor calidad de infraestructura portuaria del continente americano, ubicándose en la séptima posición a nivel global de acuerdo con el Índice de Calidad Portuaria del Foro Económico Mundial (2019), compitiendo con países como Japón o Bélgica, y superando a potencias del comercio global como Estados Unidos.

Así, la importancia del Canal de Panamá no se limita a los ingresos que recibe por concepto de peajes (Gráfico 7), servicios y pago de dividendos (que ascienden al 6,0% de su PIB). Su ventaja competitiva le permitió además crear el *hub* logístico más grande de América Latina,

**Gráfico 7. Ingresos por peajes del Canal de Panamá\***



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censo. \*Suma trimestre móvil

**Gráfico 8. Evolución de la formación bruta de capital fijo en construcción**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censo. Nota: posterior al 2015 no hay disponibilidad de datos con esta desagregación.

<sup>7</sup> Año fiscal 2021

que se ha utilizado para promover el consumo, la inversión (mediante incentivos tributarios) y otras actividades económicas diferentes al transporte y comercio como la industria manufacturera y el turismo.

Este *hub* comprende, desde la mejor conectividad aeroportuaria de las Américas, hasta el ferrocarril interoceánico que conecta los puertos de ambos océanos, agilizando el transporte de carga (Hub Panamá, s.f.). Además, crearon las Zonas Económicas Especiales<sup>8</sup> donde destaca la Zona Libre de Colón, la zona franca más grande del continente y el principal centro de contenedores de Latinoamérica, que abarca servicios logísticos, comerciales, reempaque, almacenaje, ventas, redistribución, refinamiento y procesamiento.

### Construcción: retomando el impulso

La construcción se consolidó como un sector clave en la economía panameña en lo corrido del siglo, gracias a la fuerte inversión –principalmente de origen privado– en obras de infraestructura y obras residenciales (Gráfico 8). Es la segunda actividad económica más importante después del comercio (15,4% del PIB en 2022) y fue uno de los principales motores del crecimiento económico. Sin embargo, con corte a 2022 había recuperado apenas el 90% de su nivel pre-pandemia, debido en gran medida a la tenencia de inventarios por el exceso de edificaciones.

Las perspectivas para la recuperación del sector construcción son positivas. De un lado, en 2023 se adelantaron proyectos importantes como las obras de la Línea 3 del Metro de Panamá, la ampliación de la Vía Panamericana, el mantenimiento de la Cinta Costera, y el cuarto puente sobre el Canal. Además, se ha visto un notorio alivio de los costos a los que se enfrenta la industria, un factor que en 2022 incidió negativamente en la ejecución de las obras. En este sentido, la desaceleración de las presiones inflacionarias del 2023 configuró un escenario más favorable para esta actividad.

Adicionalmente, en 2019 se creó el Régimen de Asociación Público-Privada (APP), un mecanismo para vincular capital privado que estimule la construcción para la provisión de infraestructura pública y de sus servicios relacionados, reduciendo la carga fiscal que debe enfrentar el Estado. La modalidad APP surgió con la Ley 93 de septiembre de 2019<sup>9</sup> para contratos con monto superior a los 15 millones de dólares, y comprende desde las etapas de diseño, construcción, financiamiento, expansión, reparación, administración y suministro, hasta las actividades de operación y mantenimiento de la infraestructura.

Si bien su impacto se vio truncado en un inicio por la llegada de la pandemia, esta figura es un incentivo importante para atraer inversión privada a proyectos de infraestructura. Con el fin de la crisis sanitaria y la reactivación de los flujos de inversión, el régimen de las APP puede ser una herramienta clave para impulsar la construcción, en la medida que continúen los proyectos de modernización de la infraestructura vial y las instituciones sigan apostando por generar un ambiente de confianza y transparencia para los inversionistas ([más información](#)).

<sup>8</sup> Se refiere a zonas geográficas específicas que cuentan con una serie de incentivos laborales, migratorios y fiscales para la operación de las empresas que se ubican en estas. Con estas se busca atraer IED, brindar mejores oportunidades y fomentar la innovación (Parque Logístico Panamá, 2017).

<sup>9</sup> Reglamentada por el Decreto Ejecutivo 840 del 31 de diciembre de 2020

## Sistema financiero: auge del Centro Bancario Internacional

El sistema financiero panameño es una fortaleza a la hora de atraer inversión, en parte gracias a la apuesta por establecer el Centro Bancario Internacional (CBI) que alcanzó a cobijar más de 100 bancos de licencia general e internacional en su máximo nivel de operación en 1982. Al cierre de 2022, el país contaba con 66 bancos activos que representaban cerca del 91% del total de instituciones del sector, siendo estos los principales actores del sistema financiero<sup>10</sup>.

El atractivo del CBI consta de su estructura tributaria flexible, bajas barreras de entrada y el libre flujo de capitales, lo que se refleja en la amplitud del sector financiero. De acuerdo con los análisis de la Superintendencia de Bancos de Panamá<sup>11</sup>, estas características le han permitido tener tipos de interés relativamente bajos y estables, limitando la influencia de los movimientos en la política monetaria por parte de la Reserva Federal de EE.UU. sobre las tasas del sistema financiero local.

En materia regulatoria, Panamá no tiene autoridad monetaria desde su fundación en 1903 por lo que el sistema bancario carece de un prestamista de última instancia, y no cuenta con un encaje mínimo legal establecido desde 1998. Sin embargo, desde 2008, la Superintendencia de Bancos de Panamá le exige a los bancos del CBI una gestión adecuada del riesgo de liquidez y operar bajo los estándares de Basilea III<sup>12</sup>. La adopción del Coeficiente de cobertura de liquidez<sup>13</sup> ha sido clave para mejorar la liquidez y la confianza en el sistema.

Además, el sistema financiero está cobijado bajo el Consejo de Coordinación Financiera<sup>14</sup>, que se encarga de regular y supervisar su buen funcionamiento. Por su parte, el Banco Nacional de Panamá, la entidad bancaria oficial, ha sido un respaldo al participar conjuntamente con el gobierno y organismos multilaterales de crédito para proveer liquidez adicional al sistema financiero cuando lo requiere.

Acá es importante mencionar que Panamá hizo parte de la lista gris de lavado de activos del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI) hasta 2023, y aún está incluido en la lista negra de jurisdicciones no cooperativas de la Unión Europea (UE). Esto no limita el margen de acceso a financiamiento externo para las entidades del sistema, pero sí denota la necesidad de mejora del país en materia regulatoria y legislativa con relación a la transparencia y cumplimiento. Sin embargo, estos mismos riesgos reputacionales han revelado la resiliencia del sistema financiero.

<sup>10</sup> Por lo demás, este también lo componen las “empresas de valores, los fondos de pensiones, las aseguradoras, cooperativas, empresas financieras, los bancos de desarrollo, las compañías de leasing y asociaciones de ahorro y crédito para la vivienda” (Consejo de Coordinación Financiera, 2017)

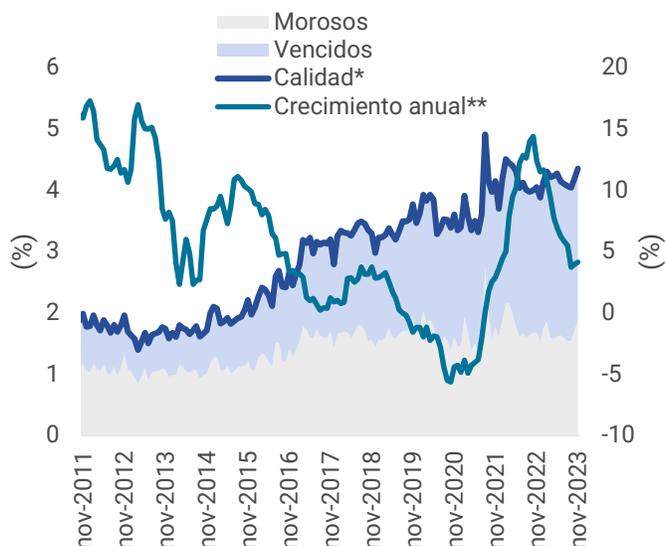
<sup>11</sup> En su estudio “Desempeño reciente de las tasas de Interés en el Sistema Bancario Nacional” de junio del 2022, concluyen que los tipos de interés del mercado local responden con rezago y menor volatilidad a los cambios en las tasas de la Reserva Federal.

<sup>12</sup> Es el marco regulador internacional desarrollado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para mejorar la regulación, supervisión y gestión del riesgo de los bancos, y surgió tras la crisis financiera de 2008.

<sup>13</sup> Mide la capacidad de fondeo de emergencia o de sobrevivencia en un horizonte a 30 días

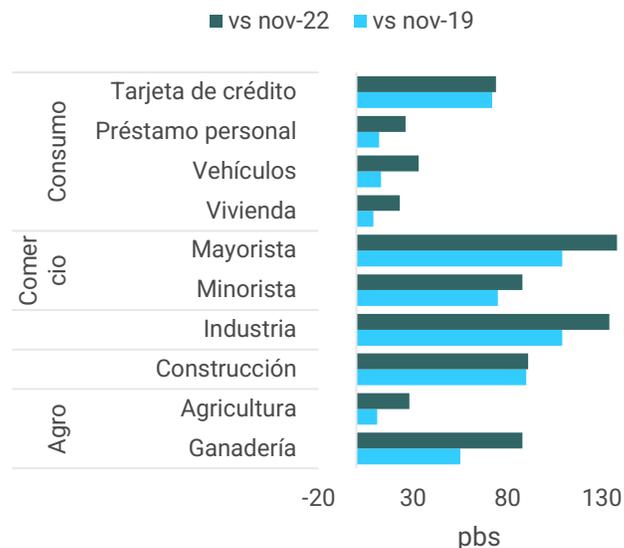
<sup>14</sup> Este lo conforma un ente supervisor por cada mercado financiero: i) Superintendencia de Bancos, ii) Superintendencia del Mercado de Valores, iii) Superintendencia de Seguros y Reaseguros, iv) Instituto Panameño Autónomo Cooperativo, v) Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos, y vi) Dirección Nacional de Empresas Financieras del Ministerio de Comercio e Industrias.

**Gráfico 9. Cartera del Centro Bancario Internacional en millones de dólares**



Fuente: Superintendencia de Bancos de Panamá. \*Ratio de saldos morosos y vencidos sobre el total de la cartera del CBI. \*\*Eje derecho.

**Gráfico 10. Cambio en las tasas de interés sobre créditos vs. Noviembre de 2023**



Fuente: Superintendencia de Bancos de Panamá

El sector de intermediación financiera representó el 6,3% del PIB en 2022 (CBI = 5,1% del PIB), y recuperó el ritmo de crecimiento luego del choque en 2020 y 2021. Parte del dinamismo de la actividad económica postpandemia se apalancó en el crédito, manifiesto en la aceleración del crecimiento de la cartera crediticia del CBI -mayoritariamente hipotecaria, de consumo, comercial y de construcción- especialmente a partir del segundo semestre del 2021 (Gráfico 9). Con corte a octubre de 2023, los activos del CBI ascendían a los 142,55 mil millones de dólares, equivalente a un incremento interanual del 3,7%.

Este repunte vino acompañado de un deterioro en la calidad de la cartera. El ratio de morosidad<sup>15</sup> ya venía presentando una tendencia al alza en la última década, consistente con el movimiento saludable del sistema financiero y de la actividad económica en su conjunto (Gráfico 9). El repunte reciente se da en un contexto de inflación elevada y de mayor ajuste de las condiciones financieras a nivel global, que también se han reflejado en incrementos en las tasas del mercado local, aunque en menor magnitud (Gráfico 10). Aún así, esperamos que esta fortaleza reciente del sistema financiero se mantenga y sea un viento de cola para la economía panameña. Además, el país adelanta múltiples esfuerzos para cumplir con el plan de acción para combatir el lavado de activos y financiación del terrorismo, que recientemente le permitieron salir de la lista gris del GAFI y contribuirá a fortalecer la reputación de su sistema financiero.

<sup>15</sup> Cartera morosa (entre 30 y 89 días) + cartera vencida (de 90 días en adelante)

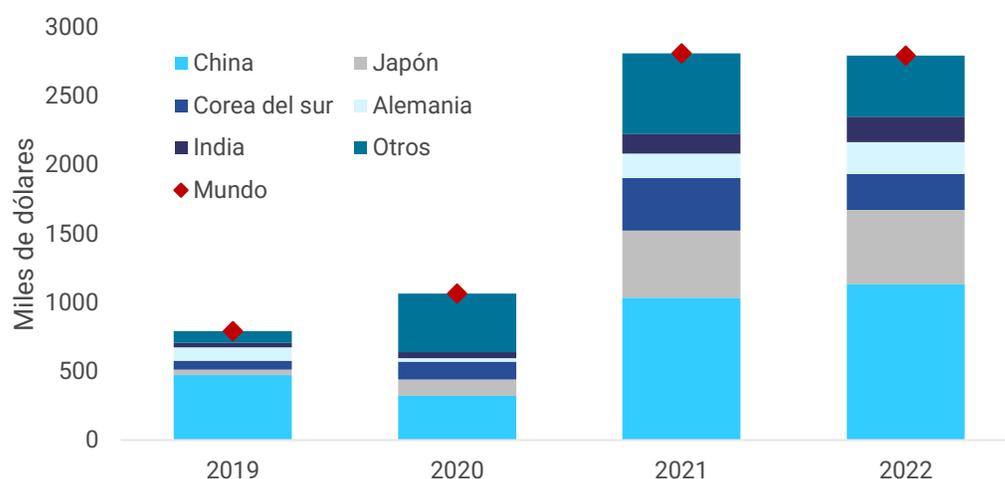
## Actividades extractivas: diversificación exportadora en riesgo

La importancia del sector minero en la economía panameña es relativamente reciente y obedece al inicio de las operaciones de Cobre Panamá (Minera Panamá S.A.) en 2019, la mina de cobre más importante del país. Este sector fue clave en el proceso de recuperación tras el impacto de la pandemia, y el repunte de su producción y ventas externas en 2021 supuso el principal aporte al crecimiento económico en ese año, favorecido por la escasez del mineral a nivel global y la reactivación de la demanda por parte de China, su principal comprador (Gráfico 11).

En 2022, su importancia relativa disminuyó en la medida que se reactivaron las demás actividades económicas, representando el 3,6% del PIB (1,3% en 2018). Además, al cierre de ese año, las actividades de extracción de minerales en Cobre Panamá se interrumpieron por la disputa entre *First Quantum Minerals* (filial de Minera Panamá) y el Gobierno. Esta se desencadenó por un fallo de la Suprema Corte (2018) que declaró inconstitucional el decreto ley que contenía el contrato de explotación de la mina Cobre Panamá (1997). Si bien ambas partes alcanzaron un acuerdo con la Ley 406 de octubre de 2023, que contenía el nuevo contrato de concesión, la Corte también lo declaró inconstitucional tras un mes de protestas en rechazo al nuevo contrato.

En este contexto, el futuro minero del país está en vilo. Por un lado, las demandas sociales motivaron la adopción de la Ley de Moratoria, que prohíbe al Ministerio de Comercio e Industrias otorgar concesiones de minerías metálicas nuevas y en trámite. Por otro lado, tras el fallo de la Corte, el presidente Cortizo ya anunció el cierre de la mina. Entonces, el panorama del país incluirá una pérdida importante de producción, un mayor desbalance comercial de bienes -que venía cerrándose en los últimos años gracias a las exportaciones de cobre-, y menores ingresos fiscales que recibiría de esta actividad y que se habían incrementado con el nuevo contrato.

**Gráfico 11. Valor de las exportaciones de cobre de Panamá por país de destino**



Fuente: Trademap

## Apuesta de crecimiento

Su apuesta de crecimiento se enfoca en potenciar algunos sectores sobre los cuales cuenta con ventajas competitivas, mediante una legislación que promueve la IED. Entre estos, se destacan<sup>16</sup>:

- i) Turismo: tiene una legislación competitiva de fomento a la inversión turística que refuerza el atractivo de su ubicación geográfica. Cuenta con una amplia interconectividad aérea y marítima que lo posicionan como el “Hub logístico de las Américas” ([más información](#)).
- ii) Industria agrícola: el gobierno ha destinado grandes inversiones para potenciar la agricultura, y adoptó iniciativas como los agroparques, que incluyen el acceso a financiamiento a través del Banco Nacional de Panamá e incentivos fiscales. Además, la infraestructura comercial panameña facilita la exportación de productos del sector ([más información](#)).
- iii) Energía: con la Agenda de Transición Energética 2020-2023 buscan lograr una matriz energética más limpia. Su estrategia para convertirse en un “Hub energético” le apuesta al almacenamiento y comercialización de hidrógeno verde, a la descentralización y democratización de la producción de energía solar y eólica, a lograr el acceso universal en todo el territorio nacional, entre otros ([más información](#)).

## Deterioro del tránsito en el Canal de Panamá ante la llegada de El Niño

El regreso del fenómeno de El Niño en 2023 despertó las alertas por sus potenciales efectos inflacionarios, especialmente por las implicaciones negativas en el sector agrícola. Sin embargo, el aumento de la temperatura y las sequías soportaron además un deterioro en el comercio global por la escasez hídrica en el Canal de Panamá, ruta clave para el transporte marítimo de mercancías. En el istmo de Panamá, el Fenómeno de El Niño se materializa en sequías y menores precipitaciones, lo que en 2023 se reflejó en los menores niveles de agua en los lagos que alimentan el Canal, peor al observado en el último período de sequías en 2019.

## Implicaciones del Fenómeno de El Niño en el comercio: Canal de Panamá

Tras un 2022 en el que los principales lagos alcanzaron sus máximos niveles operativos, en 2023, los embalses Alhajuela y Gatún rozaron los niveles de alerta<sup>17</sup>. Esto en medio de las menores precipitaciones provocadas por el fenómeno de El Niño, que llevó a registrar en octubre el mes de referencia más seco en 73 años pese a la “temporada de lluvias”, con 41% menos precipitaciones frente al promedio histórico.

Esta escasez impulsó desde marzo una serie de restricciones por parte de la Autoridad del Canal de Panamá, que consistieron en recortes graduales del límite máximo de calado<sup>18</sup> que pueden alcanzar las naves a lo largo del Canal. En el último lustro, el límite máximo de calado

<sup>16</sup> Para información adicional, consultar el siguiente enlace: [PROPANAMÁ](#)

<sup>17</sup> Embalses artificiales que se abastecen de agua lluvia y ayudan a mantener el nivel de agua del Canal constante.

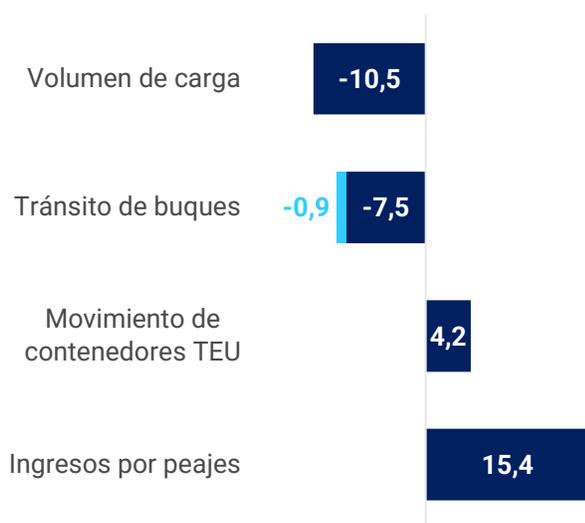
<sup>18</sup> Profundidad en el agua que alcanzan las embarcaciones.

fue en promedio de 55 pies, y en 2023 alcanzó un mínimo de 44 pies en las esclusas Neopanamax (que transporta las embarcaciones de mayor tamaño) y de 39,5 pies en las esclusas Panamax.

Los nuevos límites implicaron la necesidad de recortar los pesos de las embarcaciones, ya sea vía naves de menor calado o con una menor carga, lo que se reflejó en el detrimento de algunos de los indicadores locales de transporte relacionados con el Canal. En efecto, los menores niveles de carga por buque explicarían las caídas interanuales en el movimiento de contenedores TEU<sup>19</sup> a través del Sistema Portuario Nacional desde abril, así como el menor volumen de carga y tránsito de buques<sup>20</sup> (Gráfico 12).

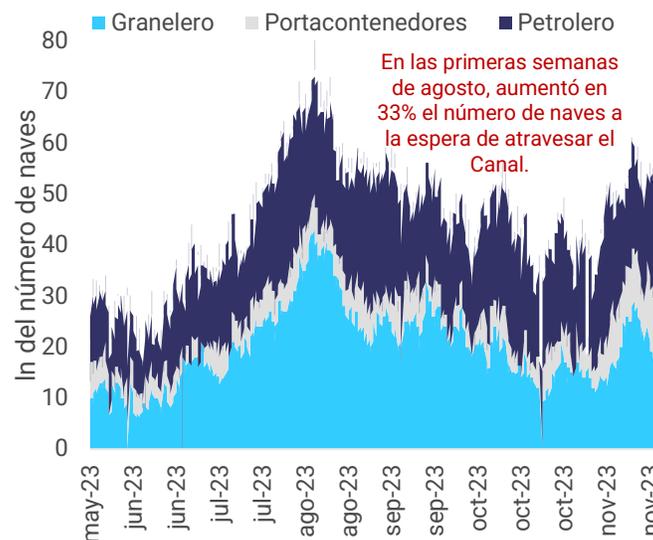
A su vez, las navieras se enfrentaron a sobrecostos por el incremento en las tarifas del Canal de Panamá, que dependen inversamente del nivel de los lagos. En efecto, de acuerdo con el Índice Mundial de Contenedores de Drewry<sup>21</sup> los costos de los fletes tuvieron un incremento cercano al 20% entre julio y agosto, impulsado por los mayores costos de las rutas que conectan al puerto de Shanghái (China) con los puertos de Los Ángeles y Nueva York (Estados Unidos), reflejando el impacto en el comercio de los dos principales usuarios del Canal. También, según el índice Harpex, los precios mundiales en el mercado de chárter para buques portacontenedores sufrieron un mayor estrés entre mayo y julio de este año, en medio de la profundización de las restricciones de la Autoridad del Canal de Panamá.

**Gráfico 12 Variación anual de indicadores de transporte relacionados con el Canal**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censo. Cifras de Agosto de 2023.

**Gráfico 13. Congestión de naves en el Canal de Panamá por tipo de carga**



Fuente: Refinitiv Eikon.

<sup>19</sup> Un TEU una medida estándar de capacidad de un contenedor de 20 pies o de 9,5 toneladas métricas en promedio.

<sup>20</sup> Los buques de alto calado están diseñados para aguas profundas, pues tienen un calado que puede superar los 20 metros para cargar mayores volúmenes, pero limitado en puertos someros. En contraste, los buques de bajo calado son adecuados para aguas poco profundas y puertos pequeños, su calado que suele estar por debajo de los 10 metros, lo que restringe su capacidad de carga.

<sup>21</sup> El *World Container Index* de Drewry es un índice compuesto que monitorea los cambios en los fletes mediante el rastreo de ocho de las principales rutas comerciales. En detalle, este se puede consultar en el siguiente enlace: <https://www.drewry.co.uk/supply-chain-advisors/supply-chain-expertise/world-container-index-assessed-by-drewry>

31 de enero de 2024

Ahora bien, con la intensificación de la temporada seca durante el tercer trimestre, la entidad restringió el número diario de buques que podrían atravesar el Canal desde un promedio de entre 36 y 38 buques en situaciones normales. Inicialmente, la medida consideró limitar el paso hasta 32 navieras, pero con la sequía récord de octubre, establecieron un plan de reducción gradual de los cupos de reserva hasta 18 buques a partir de febrero del 2024.

De acuerdo con la Autoridad del Canal de Panamá, el tráfico ascendió a alrededor de 120 buques en espera a las afueras del Canal en la primera semana de restricciones (superior a lo habitual de 90 buques), lo que se reflejó en un repunte en los tiempos de espera para el tránsito de naves no reservadas, especialmente en las rutas que van del Océano Pacífico al Atlántico (+177% en promedio entre ambos sentidos en agosto, frente al promedio reportado un año atrás). Esta congestión perjudicó principalmente a las naves graneleras, cuyos tiempos de espera se incrementaron un 231% a/a, lo que podría añadir nuevas presiones inflacionarias sobre los alimentos. Asimismo, los buques de carga general y portavehículos vieron notorios aumentos en los tiempos (+546% a/a y +65% a/a, respectivamente).

A su vez, los buques petroleros y transportadores de gas (GPL y GNL) exhibieron mayores tiempos de espera, e incluso llevó a que algunos transportadores buscaran rutas alternas de mayor distancia o pagasen cifras récord por atravesar el Canal. En contraste, los portacontenedores no han visto afectaciones bajo este concepto al contar con espacios reservados y tiempos fijos. Sin embargo, este segmento recibió el impacto de las medidas de calado máximo al tener que reducir su cargamento (Gráfico 13).

En este contexto, es necesario considerar los impactos futuros que puedan derivar del cambio climático, dada la alta sensibilidad de este punto de tránsito a los eventos de El Niño. Su efecto sobre los costos en términos de tiempos y fletes, especialmente para Estados Unidos, China y Japón (los principales usuarios del Canal) podrá reducir su competitividad frente a rutas alternas en el largo plazo.

### Mercado Laboral: la otra cara de la prosperidad

La estructura de la actividad económica de Panamá se refleja en gran medida en la composición del mercado laboral. El 48% del empleo se concentra en las ramas de agricultura, construcción, industria y comercio (Gráfico 14). Pese a que el primero no es un gran contribuyente a las cuentas nacionales, sí se caracteriza por ser una actividad intensiva en mano de obra.

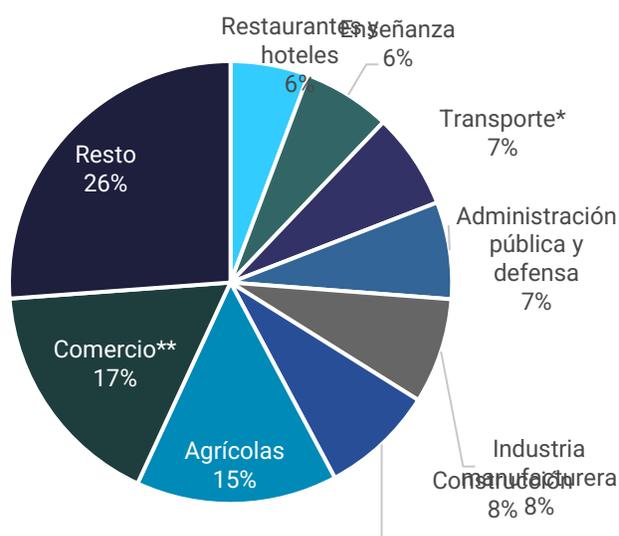
La problemática radica en la naturaleza de algunas de las actividades más relevantes para el mercado laboral. La agricultura y construcción tienen un alto nivel de subempleo<sup>22</sup>, que para 2022 ascendió al 51,2% del empleo total, limitando el acceso de los trabajadores al sistema de seguridad social, lo que explica en parte la elevada desigualdad en el país. En este sentido, el mercado laboral tiene una alta inequidad, especialmente en algunas de las actividades más importantes en materia de producción y generación de empleo, donde hay un salario mediano más bajo que para el total de la economía.

<sup>22</sup> De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística y Censo, el subempleo comprende a aquellos trabajadores de 15 años o más que trabajan menos de 40 horas semanales y i) desean trabajar más horas, ii) buscaron trabajo y iii) están disponibles. También, la categoría de subempleo incluye a los trabajadores de 15 años o más que trabajaron 40 horas o más, pero perciben ingresos inferiores al salario mínimo.

Ahora bien, el crecimiento económico de Panamá prepandemia ayudó a reducir gradualmente la tasa de desempleo, acotándola a niveles de un dígito. Sin embargo, la caída en la producción, y principalmente el estancamiento de la construcción durante el segundo y tercer trimestre del 2020, implicó la destrucción del 15% de los empleos en ese año. La tasa de desempleo se triplicó frente a 2019 y se ubicó en 18,5% (Gráfico 15).

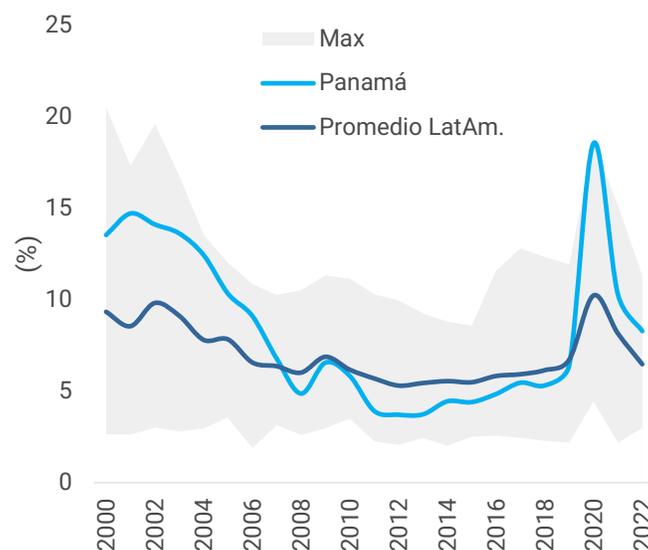
A diferencia de las principales economías latinoamericanas, Panamá recuperó la totalidad de los empleos perdidos por la pandemia solo hasta 2023, una situación consistente con el detrimento de la actividad económica, pues la producción en actividades como la industria manufacturera y la construcción -que eran algunas de las principales contribuyentes a la creación de empleos- tardaron más de dos años en recuperarse. En este sentido, la tasa de desempleo retrocedió en 2021 y 2022 se ubicó en 8,3% este último año, continuó 3 p.p. por encima del promedio observado entre 2015 y 2019 y 2 p.p.

**Gráfico 14. Estructura del mercado laboral por actividad económica en 2023**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censo. \*Incluye almacenamiento y correo. \*\*Incluye reparación de vehículos.

**Gráfico 15. Tasa de desempleo**



Fuente: Organización Internacional del trabajo

## Régimen monetario e inflación

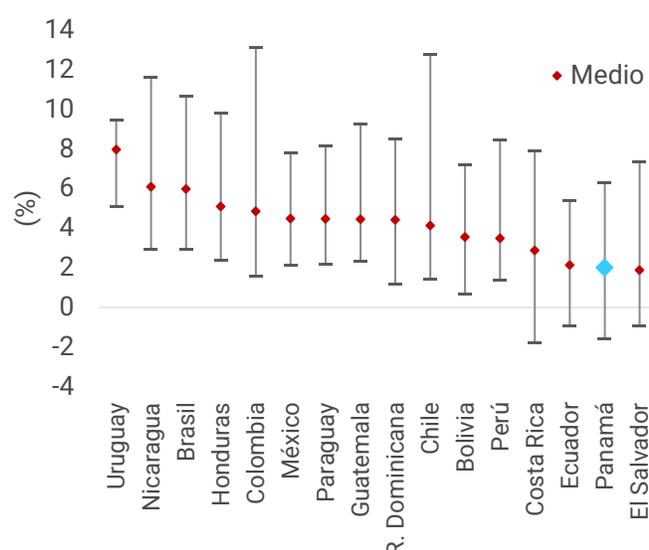
- Panamá es una de las tres economías totalmente dolarizadas de América Latina, junto a Ecuador y El Salvador, aunque maneja el Balboa (una moneda que guarda la paridad con el dólar) en transacciones locales de bajo valor.
- La dolarización de su economía evita la exposición a fluctuaciones cambiarias y le ha permitido tener una inflación inferior al promedio regional. No enfrenta riesgos de señoriaje, aunque está expuesta a casos de inflación importada.

Panamá estableció el dólar como moneda de curso legal desde el inicio de la República en 1904. Esta situación se facilitó gracias a su estrecha relación comercial con EE.UU., pues ya tenía una influencia importante en el territorio por las rutas de transporte terrestre de la línea férrea transcontinental. Por esto, la recepción de extranjeros y de comercio internacional promovió el flujo del dólar en el territorio. Esta situación también se observó con el establecimiento del Centro Bancario Internacional (CBI), que facilitó el libre flujo de capitales al país (Manuel Castillero, 2012).

La dolarización le permitió tener uno de los niveles de inflación más bajos de Latinoamérica, incluso en períodos de alta inflación regional (Gráfico 16). Por un lado, no corre un riesgo asociado a la volatilidad del tipo de cambio al no necesitar de otra moneda para las transacciones comerciales. Por otro lado, como no tiene autonomía monetaria, tiene mayores restricciones a la inyección de liquidez, lo que la blindo de riesgos asociados al señoriaje.

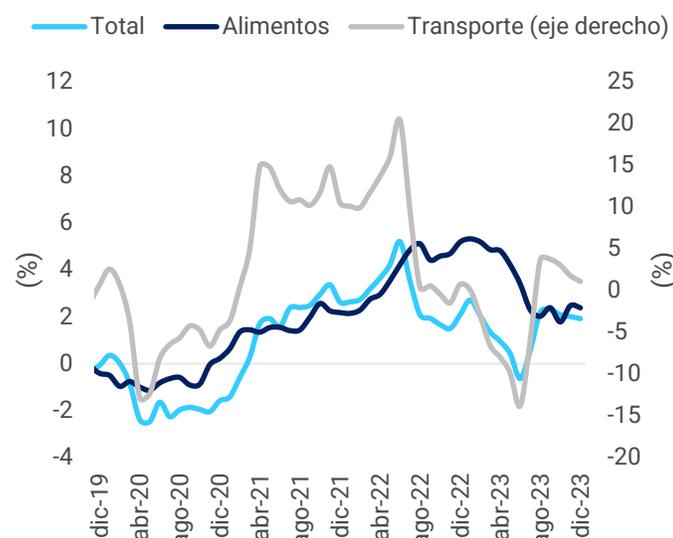
La sostenibilidad del sistema también se enmarca en su apertura económica. En efecto, Panamá mueve grandes flujos de divisas gracias al comercio del Canal de Panamá y las zonas francas, al CBI, y a la entrada de Inversión Extranjera Directa (ver capítulos de [Actividad](#)

**Gráfico 16. Inflación en países de Latinoamérica entre 2010 y 2023**



Fuente: Refinitiv Eikon

**Gráfico 17. Inflación anual**



Fuente: Refinitiv Eikon

31 de enero de 2024

[económica y mercado laboral](#) y [Sector externo](#) en este informe). Los bajos niveles de inflación estuvieron acompañados de un crecimiento económico impulsado principalmente por el consumo privado. Así, en el lustro previo a la pandemia, mientras que el PIB tuvo el mayor crecimiento promedio de América Latina (4,6% a/a), la inflación promedió apenas el 0,4% anual.

Sin embargo, una de las mayores críticas al sistema dolarizado es la exposición a coyunturas de inflación externa, pues no cuenta con herramientas de política monetaria para responder a escenarios de inflación importada. Por el contrario, su margen de acción para contenerla se limita a medidas fiscales.

En efecto, en 2022 se observó un repunte de la inflación, producto de mayores precios de sus bienes importados que presionaron especialmente a los combustibles y alimentos (Gráfico 17). Esta situación trajo cifras de inflación no vistas en más de una década, alcanzando un máximo de 5,2% a/a en junio de 2022).

En este contexto de inflación elevada y de recuperación incompleta del mercado laboral, se desencadenaron una serie de protestas en las principales vías y centros financieros del país. Para contenerlas, el gobierno subsidió a partir de julio de 2023 los precios de los combustibles, algunos alimentos básicos y de los medicamentos. El diferencial fue asumido por el fisco.

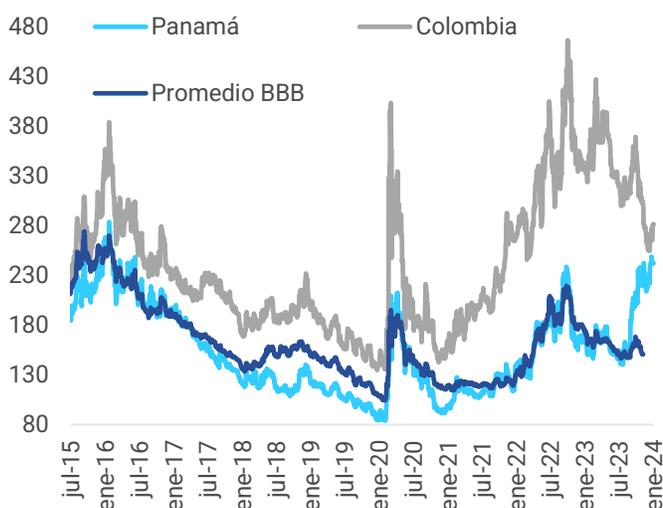
## Situación fiscal

- La calificación de su deuda soberana de largo plazo es BBB con perspectiva negativa, de acuerdo con la agencia *S&P Global Ratings*, siendo el único país de Centroamérica considerado grado de inversión. La estabilidad fiscal se evidencia en una deuda bruta como porcentaje del PIB de 39%, en promedio, en la década terminada en 2019.
- Con más del 98% de la deuda total contraída en dólares, afronta un riesgo cambiario mínimo asociado a la deuda contraída en otras monedas.
- El colapso de los ingresos corrientes en 2020 deterioró sus cuentas fiscales, pese a que no aumentaron el gasto público frente a lo presupuestado. Con la recuperación de la actividad económica, la economía panameña aseguró exitosamente en 2021 y 2022 su proceso de consolidación fiscal de acuerdo con los límites ajustados de la regla fiscal.

Panamá destaca frente a los demás países de Centroamérica por su situación fiscal, siendo el único de este grupo de países con grado de inversión. La calificación de riesgo de su deuda soberana en dólares era de BBB+ (estable) antes de 2020 y fue recortada a BBB ese año. Además, hasta julio, su prima de riesgo era consistente con el promedio de los países con igual calificación crediticia y reflejaba la estabilidad de sus cuentas fiscales (Gráfico 18).

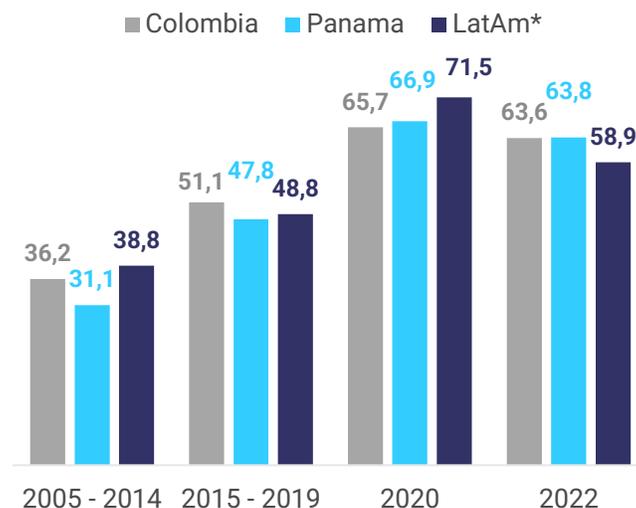
El balance fiscal del Sector Público No Financiero (SPNF) promedió -2,2% del PIB en la década previa a la pandemia<sup>23</sup>, siendo los ingresos tributarios su principal fuente de ingresos (10% del PIB). Entre tanto, el gasto público antes de la pandemia ascendía a 23,0% del PIB y se concentró en gastos de capital, salarios y gastos de la Caja de Seguro Social (CSS). Además, su nivel de endeudamiento fue inferior al promedio regional (Gráficos 19). La consolidación

**Gráfico 18. Prima de riesgo (CDS 5 años)**



Fuente: Refinitiv Eikon.

**Gráfico 19. Deuda bruta del SPNF (% del PIB)**



Fuente: Fondo Monetario Internacional. \*Promedio excluye a Venezuela

<sup>23</sup> Cifras del Banco Interamericano de Desarrollo

fiscal respondió en gran medida a un ritmo de crecimiento económico destacado que superó el aumento de la deuda.

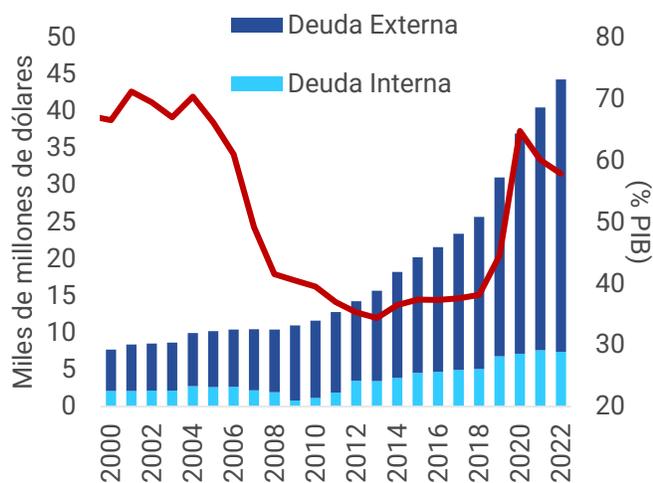
La Ley de Responsabilidad Social Fiscal de 2008 fue clave en este proceso, al adoptar la regla fiscal<sup>24</sup>. Dicha Ley buscó consolidar la disciplina fiscal mediante el incremento del ahorro corriente del SPNF, limitando el aumento de la deuda y del déficit, y promoviendo la transparencia de las cuentas fiscales.

A esto se sumaron las múltiples reformas fiscales que se adelantaron desde 2005, llevando a Panamá a reducir su nivel de deuda a un mínimo de 35,3% del PIB en 2017, pese a que su balance fiscal fue deficitario desde 2009, impulsado a la baja por el desahorro corriente y los mayores gastos de capital. Además, le sirvió para adquirir el grado de inversión en la calificación de su deuda soberana de largo plazo por parte de las tres principales calificadoras de riesgo en 2010.

Ahora bien, en el bienio anterior a la pandemia, la deuda pública relativa al PIB aumentó, en medio de la desaceleración del ritmo de crecimiento económico, resultado en gran medida del fin de las mega obras de infraestructura que lo impulsaron en los años previos. No obstante, fue con la contracción económica del 2020 que repuntó la deuda pública y alcanzó el 65,6% de su PIB, un nivel no visto en dos décadas (Gráfico 20).

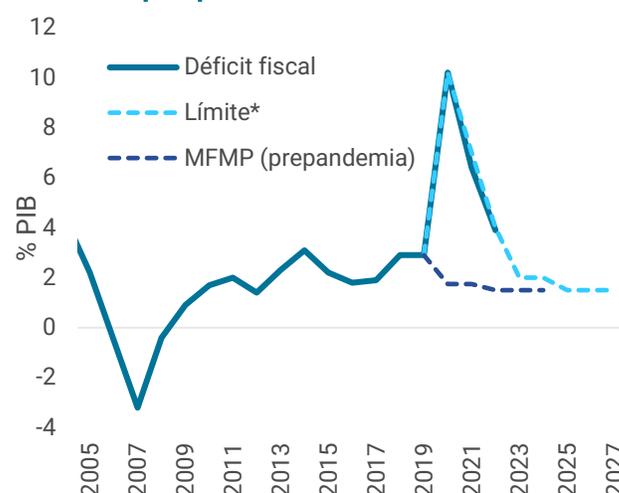
El déficit fiscal aumentó a 10,2% del PIB desde 2,4% en 2019, debido a varios factores. En primer lugar, cayeron los ingresos fiscales nominales, en parte por las medidas tributarias adoptadas por el gobierno para aliviar las presiones por la pandemia. Segundo, el colapso del PIB por el cese de las principales actividades económicas. En 2020 no hubo un incremento

**Gráfico 20. Evolución de la deuda pública vs PIB**



Fuente: Dirección de Financiamiento Público del Ministerio de Economía y Finanzas

**Gráfico 21. Ajuste a los topes del déficit fiscal del SPNF por pandemia**



Fuente: MINERPA, Ministerio de Economía y Finanzas, Asamblea Nacional de Panamá.

<sup>24</sup> Estableció que el déficit del SPNF no podría superar el 1% del PIB nominal estimado del año por la Dirección de Estadística y Censo de la Contraloría General<sup>24</sup>. Además, sentó la meta de reducción y estabilización de la deuda neta (% PIB) del SPNF, para que una vez alcanzado el 40% no superase esta relación porcentual, situación que se consiguió en 2012 y se mantuvo hasta el 2018.

nominal en el gasto frente al presupuestado, sino que se reconfiguró para atender las necesidades de la crisis.

El deterioro de las cuentas fiscales provocó que las principales calificadoras de riesgo rebajaran su nota soberana, aunque mantuvieron el grado de inversión. En este escenario, el gobierno modificó los topes del déficit fiscal del SPNF en una senda de convergencia al 1,5% del PIB para 2025 (Gráfico 21).

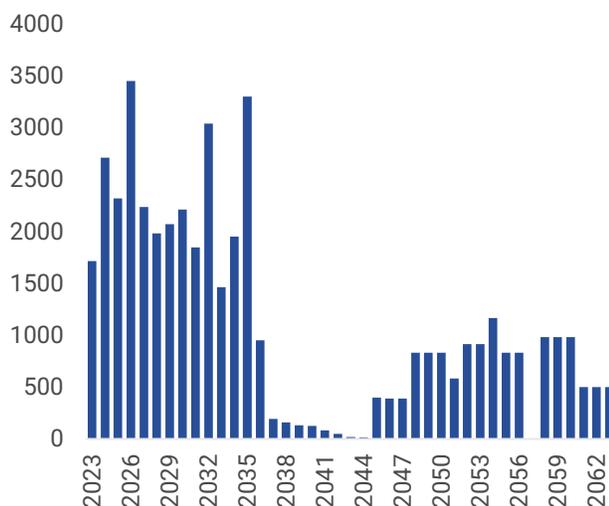
Ahora, la reactivación económica de 2021 a 2023 impulsó un ajuste fiscal importante. En 2022, el déficit superó el promedio observado en el lustro previo a la pandemia (3,9% del PIB vs 2,3% del PIB entre 2015 y 2019), pero fue consistente con los límites establecidos por la regla fiscal.

### Balance de riesgos positivo<sup>25</sup>

La tendencia ascendente de la deuda pública panameña estuvo impulsada mayormente por la deuda externa, que en 2022 representó el 79% del total de la deuda pública (Gráfico 20). Sin embargo, su deuda contraída en una moneda distinta al dólar corresponde a tan solo el 1,6% de la deuda pública total<sup>26</sup>, por lo que **el riesgo cambiario es mínimo y se asocia en gran medida a los Derechos Especiales de Giro con el FMI y a deuda contraída en yenes.**

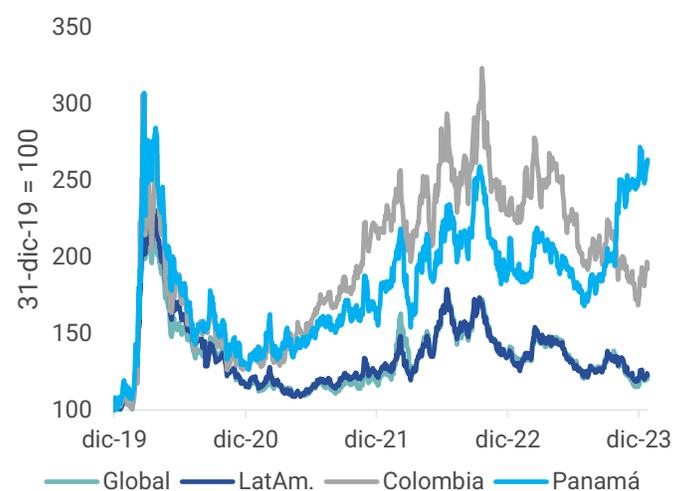
Vale la pena destacar que el 90% de la deuda pública está concentrada en el sector financiero. Sin embargo, dentro de los sectores de interés que cuentan con deuda en una moneda distinta al dólar, destaca el sector de transporte, por el financiamiento de Línea 3 del metro; y de energía, por el proyecto de Saneamiento de la Bahía.

**Gráfico 22. Perfil de amortización de la deuda pública de Panamá**



Fuente: Dirección de Financiamiento Público del Ministerio de Economía y Finanzas

**Gráfico 23. Riesgo país de JP Morgan en niveles – EMBI**



Fuente: Invenómica. Cálculos: Corficolombiana.

<sup>25</sup> Antes de retratar la estructura de la deuda, es necesario hacer la distinción entre deuda interna (por tenedor) y deuda en dólares (por tipo de moneda). La primera hace referencia a deuda pública contraída con agentes residentes en el país, mientras que la segunda corresponde a la deuda contraída en dólares estadounidenses, independientemente del tenedor del título.

<sup>26</sup> Cifras con corte a abril de 2022

31 de enero de 2024

Por su parte, su perfil de deuda pública tiene un plazo promedio de vencimiento (ATM)<sup>27</sup> de largo plazo, que con corte a abril de 2023 alcanzaba los 13,9 años<sup>28</sup>. Mediante operaciones de manejo de pasivos, la Dirección de Financiamiento Público del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) se ha encargado de suavizar las amortizaciones para reducir el riesgo de refinanciamiento. El 32% de las amortizaciones se concentran en el mediano plazo, con un pico en 2026 (Gráfico 22). Sin embargo, al no contar con una autoridad monetaria que respalde la deuda pública, debe considerarse igualmente el riesgo de default.

Ahora bien, el riesgo país de Panamá medido por el EMBI, se ha deteriorado significativamente frente a sus niveles pre-pandemia (+187 pbs entre el 31-dic-19 y 25-ene-24). Desde agosto, se ha cosechado una mayor incertidumbre asociada a importantes fuentes de ingresos del país, como la congestión del tránsito en el Canal de Panamá por los menores niveles de agua, y el fallo de la Corte Suprema sobre la inconstitucionalidad del contrato minero de Cobre Panamá. Si bien el mercado percibía en Panamá un riesgo país inferior al promedio regional y global, con los hechos recientes no se descarta una posible pérdida de su calificación soberana en los próximos años (Gráfico 23).

### Principales vulnerabilidades

En el escenario base, la tendencia de crecimiento favorecerá la reducción del déficit fiscal y la deuda pública. Sin embargo, hay riesgos en contra de este escenario, donde destacamos: i) la posibilidad de un menor dinamismo del comercio internacional en los próximos años; ii) el impacto del cierre de la Mina de Cobre Panamá; y iii) el deterioro de las finanzas de la Caja de Seguro Social (CSS).

En materia de crecimiento, la dependencia de Panamá al sector externo la expone a la coyuntura global, que indica un crecimiento levemente menor en 2024. Además, el cierre de Minera Panamá ensombrece aún más el proceso de consolidación fiscal en 2024 por la pérdida de producción nacional, y por los ingresos que dejará de recibir el fisco. **En este contexto, JP Morgan, Barclays y Morgan Stanley ya se han referido a la posible pérdida del grado de inversión en 2024 "en medio de la creciente incertidumbre".**

Por su parte, el déficit del programa de Invalidez, Vejez y Muerte de la CSS será clave para las finanzas públicas, por la expectativa de que se quede sin fondos en 2024. En efecto, el programa enfrenta un déficit creciente bajo la tendencia al alza del ratio de pensionados por cotizantes, escenario que se profundizó con el impacto de la pandemia que provocó la fuerte caída del número de cotizantes activos. Ya desde antes se hablaba del inminente agotamiento de los fondos del Sistema Exclusivo de Beneficio Definido (SEBD) en la segunda mitad de la década de 2020<sup>29</sup>, sin embargo, de acuerdo con el último informe actuarial de la CSS, este escenario podría llegar en 2024.

Esto revela la insostenibilidad del sistema actual y hace necesaria la pronta adopción de medidas para enfrentar una inminente insolvencia que imposibilite el pago a los más de 300 mil pensionados. Este escenario también pone en riesgo la calificación soberana del país y es

<sup>27</sup> Average Time to Maturity medido en años

<sup>28</sup> el ATM de la deuda interna es de 4,3 años mientras que el de la deuda externa es de 15,6 años

<sup>29</sup> De acuerdo con las estimaciones de la Junta Técnica Actuarial de la CSS entregadas en el informe "Opinión sobre valuación actuarial del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte de la Caja de Seguro Social, con corte al 31 de diciembre de 2018" publicado en 2020.

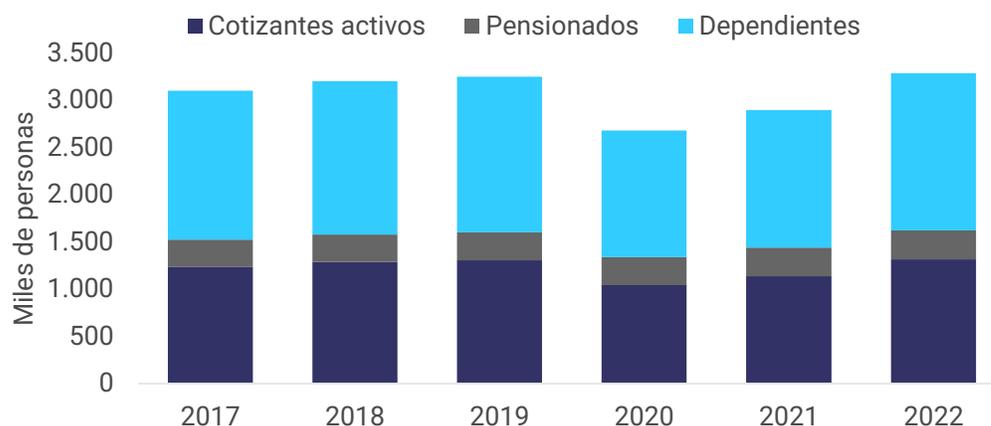
una de las consideraciones que han tenido las calificadoras para mantener la perspectiva negativa. En este contexto, esperamos que se desacelere el crecimiento económico desde los niveles destacables de 2021 y 2022 y, de acuerdo con estimaciones del FMI, la deuda pública de Panamá no retornaría a los niveles prepandemia en el mediano plazo.

### Sistema pensional en la mira

Desde la introducción del subsistema mixto en 2005, en Panamá coexisten dos subsistemas pensionales administrados netamente por la CSS<sup>30</sup>. De un lado está el Sistema Exclusivo de Beneficio Definido (SEBD) o de reparto, que financia las pensiones actuales con los aportes de los contribuyentes activos. De otro lado se encuentra el Sistema Mixto, que alimenta el régimen solidario sobre una base de cotización de hasta 500 dólares de salario mensual, mientras que, de manera voluntaria, el trabajador puede utilizar el excedente de ingresos como base de cotización para un ahorro personal, también administrado por la CSS.

En términos de cobertura, la CSS cubre a cerca del 67% de la población de la República (2021)<sup>31</sup>, donde apenas el 39% corresponde a cotizantes activos, mientras que el 61% comprende a dependientes y pensionados<sup>32</sup> (Gráfico 24). Ahora bien, la situación financiera de la entidad ha encendido las alarmas sobre su sostenibilidad, situación que se intensificó en 2020 cuando, en medio de la ola de desempleo que se desencadenó por el desplome de la actividad económica, el número de cotizantes activos cayó en un 20%, mientras que el número de pensionados mantuvo su ritmo de crecimiento observado en los años previos, profundizando las presiones fiscales por parte de esta entidad (ver capítulo de [Situación fiscal](#) en este informe). Consecuentemente, también hubo una baja importante en el número de afiliados dependientes (-19%), ampliando la brecha por desprotección de la seguridad social.

**Gráfico 24. Población protegida por la Caja de Seguro Social**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censo.

<sup>30</sup> Esta entidad estatal es la encargada de administrar los servicios de salud y prestaciones. Está regulada bajo la Ley N° 51 del 7 de diciembre de 2005

<sup>31</sup> Tiene 4,35 millones de habitantes

<sup>32</sup> De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística y Censo, el pensionado es aquel que "recibe una pensión del seguro social adquirida en virtud de sus propios aportes en calidad de trabajador cotizante. (Comprende los pensionados por riesgos de trabajo, invalidez y vejez)" y el dependiente es la "persona que depende económicamente del trabajador cotizante que requiere el derecho a los beneficios del Seguro Social, en la cuantía y términos establecidos por la Ley" (Instituto Nacional de Estadística y Censo).

## Sector externo

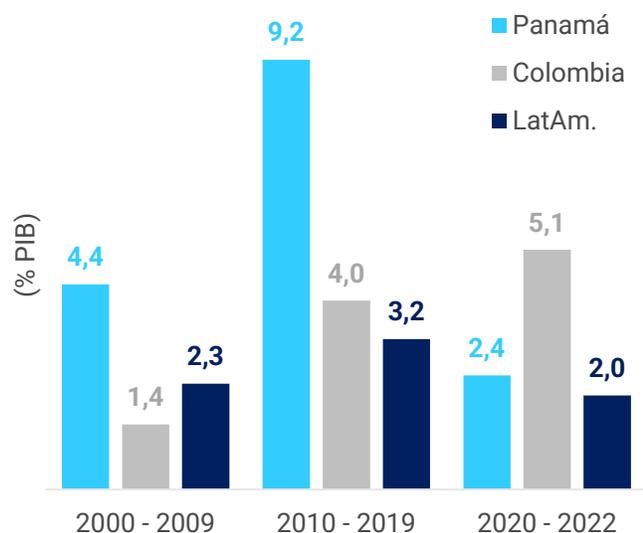
- Panamá ha tenido un saldo deficitario en la cuenta corriente desde 1995, resultado del desbalance comercial de bienes y de los egresos factoriales.
- Su canasta exportadora se benefició en los últimos años de la apertura de la mina Cobre Panamá, una de las mayores de la región y la mina internacional más importante de Centroamérica.
- Entre 2015 y 2019, la Inversión Extranjera Directa (IED) fue, en promedio, de 7,7% del PIB, la más alta de América Latina. Los sectores más representativos para los flujos de IED fueron el comercio, el transporte y los servicios financieros.

### Déficit en cuenta corriente: un reflejo de la fuerte dependencia al mercado externo

Panamá registra un balance deficitario en la cuenta corriente desde 1995, llegando a un máximo de -13,4% del PIB en 2014. El déficit comercial de bienes explica la mayor parte del desbalance, si bien los ingresos generados por el sector de servicios –especialmente de transporte, comercio, turismo y servicios financieros– compensan una buena parte. Los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) son el principal financiador del déficit externo de Panamá (Gráficos 25 y 26).

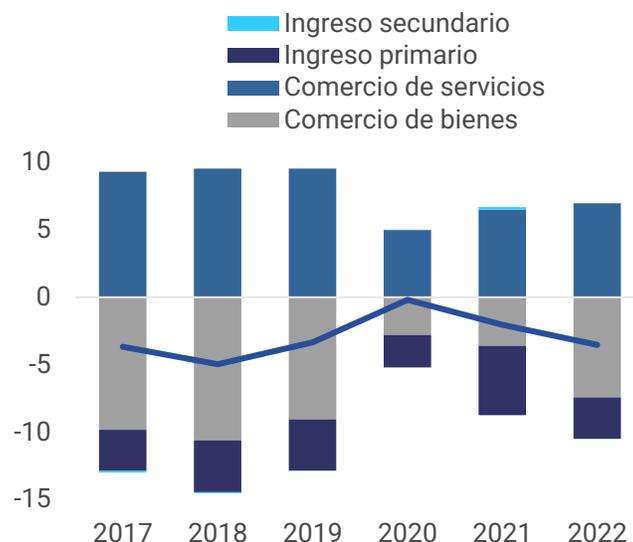
En contraste, la balanza de servicios de Panamá ha sido superavitaria gracias al impulso de los sectores financiero, turístico, y de transporte y logística. Los mayores ingresos por servicios los genera el Centro Bancario Internacional y el *hub* logístico creado en torno al Canal de Panamá y al aeropuerto de Tocumén.

**Gráfico 25. Déficit en cuenta corriente promedio por periodos (% PIB)**



Fuente: Banco Mundial

**Gráfico 26. Balance en cuenta corriente (miles de millones de dólares)**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censo

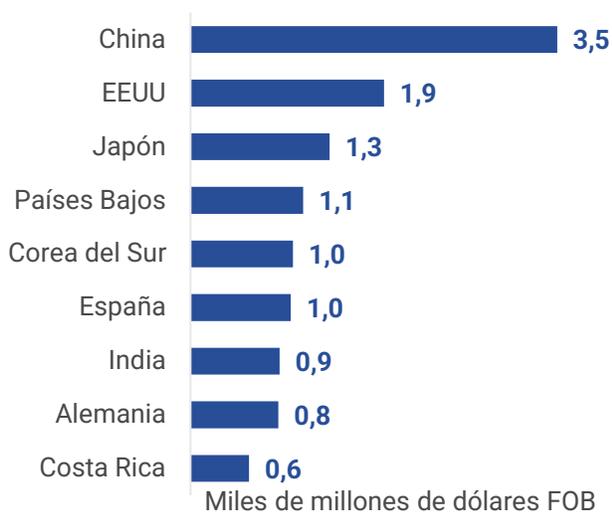
El déficit en la balanza comercial de bienes y su mayor exposición al mercado externo se explica principalmente por las importaciones de combustibles y aceites minerales, que representaron el 21% del valor CIF de las importaciones en lo corrido del 2023 hasta septiembre. Esto supone una mayor exposición a la volatilidad en el precio internacional del petróleo, lo que se vio en el repunte del IPC durante el primer semestre del 2022 (ver capítulo de [Régimen monetario e inflación](#) en este informe).

Al ser un *hub* logístico, Panamá es un importante centro de tránsito y reexportación de mercancías, lo que lo ha llevado a depender significativamente de importaciones que alimentan directamente a los sectores comerciales, turísticos y a la industria manufacturera.

Con la apertura de la mina Cobre Panamá<sup>33</sup> en 2019, el sector minero ganó relevancia en la economía nacional, al punto de representar el 77% del valor FOB de sus exportaciones en 2022 desde una participación nula previamente (Gráfico 28). Esto favoreció la posición externa del país, especialmente a partir del 2021, ante el aumento del precio del cobre y la reactivación económica post-pandemia de China. No obstante, el desbalance comercial de bienes volverá a aumentar tras el cierre de la la mina Cobre Panamá y con la prohibición de nuevas concesiones mineras por la Ley de Moratoria.

Vale la pena señalar que Panamá ha financiado buena parte de su déficit externo con grandes flujos de IED, especialmente en la década prepandemia. El dinamismo económico en ese periodo se dio de la mano de un auge en la inversión, aunque el saldo negativo de las cuentas externas refleja la baja tasa de reinversión de las utilidades (Gráfico 29).

**Gráfico 27. Exportaciones de mercancías por país\* (2022)**



Fuente: Oficina de Inteligencia Comercial del Ministerio de Comercio e Industrias de Panamá. \*Principales socios comerciales.

**Gráfico 28. Exportaciones de mercancías\***

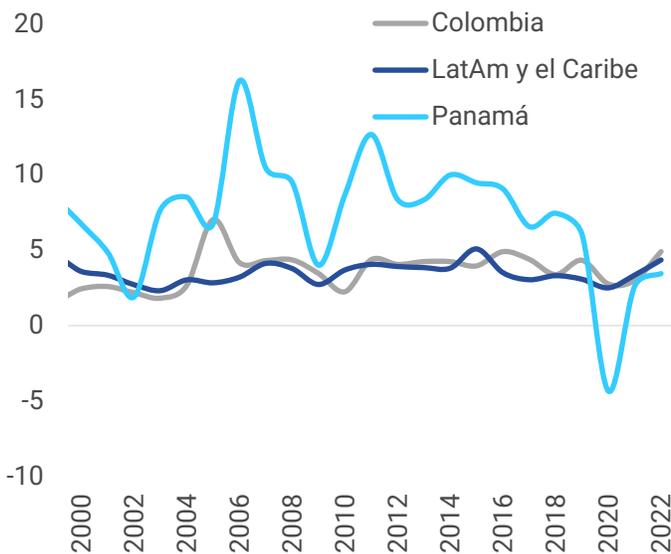


Fuente: Oficina de Inteligencia Comercial del Ministerio de Comercio e Industrias de Panamá. \*Cifras hasta noviembre de 2023.

<sup>33</sup> De acuerdo con *Mining Intelligence*, es la tercera mayor mina de cobre a nivel global medida por toneladas de mineral extraído. Esta aporta principalmente a la producción de cobre, pero también se produce plata, oro y molibdeno.

El 57% de la IED se concentró en tan solo dos actividades económicas: comercio y minería, debido a las obras de infraestructura relacionadas con la logística alrededor de la mina Cobre Panamá. El sector financiero también es un receptor importante de inversión, en donde se destaca el Centro Bancario Internacional (Gráfico 30). En cuanto a las transferencias corrientes, su balance positivo resulta de la recepción de remesas desde el exterior.

**Gráfico 29. IED neta (% PIB)**



Fuente: Banco Mundial

**Gráfico 30. Promedio de los flujos de IED de Panamá entre 2015 y 2019**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censo

## Perspectivas y riesgos

El panorama de crecimiento económico de Panamá sigue siendo positivo en el corto plazo, a pesar de que algunos factores que lo impulsaron antes de la pandemia han perdido impulso, especialmente el fin de las megaobras de infraestructura. El crecimiento en 2021 y 2022, de 15,3% y 10,8%, respectivamente, estuvo fundamentado en el dinamismo de los servicios comerciales y logísticos, gracias a la reactivación de la demanda privada local y global. **El crecimiento económico de 2024 sería menor**, por una mayor base de comparación y por el enfriamiento de la demanda externa, aunque de todas formas sería uno de los más altos en la región. El Fondo Monetario Internacional (FMI) anticipa un crecimiento de 6,0% en 2023 y 4,0% en 2024 (LatAm 1,9% y 2,5%, respectivamente) (Tabla 1).

**Tabla 1. Proyecciones del FMI**

	2022	2023 (p)	2024 (p)	Promedio 2025- 2028
<b>Actividad económica</b>				
PIB (crecimiento, %)	10,8	6,0	4,0	4,0
Inversión (% PIB)	34,3	34,7	34,8	34,9
<b>Inflación</b>				
Inflación (% fin de periodo)	2,1	2,2	2,2	2,0
Inflación (% promedio del periodo)	2,9	1,5	1,9	2,0
<b>Cuentas externas</b>				
Exportaciones (crecimiento, %)	29,3	7,2	7,4	4,6
Importaciones (crecimiento, %)	26,8	2,2	11,5	5,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,9	-3,6	-3,2	-2,7
<b>Fiscal (% PIB)</b>				
Ingresos	17,3	19,5	18,7	19,0
Gasto	21,3	22,6	20,8	20,6
Balance fiscal	-3,9	-3,1	-2,0	-1,5
Balance primario	-2,2	-0,5	0,8	1,3
Deuda pública	53,7	52,8	52,3	50,1

Fuente: World Economic Outlook – Fondo Monetario Internacional (oct-23)

**Los motores del crecimiento seguirán siendo la actividad comercial y logística en torno al Canal**, pese a las restricciones al tránsito de naves adoptadas por las sequías relacionadas con el fenómeno de El Niño 2023-2024. La recuperación de la demanda interna y del turismo seguirán estimulando el comercio mayorista y minorista, en la medida que se mantenga la fortaleza del mercado laboral y la inflación se estabilice en niveles bajos.

Los ingresos del Canal de Panamá se beneficiarán en 2024 del mayor dinamismo del comercio mundial –que según la Organización Mundial del Comercio crecerá 3,3%, repuntando desde el aumento de apenas 0,8% en 2023– y de la superación de los efectos del fenómeno de El Niño. Este escenario estará enmarcado por el descenso de las altas tasas de interés de las

economías avanzadas y las tensiones geopolíticas en Europa Oriental y la Franja de Gaza.

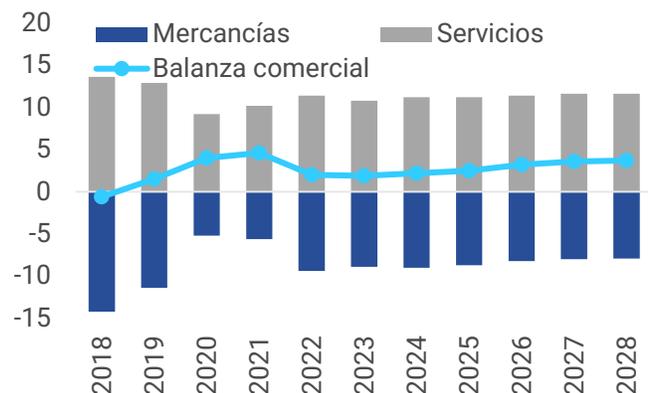
**La reactivación de la construcción también será un motor de crecimiento en 2024, gracias a la ejecución de proyectos de infraestructura, aunque todavía en niveles inferiores a los observados en el auge del sector entre 2008 y 2017.** El potencial de este sector es importante, en la medida que el esquema de Asociaciones Público-Privadas (APP) adoptado recientemente incentiva la inversión privada.

Por otra parte, el balance comercial seguirá mejorando en 2024, según estimaciones del FMI (Gráfico 31). Sin embargo, los riesgos en la balanza comercial de bienes siguen latentes, especialmente tras el cierre de la Mina de Cobre Panamá, y apuntan a que continuará la elevada dependencia externa del sector terciario. En este contexto, el déficit en la cuenta corriente como porcentaje del PIB descendería desde 3,9% en 2022 a 3,6% en 2023 y convergería a 2,5% en 2028.

El FMI proyecta un **crecimiento promedio de 4,0% entre 2025 y 2028, uno de los más altos de América Latina, enmarcado en el buen dinamismo del sector terciario y en la reactivación de la construcción.** El principal riesgo de crecimiento radica en su alta dependencia al comercio global. Además, es susceptible a factores climáticos que restrinjan nuevamente la actividad del Canal, como el fenómeno de El Niño (Gráfico 32).

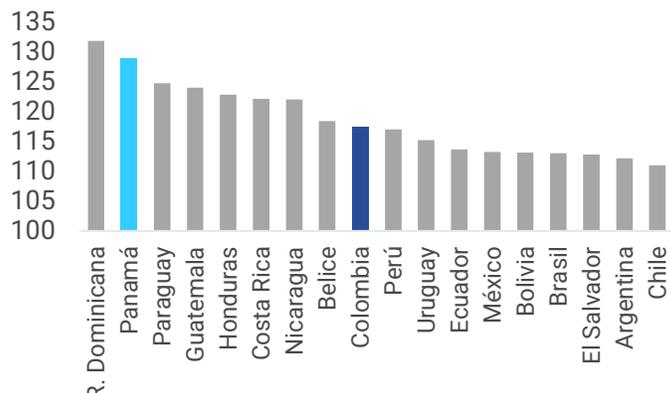
En materia fiscal, **se espera que Panamá registre un superávit primario a partir de 2024, por primera vez desde 2010, y que el déficit siga ajustándose en los próximos años** (Tabla 1). Sin embargo, el proceso de consolidación fiscal enfrenta riesgos: i) un escenario desfavorable de los principales socios comerciales de Panamá que reduzca el crecimiento de su economía; y ii) un mayor gasto del gobierno, en el contexto de elecciones presidenciales y legislativas en mayo de este año. **De esta forma, y pese a la recuperación económica, la deuda pública ascenderá al 77,5% del PIB en el mediano plazo.** El déficit del programa de Invalidez, Vejez y Muerte (IVM) de la Caja de Seguro Social representa un riesgo para las finanzas públicas. Esta entidad se encarga del pago de las pensiones y podría enfrentarse a una inminente insolvencia en los próximos años que eleve la prima de riesgo país y lleve a un deterioro de la calificación soberana de grado de inversión.

**Gráfico 31. Evolución de la balanza comercial como porcentaje del PIB**



Fuente: Artículo IV – Fondo Monetario Internacional.  
\*Proyecciones a partir del 2023.

**Gráfico 32. Nivel de actividad económica proyectado en 2028 vs 2023**



Fuente: World Economic Outlook – Fondo Monetario Internacional (oct-23). 2023 = 100.

## Referencias

- Asamblea Nacional de Panamá. (5 de Junio de 2008). *Gaceta Oficial Digital*. Obtenido de <https://www.gacetaoficial.gob.pa/pdfTemp/26056/11115.pdf>
- Autoridad del Canal de Panamá. (s.f.). *Canal de Panamá*. Obtenido de Reseña histórica del Canal de Panamá: <https://pancanal.com/resena-historica-del-canal-de-panama/>
- Consejo de Coordinación Financiera. (2017). *Reseña del sistema financiero panameño*. Obtenido de <https://www.ccf.gob.pa/resena.html>
- Departamento de Estado de los Estados Unidos. (14 de Julio de 2023). *Departamento de Estado de los Estados Unidos*. Obtenido de <https://www.state.gov/translations/spanish/cooperacion-con-costarica-para-explorar-oportunidades-de-la-cadena-de-suministro-de-semiconductores/>
- Hub Panamá. (s.f.). *HUBPanamá*. Obtenido de <https://hubpanama.com/>
- Instituto Nacional de Estadística y Censo. (s.f.). *Conceptos y definiciones*. Obtenido de Conceptos y definiciones: <https://www.inec.gob.pa/archivos/P5881Conceptos%20y%20Definiciones.pdf>
- Manuel Castillero. (Septiembre de 2012). *Centro Nacional de Competitividad*. Obtenido de <https://cncpanama.org/phocadownload/Panama%20mas%20que%20una%20econ%20dolarizada.pdf>
- Mecalux. (27 de Agosto de 2021). *Mecalux*. Obtenido de <https://www.mecalux.com.co/blog/hub-logistico>
- Ministerio de Relaciones Exteriores. (27 de Octubre de 2023). *Ministerio de Relaciones Exteriores de la República de Panamá*. Obtenido de <https://mire.gob.pa/panama-sale-de-la-lista-gris-del-gafi/>
- Parque Logístico Panamá. (5 de Diciembre de 2017). *Zonas Económicas Especiales en Panamá*. Obtenido de <https://info.plp.com.pa/blog/zonas-economicas-especiales-panama>

## Equipo de investigaciones económicas

### César Pabón

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

[cesar.pabon@corfi.com](mailto:cesar.pabon@corfi.com)

### Macroeconomía y Mercados

---

#### Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

[julio.romero@corfi.com](mailto:julio.romero@corfi.com)

#### Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

[diego.gomez@corfi.com](mailto:diego.gomez@corfi.com)

#### Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

[gabriela.bautista@corfi.com](mailto:gabriela.bautista@corfi.com)

#### José Luis Mojica

Analista de Sectores y

Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

[jose.mojica@corfi.com](mailto:jose.mojica@corfi.com)

#### Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

[felipe.espitia@corfi.com](mailto:felipe.espitia@corfi.com)

#### Valentina Hernández

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

[daniela.hernandez@corfi.com](mailto:daniela.hernandez@corfi.com)

### Renta Variable

---

#### Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

[andres.duarte@corfi.com](mailto:andres.duarte@corfi.com)

### Finanzas Corporativas

---

#### Jaime Andrés Cárdenas

Analista de Inteligencia

Empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

[Jaime.cardenas@corfi.com](mailto:Jaime.cardenas@corfi.com)

### Análisis Sectorial y Sostenibilidad

---

#### María Camila Orbezo

Directora de Sectores y

Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70497

[maria.orbezo@corfi.com](mailto:maria.orbezo@corfi.com)

#### Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y

Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[juan.pardo@corfi.com](mailto:juan.pardo@corfi.com)

## ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN PROFESIONAL PARA REALIZAR INVERSIONES EN LOS TÉRMINOS DEL ARTÍCULO 2.40.1.1.2 DEL DECRETO 2555 DE 2010 O LAS NORMAS QUE LO MODIFIQUEN, SUSTITUYAN O COMPLEMENTEN, U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

### Certificación del analista

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

### Información de interés

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto, algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.