

*Alberto Acosta, Carlos Marx Carrasco, Joyce de Ginatta,
Instituto Ecuatoriano de Economía Política, Félix Jiménez,
Alberto Luque, Franklin López Buenaño, José Moncada Sánchez,
Juan Luis Moreno-Villalaz, Zonia Palán T.,
Jeffrey Sachs y Felipe Larraín, Enrique Sierra y Oswaldo Padilla*

DOLARIZACIÓN

Informe urgente

FLACSO - Biblioteca

Compilación y edición

*Alberto Acosta
José E. Juncosa*

Coedición

ILDIS
Abya-Yala/UPS
2000

DOLARIZACIÓN

Informe urgente

*Alberto Acosta, Carlos Marx Carrasco, Joyce de Ginatta,
Instituto Ecuatoriano de Economía Política, Félix Jiménez,
Alberto Luque, Franklin López Buenaño, José Moncada Sánchez,
Juan Luis Moreno-Villalaz, Zonia Palán T.,
Jeffrey Sachs y Felipe Larraín, Enrique Sierra y Oswaldo Padilla*

Edición y compilación: Alberto Acosta y José E. Juncosa

1a. Edición

Ediciones ABYA-YALA
12 de Octubre 14-30 y Wilson
Casilla: 17-12-719
Teléfono: 562-633 / 506-247
Fax: (593-2) 506-255
E-mail: admin-info@abyayala.org
editorial@abyayala.org
Quito-Ecuador

ILDIS (Instituto Latinoamericano
de Investigaciones Sociales)
Calle José Calama Nº 354 y J. León Mera
Casilla: 17-03-367
Teléfono: 562-103 / 563-644
Fax: (593-2) 504-337
E-mail: ildis1@ildis.org.ec
Quito-Ecuador

Impresión Docutech-UPS
Quito - Ecuador

Diseño de la Portada: Raúl Yépez

ISBN: 9978-04-571-6

Impreso en Quito-Ecuador, 2000

INDICE

PRESENTACIÓN

Hans-Ulrich Bünger y Juan Bottasso B. 5

1. LA TRAMPA DE LA DOLARIZACIÓN

Mitos y realidades para la reflexión

Alberto Acosta 9

2. DE CAVALLO A CAVALLO

Carlos Marx Carrasco 47

3. DOLARIZACIÓN: la bandera de lucha de la CAPIG

Joyce de Ginatta 61

4. DOLARIZACIÓN OFICIAL EN ECUADOR

Instituto Ecuatoriano de Economía Política 71

5. LA PROPUESTA DE DOLARIZACIÓN:

¿un paso atrás?

*Félix Jiménez** 105

6. DOLARIZACIÓN: El Salto Al Vacío

Alberto Luque 113

7. RÉPLICAS A LAS OBJECIONES

MÁS COMUNES A LA DOLARIZACIÓN

Franklin López Buenaño 157

8. LA DOLARIZACIÓN: Ilusiones y realidades

José Moncada Sánchez 173

9. LECCIONES DE LA EXPERIENCIA PANAMEÑA

Una economía dolarizada con integración financiera

Juan Luis Moreno-Villalaz 191

10. LA DOLARIZACIÓN EN EL ECUADOR <i>Zonia Palán T.</i>	215
11. ¿POR QUÉ LA DOLARIZACIÓN ES MÁS UNA CAMISA DE FUERZA QUE UNA SALVACIÓN? <i>Jeffrey Sachs y Felipe Larraín</i>	229
12. ALTERNATIVAS DE DOLARIZACIÓN, CONVERTIBILIDAD Y POLÍTICAS MONETARIAS EN EL MARCO ACTUAL DEL ECUADOR <i>Enrique Sierra C. y Oswaldo Padilla P.</i>	243

9. LECCIONES DE LA EXPERIENCIA PANAMEÑA

Una economía dolarizada con integración financiera

*Juan Luis Moreno-Villalaz**

Introducción

Confiamos que el ensayo del Dr. Juan Luis Moreno-Villalaz, que hoy orgullosamente presenta el Instituto Ecuatoriano de Economía Política, *abrirá los ojos* de muchos. Especialmente esperamos que los “expertos economistas” lleguen a comprender que 94 años de experiencia monetaria de un país no pueden ser desechados porque los textos clásicos de *Moneda y Banca* muy solemnemente los han ignorado. Para nuestra desgracia, los textos macroeconómicos se han llenado de pensamiento de intelectuales que han desarrollado teorías, modelos abstractos y construcciones mentales, que poco o nada han tenido que ver con la realidad de nuestros países. El ensayo de Moreno Villalaz llena ese enorme vacío que ha existido en el análisis y la explicación de la forma de operar del sistema monetario y financiero de Panamá. Es un trabajo inédito y original, es un estudio integral de los aspectos prácticos y teóricos del mismo.

Es importante anotar que desmiente y desnuda las falencias de los argumentos que se esgrimen en contra de la *dolarización*. Por ejemplo, se afirma que uno de los peligros del sistema es la ausencia del banco central como prestamista de última instancia. El Dr. Moreno Villalaz demuestra que en un sistema bancario integrado como el de Panamá, la casa matriz de los bancos cumple ese papel a cabalidad. También se afirma que un deterioro en los términos de intercambio, sin flexibili-

* Juan Luis Moreno-Villalaz, Ph. D., es Asesor Económico del Ministro de Economía y Finanzas de Panamá. Este estudio fue publicado por el Instituto Ecuatoriano de Economía Política (IEEP), en: *Ideas de Libertad* n. 50, IEEP. Guayaquil.

dad de precios, se traduciría en una reducción en la actividad económica. Esta es otra de las ficciones que refuta nuestro autor. En la experiencia panameña, la falta de ingresos de divisas la suple el crédito bancario que ingresa del exterior. Y viceversa, cuando hay un superávit en la balanza de pagos, el exceso de dinero se remite al exterior como préstamos. El lector se sorprenderá como mitos tras mitos se desmoronan bajo la contundencia de los argumentos del Dr. Moreno.

El autor deja en claro que el enfoque macroeconómico tradicional no incorpora el efecto de las distorsiones microeconómicas sobre los desequilibrios macroeconómicos. Más importante aún, la experiencia panameña pone a prueba y desvirtúa el postulado de que el principal mecanismo de ajuste macroeconómico actúa a través de las variaciones de la tasa de cambio real. En Panamá, el mecanismo de ajuste se hace a través de variaciones en los flujos financieros y es demostrablemente más eficiente.

El sistema panameño descansa sobre dos pilares: su sistema monetario y la participación de un importante número de bancos internacionales. Los mercados de capital son libres, no hay intervención estatal o restricciones a las transacciones bancarias o a los flujos financieros, o a las tasas de interés. Según el autor, el uso del dólar imprime confianza en la economía y la baja tasa de inflación facilita el cálculo económico. Aún más, demuestra fehacientemente que los mecanismos del mercado resuelven la cuestión monetaria macroeconómica por sí mismos, sin tener las complicaciones, desequilibrios, problemas y crisis comunes cuando la macroeconomía está administrada a “discreción” de las autoridades monetarias. Esto, a su vez, implica que no se necesita un aparato costoso de supervisión o el gasto de mantener un banco central.

La presencia de bancos internacionales integrados globalmente es un cojín que aminora las crisis macroeconómicas o bancarias. La inversión no está limitada por el ahorro nacional, pues la integración bancaria permite que pueda financiarse con flujos externos; además, las tasas de interés se aproximan al nivel de las tasas prevalecientes en los mercados internacionales.

Como consecuencia de estos dos pilares, los macroprecios no se alejan de su nivel de equilibrio, las decisiones son correctas y se evitan los problemas de sobre-inversión, sobre-endeudamiento y excesivo gasto en productos importados. La ausencia de desequilibrios manifiestos en la tasa de cambio real y la activa presencia de flujos de capi-

tal para contrarrestar los choques exógenos y endógenos, permite que el sistema requiera de *menores reservas de divisas* y sea *menos costoso* de operar que los sistemas alternativos como la Caja de Conversión (Esto para los que se preocupan de la pérdida de señoreaje cuando se sustituye la moneda local por una extranjera).

La experiencia monetaria panameña tiene un corolario crucial y es que la importancia que tiene la banca en facilitar los ajustes demuestra *la ineficacia del gasto público* para activar la economía (lo que puede sorprender a muchos de nuestros economistas y tecnócratas). Por consiguiente, el sistema introduce racionalidad en el gasto público, evitando exceso de gastos, altas pérdidas en las empresas estatales, o subsidios a productos, los que generan altos déficits.

Por supuesto, nuestro autor, nos recuerda que el problema del desarrollo no se resuelve simplemente teniendo un sistema monetario-financiero estable o eficaz. Los problemas de la pobreza, de la inseguridad personal, del desequilibrio regional, deben enfrentarse con otras medidas. La dolarización no es una panacea. No obstante, las lecciones del sistema panameño no pueden menospreciarse, peor ignorarse, pues son de vital importancia para el futuro de nuestro país.

FRANKLIN LÓPEZ BUENAÑO

* * *

El sistema monetario de Panamá tiene las siguientes características: (1) Se usa el dólar como circulante. El Balboa, la moneda nacional, es una unidad de cuenta y sólo existe en monedas fraccionarias; (2) Los mercados de capital son libres, no hay intervención del gobierno o restricciones a las transacciones bancarias o a los flujos financieros, ni a las tasas de interés; (3) Hay una gran cantidad de bancos internacionales; (4) No hay banco central. La economía de Panamá puede ser considerada un “caso control” en un experimento de simulación, donde el proceso de equilibrio monetario y macroeconómico puede estudiarse sin distorsiones del sector financiero, intervención gubernamental o políticas del Banco Central. Por ello, la experiencia de Panamá revela la “respuesta de mercado” a muchos temas macroeconómicos y la relevancia de la integración financiera.

La experiencia monetaria de Panamá

Integración Financiera

En 1904, el dólar se declaró moneda de curso legal en Panamá. En 1970, una nueva ley bancaria permitió integrar el sistema a los mercados financieros internacionales, a través de la participación de un gran número de bancos internacionales. Los bancos extranjeros se establecieron para hacer operaciones *offshore*, pero muchos también operan en el mercado local. El equilibrio del portafolio de los bancos implica que, *al margen*, los bancos son indiferentes en usar sus recursos interna o externamente, y ajustan su portafolio de acuerdo a ello. Un exceso de oferta monetaria aumenta la liquidez bancaria. Los Bancos evalúan los proyectos rentables (a un riesgo aceptable) y cuando estos proyectos se han agotado, el exceso de liquidez se invierte en el exterior, directamente o mediante la intermediación de bancos internacionales en Panamá. Lo opuesto sucede cuando hay un exceso de demanda por crédito o dinero.

El ajuste del portafolio bancario es un mecanismo clave del sistema, que le permite resolver un exceso de demanda u oferta de dinero, y moderar sus fluctuaciones. De otra forma, variaciones en el flujo de fondos producirían fluctuaciones correspondientes en el nivel de gasto, lo cual no ha sido el caso. El acceso al mercado internacional de capitales aumenta la disponibilidad de recursos en la economía, lo que permite que el nivel de inversiones sea independiente y no esté limitado por el nivel de ahorro interno. Así, el nivel del crédito de cada banco individual está desasociado con su nivel de depósitos (L. Sjaastad, 1977). Esta indiferencia de los bancos entre asignar sus recursos en el mercado local o extranjero es lo que llamamos “integración financiera.”

Tasas de Interés

El uso del dólar y la gran cantidad de bancos ha creado un mercado financiero muy competitivo, además, con bajo riesgo país y ningún riesgo por devaluación. Con integración financiera, las tasas de interés son determinadas por, y cerca de, los intereses en mercados internacionales, ajustados por costos de transacción y riesgo. Los bancos internacionales, operan “al por mayor”, vía depósitos interbancarios. Fondos

obtenidos en los mercados financieros internacionales son colocados internamente, o viceversa, se reciben fondos locales para invertirlos en mercados externos, sirviendo los bancos extranjeros como intermediarios. La banca internacional paga a sus depositantes una tasa cercana al LIBOR (tasa de oferta de fondos interbancarios en Londres), que es su costo alternativo de fondos (los bancos locales pagan algo más). El promedio de intereses a depósitos es menos de medio punto porcentual por encima del LIBOR. La tasa promedio para préstamos comerciales es ahora menos de 2 puntos porcentuales sobre la tasa preferencial en EE.UU. (*prime rate*). Las tasas de interés en Panamá se comparan favorablemente con las tasas en América Latina, donde las tasas equivalentes en dólares para préstamos, están alrededor del 20 por ciento al año o más (con pocas excepciones), y los diferenciales de interés entre el 9 y el 18 por ciento, pero sólo alrededor de 4 puntos porcentuales en Panamá.

La estabilidad de la Economía

La inflación en Panamá ha sido baja y estable. El promedio de aumento del IPC, entre 1961-97, fue del 3 por ciento por año, 1,4 por ciento anual excluyendo 1973-81, y menos del 1 por ciento en 1998. La inflación en Panamá excedió el 10 por ciento sólo en 1974 y 1980, debido a la inflación mundial producto del aumento del precio de petróleo. La baja inflación es producto de que no hay exceso de oferta monetaria y el gobierno no puede monetizar su déficit. En Panamá, cambios en el nivel de precios provienen principalmente de cambios en la inflación internacional, ajustados por factores de política económica interna (impuesto y nivel de protección); el mecanismo de transmisión es a través del precio de los productos importados. Los precios locales se ajustan a la inflación mundial esperada. La inflación en Panamá se compara favorablemente con la inflación en América Latina, donde tasas de inflación anual mayores al 10 por ciento son comunes. En Argentina y Brasil la inflación ha excedido 1000 por ciento en ciertos años.

La tasa de crecimiento del PIB ha sido alta y estable, a pesar de distorsiones microeconómicas. En los períodos entre 1960-71 y 1978-81, el promedio de crecimiento anual fue de 8,1 por ciento, 2,5 por ciento en otros años. Panamá creció todos los años desde fines de los 50, con excepción de 1983 y de la crisis de 1987-1989 (producto de sanciones impuestas por los Estados Unidos). La estabilidad económica de Pana-

má es consecuencia de su sistema monetario y de la estabilidad de su ingreso por exportaciones de servicios relacionados a su posición geográfica, que son un alto porcentaje de la economía. Los índices de volatilidad del PIB y de los términos de intercambio han sido 2,0 y 7,9, respectivamente (excluyendo 1988-89). Para América Latina, la volatilidad ha sido 4,7 y 15,1 (BID, 1995).

La estabilidad macroeconómica se refuerza porque la ausencia de emisión monetaria significa que existe un límite presupuestario al gasto público (*hard budget constraint*). No existen políticas que crean desequilibrios fiscales. Cuando hay la necesidad de reducir el déficit, se reducen los gastos, particularmente de inversión, y ocasionalmente se aumentan los impuestos. Las empresas públicas son autosuficientes, en ciertos casos, debido a sus altos precios. Con pocas excepciones, no hay subsidios directos de precios, para financiar subsidios a grupos de menor ingreso se recargan los precios a grupos de alto ingreso (subsidios cruzados). El déficit fiscal puede ser alto, pero necesita ser financiado ex-ante; este fue el caso en los años 70, cuando el déficit promedio fue entre 7 a 9 por ciento del PIB.

El tipo de cambio real

El tipo de cambio real (TCR), medido comparando el Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Panamá y el de EE.UU., presenta dos características: 1) una persistente declinación, de 1,7 puntos porcentuales por año, ya que la inflación en Panamá es menor que la de EE.UU. Esta tendencia, a largo plazo, ha resultado en una depreciación real del 46,2 por ciento desde 1961; 2) un pequeño rango de variación de año en año, menor a 4 puntos porcentuales con respecto a la tendencia. La estabilidad del tipo de cambio real es una característica distintiva de la economía panameña y es el resultado de su sistema monetario y de la estabilidad de sus ingresos de exportación. La estabilidad del TCR es diferente a la experiencia de otros países, donde variaciones del 30 al 50 por ciento en un año dado no son extrañas (Edwards 1989). Un estudio del Banco Interamericano de Desarrollo encontró índices de volatilidad del TCR de 13,3 para América Latina, 4,8 para países desarrollados, y sólo 2.3 para Panamá (BID 1995)

Grandes cambios en los flujos financieros no parecen haber influido mucho el TCR o causado volatilidad. Por ejemplo, cuando se

abrió el mercado financiero en 1969-70, el saldo de préstamos al sector privado se dobló en tres años, sin que hubiera excesivas presiones de precios. En el período 1973-75, el promedio anual de ingresos netos de capital fue de 17,0 por ciento del PIB, y durante 1985-86, hubo salidas netas de capital del 9,2% del PIB por año, pero el TCR cambió poco en ambos casos. De la misma manera, cuando se eliminaron las restricciones a las operaciones bancarias, después de la crisis de 1988-89, los depósitos locales aumentaron 80 por ciento en tres años, sin volatilidad. El tipo de cambio real efectivo (TCRE), una medida que toma en cuenta otras monedas y países además del dólar, fluctúa menos en Panamá que el TCRE de los EE.UU. Por ende, Panamá esta aislada, en parte, del efecto de la devaluación-revaluación del dólar con respecto a otras monedas, debido a la proporción del comercio de Panamá con los EE.UU. o en el área del dólar.

Dado que en Panamá la evolución del TCR no está afectado significativamente por disturbios monetarios, se puede inferir que su valor está determinado en los mercados reales por el precio relativo de factores, las ventajas comparativas, los términos del intercambio, cambios en productividad, tasas de impuestos y la política proteccionista. Dado que en Panamá las importaciones son cerca de 40 por ciento del PIB, cambios en los precios internacionales se transfieren al sistema de precios locales lo que le da estabilidad al TCR. Adicionalmente, como en muchos países en desarrollo, la elasticidad de oferta de factores y de producción es alta en sectores procíclicos, lo que contribuye a mantener el TCR; de otra forma, como en los modelos con empleo pleno, un exceso de demanda interna aumenta los precios relativos de los no-transables y el TCR.

Panamá tiene una amplia oferta de empresarios debido a que los extranjeros se incorporan fácilmente, a pesar de las restricciones legales. La economía es, en gran parte, comercio y servicios, las actividades industriales utilizan procesos simples, lo que resulta en alta elasticidad de oferta. Algunas políticas proteccionistas introducen barreras a las importaciones, principalmente a materiales de construcción, alimentos y productos agropecuarios. Sin embargo, cuando hay aumentos de demanda, se autorizan importaciones si es necesario, o el gobierno ajusta inventarios. Por ello, la economía es relativamente abierta al margen y ajustes de la oferta se pueden hacer sin cambios substanciales de precios.

La operación del mercado laboral contribuye a moderar los cambios relativos de precios, debido a un salario real estable y una elástica oferta de trabajo. De 1960 a 1982, el salario real de los trabajadores no calificados aumentó sólo en 6,8 por ciento. Después de 1970, decreció el salario real para personas con mayor educación. Contribuye a la elasticidad de la oferta de mano de obra la transferencia de empleo del mercado informal al sector formal o del sector rural a las áreas urbanas, lo que mantiene los salarios de trabajadores no especializados a niveles equivalentes a los de subsistencia. Una forma indirecta de operación de este mecanismo se ha presentado en Panamá en varias ocasiones. Por ejemplo, entre 1940 y 1950, el porcentaje de población urbana se mantuvo, a pesar del importante aumento de empleo en los años intermedios (ligado a la mayor presencia militar norteamericana). Después de la guerra, la población regresó al "interior". En los años 1963-69, el PIB creció en 7,7 por ciento anual y el empleo en el área metropolitana creció en 5,3 por ciento por año. Sin embargo, la tasa de desempleo en el área metropolitana se mantuvo más o menos constante por 10 años. Durante el período de crisis en 1989-90, el empleo no agrícola (en áreas urbanas) disminuyó 48.000, pero el empleo agrícola aumentó 33.000, un indicio de reversión migratoria.

El proceso de ajuste con una moneda unificada

Respuesta a crisis políticas

En enero de 1964, un conflicto en la Zona del Canal produjo disturbios, la suspensión de las relaciones diplomáticas con los Estados Unidos y gran incertidumbre. El conflicto no se resolvió hasta mayo de 1964. La compra de bienes y servicios por residentes en la Zona se redujo 20 por ciento durante el año. Para marzo, los depósitos de extranjeros habían disminuido 30 por ciento, y se mantuvieron a ese nivel hasta 1965. Durante el primer trimestre de 1964, los depósitos locales se redujeron 12 por ciento, pero se recobraron para fines de año. Como resultado de esta condición, el crecimiento de la economía se desaceleró, los gastos públicos bajaron un 7 por ciento, el empleo y los salarios reales aumentaron muy poco, la construcción privada disminuyó en 15 por ciento. El PIB aumentó en 4,4 por ciento, a diferencia de un crecimiento del 8 por ciento en el año anterior y posterior. Para financiar sus

operaciones locales, la banca privada vendió parte de su tenencia de bonos americanos, redujo su efectivo y depósitos externos y aumentó el aporte de fondos de sus casas matrices. El crédito local aumentó en un 6,6 por ciento en el primer trimestre de 1964, a pesar de la reducción en depósitos. La confianza en el sistema se demostró con la apertura, a fines de 1964, de una subsidiaria del Bank of America.

Los años 1967-69 fueron otro período de inestabilidad política. Primero, la Asamblea rechazó un nuevo tratado negociado con los Estados Unidos sobre el canal, y en abril de 1968 intentó impugnar al presidente. La campaña electoral de 1968 fue escandalosa y en octubre la Guardia Nacional derrocó al gobierno. En dicho año, los gastos del gobierno se estancaron y la inversión pública disminuyó. Los gastos de residentes en el Canal, de los turistas y el crédito bancario al sector privado crecieron menos que su tendencia. Para financiar sus operaciones locales, la banca se endeudó externamente. Los pasivos netos de la banca pasaron de \$38.7 millones en 1968 a \$74.0 millones en 1969. Como en ocasiones anteriores, el efecto de una crisis política fue moderado, produjo una desaceleración del crecimiento del 8,5 por ciento, previamente al 7,0 por ciento en 1968. Esta desaceleración produjo una pequeña presión hacia abajo en el crecimiento de precios en Panamá relativo a EE.UU. En efecto, en 1966-67, el IPC de EE.UU. creció 2,1 puntos porcentuales por año más que el de Panamá, mientras que en 1968-69, creció 3,2 puntos porcentuales más por año. Estos dos episodios muestran que en Panamá el sistema monetario se ajusta a crisis políticas sin crisis económicas, minimizando la salida de capitales como resultado de la integración financiera. En otros países de América Latina, el sistema monetario-cambiario convierte crisis política en crisis económicas.

La apertura del Sector Bancario

Durante 1969-70, se eliminaron las restricciones a las tasas de intereses y una nueva legislación liberalizó completamente el sector bancario. Inmediatamente se desarrolló en Panamá un sistema bancario internacional de importancia en la región, y para 1974, habían 30 bancos extranjeros operando en el mercado local. Los activos totales, incluyendo las operaciones *offshore*, llegaron a varios billones de dólares para 1973. Como los bancos no tenían que balancear separadamente sus

operaciones locales y externas, podían usar fondos internacionales para financiar operaciones locales. Al inicio, mientras nuevos bancos se incorporaban al sistema, la oferta global de crédito no se afectaba por los límites de cada banco. Consecuentemente, la oferta de crédito era muy elástica y las tasas de intereses eran las tasas internacionales –LIBOR para depósitos y LIBOR más 1,5 puntos porcentuales para préstamos a los mejores clientes–. Los flujos de capital fueron significativos, un flujo neto de 9,2 por ciento del PIB en 1971-72, y el pasivo neto externo de la banca que operaba en el mercado local se cuadruplicó de 1968 a 1972.

Antes de 1969, el acceso al crédito estaba efectivamente racionalizado, con preferencia a los mejores clientes o mediante un bajo apalancamiento. Debido a ello, había una demanda insatisfecha por créditos en vivienda, bienes de consumo duradero y comercio. La apertura del sistema bancario trajo como consecuencia un reajuste del portafolio. El saldo de los préstamos al sector privado aumentó de 2,2 veces entre 1968 y 1972. La nueva disponibilidad de créditos para hipotecas produjo un auge de construcciones privadas, cuyas actividades se duplicaron en el período. La tasa de crecimiento en el período 1970-72 fue 8,3 por ciento al año, a pesar de una baja en el crecimiento de las exportaciones. Durante el período, TCR no varió mucho, pero el aumento del gasto aumentó la inflación en Panamá a un nivel más cercano a la inflación de EE.UU.. En efecto, durante 1969-70, el IPC de EE.UU. creció 2,8 puntos porcentuales por año más que el de Panamá, mientras que en 1971-72 sólo creció 1,2 puntos porcentuales más por año. Por lo tanto, en el caso de Panamá, la apertura del sector bancario, con un mercado competitivo e integración financiera, no produjo una crisis macroeconómica, como pasó en Chile en 1980-82 y en México en 1994.

La crisis del petróleo de 1973-74 y de 1979-80

Los aumentos del precio del petróleo en 1973-74 y en 1979-80, son casos típicos de disturbio real externo. En Panamá, el gobierno transfirió inmediatamente los aumentos de precios del crudo a los precios locales, incluyendo electricidad, ajustando directamente los precios relativos entre los transables y no-transables, sin la necesidad de devaluar. Los aumentos de precios no crearon problemas políticos, como en otros países, porque estaba claro para el público que no había

otra alternativa. Como producto del aumento de precios del petróleo y la inflación mundial, el IPC de Panamá aumentó 31,5 por ciento entre 1972 y 1975, similar al aumento del 28,5 por ciento en los EE.UU. Esto indica que se hizo un ajuste completo de precios. La crisis del petróleo produjo una pérdida de ingreso real, en parte compensada por la reducción en el valor real de la deuda externa debido a la inflación. En 1974-75 y en 1979-80, el subsidio anual debido a la inflación o tasas de interés real negativas fue de entre 3,5 al 4,1 por ciento del PIB.

A fines de 1973, los agentes económicos reaccionaron al aumento en sus gastos, debido al mayor precio del petróleo, reduciendo inicialmente su liquidez y endeudándose, pero posteriormente ajustaron su nivel de gasto. El sector bancario financió el exceso de gasto sobre el ingreso. De diciembre 1972 a diciembre 1974, los pasivos netos de la banca se triplicaron, de \$182 millones a \$577 millones, y además el nivel del crédito al sector privado aumentó 73 por ciento. El flujo de capital, vía del sector bancario, representó el 13,1 por ciento del PIB en 1973 y el 18,2 por ciento en 1974. Posteriormente, en 1976-77, hubo una baja significativa en el pasivo neto de la banca, que reajustó su portafolio. En 1979-80, el precio del petróleo más que se duplicó, pero su efecto en Panamá fue en parte compensado por aumentos de ingresos generados por el nuevo tratado sobre el Canal. En general, el resultado fue similar al de la experiencia de 1973-75. Por ejemplo, el IPC aumentó 23,2 por ciento entre 1978 y 1980, comparado con 26,4 por ciento en Estados Unidos. En 1979, hubo un gran aumento del flujo neto real de capital hacia Panamá, lo que financió el exceso de gasto, pero para 1981-82 el flujo neto real de capital era casi cero y el nivel de gastos se ajustó al nivel de ingresos.

El ajuste a una crisis mayor: 1987-89

La crisis. En 1987-89, crecientes tensiones con el gobierno de EE.UU. derivaron en una seria crisis política y económica. Debido a ello, en 1987 cerca de \$300 millones locales se retiraron del sistema bancario (11 por ciento del total de depósitos), lo que cortó el auge de la construcción en progreso. Como en ocasiones anteriores, los bancos usaron fondos externos y redujeron su liquidez para compensar la disminución de recursos locales, pero también redujeron los préstamos. En enero de 1988, una corte judicial americana inició un proceso con-

tra el líder militar de Panamá, y en Marzo, el gobierno americano impuso sanciones económicas contra Panamá. Las sanciones incluyeron declarar el territorio panameño fuera de límite para el personal militar estacionado en el área del Canal, exigir a las compañías americanas que no pagaran impuestos al gobierno, retener pagos al gobierno panameño provenientes del gobierno americano (de la Comisión del Canal y de las fuerzas armadas), congelar los depósitos del gobierno panameño en cuentas en EE.UU.

Frente a la situación, se cerraron los bancos, abriendo dos meses después pero con restricciones. El gobierno suspendió el pago del servicio de la deuda externa, lo que redujo las erogaciones públicas en cerca de \$400 millones al año. Esto transfirió el grueso del costo del ajuste a la banca internacional. Los bancos con licencia internacional (*offshore*) y los depósitos externos fueron excluidos de las restricciones. Cuando los bancos reabrieron, los depositantes sólo podían retirar el 50 por ciento de su saldo en cuenta corriente y hasta 5 por ciento o \$50 por mes de sus cuentas de ahorro, pero los certificados de depósitos (CD) permanecieron congelados. Esta medida favoreció a los bancos que fueron liberados de la responsabilidad por sus pasivos, pero podían cobrar sus préstamos. Los bancos fueron autorizados a emitir documentos transferibles (los llamados Certificados Depósitos de Inversión -CEDIS) que podían usarse para saldar deuda bancaria. Adicionalmente, las cuentas abiertas posteriormente no tenían restricciones.

Como resultado de la crisis, el PIB real decreció 15,6 por ciento en 1988 y 0,4 por ciento adicional en 1989. El crédito bancario al sector agrícola fue reemplazado por crédito de proveedores y la producción agropecuaria se afectó poco. El ingreso por exportaciones bajó \$350 millones, 9 por ciento del total de exportaciones (Moreno-Villalaz 1997). En adición, hubo una sustancial fuga de capitales y muchas empresas abrieron cuentas en el exterior. Los ingresos del gobierno central decrecieron \$500 millones, a la mitad de su nivel previo, pero como algunas empresas americanas retuvieron cheques emitidos por el gobierno como sustituto del pago de impuestos (como cheques de salarios), los ingresos fiscales fueron efectivamente mayores que los registrados.

Ajuste en el Nivel y la Composición del Gasto. La reducción de ingresos, la falta de crédito, la incertidumbre y la necesidad de rehacer la posición de liquidez, redujo los gastos de inversión y de consumo pri-

vado. La actividad de construcción privada se desplomó a un tercio de su nivel previo. Los gastos del consumidor se concentraron en necesidades o productos esenciales y se redujeron los gastos en bienes duraderos o no esenciales. Los salarios del gobierno fueron reducidos desfasando el pago del 13vo. mes y se suspendieron los aumentos contractuales de salarios en el sector salud, educación, electricidad y teléfono. Las nuevas jubilaciones fueron pospuestas. Hubo un cambio en la composición del gasto, de gasto en importaciones a gasto interno. En 1998, el gasto en importaciones de bienes y servicios bajó 34,2 por ciento, en cambio el PIB bajó el 14,3 por ciento y el gasto interno bajó el 23,1 por ciento.

Ajustes de precios y otros ajustes. Los precios de activos y factores se ajustaron rápidamente. El alquiler de apartamentos de lujo bajo más del 30%, a un nivel parecido al costo de intereses y pagos por amortización. A estos precios, estos apartamentos se ocuparon de nuevo. Los CEDIS se descontaban entre el 15 y el 25 por ciento para los bancos locales. Los bonos del gobierno se descontaban en 50 por ciento durante la crisis (20 por ciento previamente). Los pagarés del gobierno a 6 meses se descontaron en un 15 por ciento. Los agentes de bienes raíces acordaron un 25 a 33 por ciento de “descuento de crisis” en la valuación de apartamentos de lujo; 15 a 20 por ciento en casas de clase media alta, y 10 a 15 por ciento en las otras casas. El descuento en la tierra que se vendió en este período fue entre 25 al 35 por ciento. Los sindicatos hicieron acuerdos fuera de contrato para proteger las fuentes de trabajo, con reducción de salarios, de horas trabajadas, licencias sin sueldo y reducción del empleo. Estos acuerdos, aprobados por el Ministerio de Trabajo, no estaban autorizados por el Código de Trabajo, la Constitución o las convenciones colectivas. En el sector de construcción se acordó un “salario de crisis”, donde se redujo el salario de los obreros especializados de B/2,27 por hora a B/1,70. La mediana de salarios en el área metropolitana se redujo entre 8 a 15 por ciento en la industria, comercio y servicios.

Como en otras ocasiones, la crisis produjo una ligera presión descendente en el aumento relativo en precios. En efecto, previamente, durante 1982-86, el IPC de Estados Unidos creció 0,8 puntos porcentuales más por año que el de Panamá, mientras que en 1988-89 creció 2,9 puntos porcentuales más por año. Los precios de productos industriales, excluyendo el petróleo, se mantuvieron en 1988 y 1989, a pesar que

los precios de bienes importados aumentaron entre 6 al 8 por ciento. Los precios agrícolas aumentaron 3,4 por ciento en 1988 y 10,1 por ciento en 1989, en particular los del arroz, frijoles, papas, pollo y huevos – el resultado del restablecimiento cuotas de importación a 20 productos agropecuarios.

Lecciones de la Experiencia de Ajuste

En Panamá, frente a eventos inesperados o disturbios, los bancos internacionales han reaccionado aumentando su exposición y usando fondos externos para respaldar sus operaciones internas. Esto lo hicieron en 1964, 1967-69, 1973-75, y 1978-80. La casa matriz de los bancos internacionales funcionó como prestamistas de último recurso, inyectando liquidez al sistema bancario. Esta característica ha servido como un amortiguador, una reserva de crédito que substituye la función de reservas del banco central y reduce el riesgo en la economía, aun en circunstancias difíciles.

Durante la crisis del petróleo, el sistema monetario panameño forzó al gobierno a hacer inmediatamente los ajustes necesarios de precios. Los precios relativos entre transables y no-transables se ajustaron sólo por el efecto del aumento del precio del petróleo. Esto contrasta con la experiencia de países donde se usó la devaluación como el mecanismo de ajuste, “frente a un problema de balanza de pagos”, lo que cambió el precio relativo entre los transables y no-transables, más allá y en forma diferentes al cambio resultante del aumento del precio del crudo. En estos casos, la devaluación introdujo una distorsión de precios.

La crisis de 1988-89 no fue el resultado del sistema monetario, sino de un choque político externo. En Panamá, las políticas económicas y de ajuste durante 1988-1989, no fueron diseñadas como un esfuerzo deliberado para reducir el gasto en divisas o para balancear los pagos internacionales, sino como un ajuste del exceso de gastos sobre ingresos. Consecuentemente, no hubo un aumento del impuesto de importación; de hecho, los impuestos a insumos industriales fueron reducidos ligeramente. Los agentes económicos en Panamá, y quienes diseñan la política económica, no distinguen entre pagos en moneda local o extranjera, porque ambos pagos son en dólares y no hay una banca central. Mantener la posición de reservas internacionales o el tipo de cambio no es un objetivo o preocupación. Panamá ha podido ajustarse efi-

cientemente a choques vía decisiones del sector privado, sin intervención o políticas del gobierno.

La macroeconomía del sistema monetario-bancario panameño

Equilibrio macroeconómico

En Panamá, dada la integración financiera, un exceso de oferta o demanda de fondos, se resuelve principalmente por el sector financiero, mediante variaciones en los pasivos internacionales netos de la banca. Los cambios en el gasto son, por lo tanto, una proporción menor del ajuste, como resultado de lo cual las variaciones del TCR se mantienen dentro de un rango restringido, como la experiencia demuestra. Este proceso de ajuste es reforzado por la alta elasticidad de oferta de los sectores cíclicos, construcción y comercio y la elasticidad de oferta de la mano de obra, que ha mantenido los salarios reales estables. En las palabras de Robert Mundell “el ajuste en la cuenta corriente (*de la Balanza de Pagos*), es fácil y rápido; y aun cuando los precios relativos cambian en la dirección predicha por la teoría, estos cambios ... son pequeños”, por lo que con movilidad de capital, “los ajustes ... se hacen sin dificultades y sin la necesidad de los problemáticos cambios en precios relativos, salarios o empleo” (Mundell 1997: 34-35).

La experiencia panameña invalida una de las proposiciones principales de los modelos macroeconómicos de economía abierta –a saber, que un exceso de flujos de capital produce un exceso de demanda por bienes no transables y un cambio *significativo* en el tipo de cambio real, “independiente del régimen de cambios”– (Corbo y Hernández, 1996). Confrontando un choque monetario o real, la economía panameña se ajusta con una combinación de dos procesos: (1) un ajuste monetario como el postulado por el enfoque monetario de la balanza de pagos (Frenkel y Johnson, 1976), y (2) un ajuste del gasto y precios relativos (medidos por el TCR), como el postulado por el enfoque de macroeconomía abierta (Jones y Kenen, 1985). Sin embargo, el segundo mecanismo es de menor importancia. La tenencia de divisas no es necesaria como reservas, no hay préstamos del gobierno para financiar la balanza de pagos o mantener el valor de la divisa, fluctuaciones de año a año, o de corto plazo, en la balanza de pagos, pasan desapercibidas.

La función de la banca en el equilibrio monetario

Con integración financiera, la banca juega un papel esencial en el equilibrio del sistema monetario y de la balanza de pagos. El ajuste es automático como consecuencia de la restricción presupuestaria en el gasto, para la economía como un todo, y de la banca en particular; como en el patrón oro. Como los bancos son indiferentes entre las transacciones en dólares afuera o en Panamá, su restricción de recursos no está relacionada a consideraciones sobre divisas, sino a su balance de situación. Como la experiencia indica, un exceso de gasto sobre ingreso cambia la posición de pasivos netos de los bancos y poco después sus restricciones de financiamiento forza un ajuste, que se implementa no aumentando el financiamiento externo a operaciones locales. Como resultado, el gasto interno se ajusta a un nivel sostenible. En este sistema no hay exceso de gasto financiado por crédito bancario o apreciación del TCR o sobrevaluación de activos, como en otros países. El ajuste mediante flujos financieros es la variable relevante para el análisis monetario y substituye el ajuste mediante cambios en la cantidad (*stock*) de dinero usualmente discutido en los modelos monetarios.

En el régimen dolarizado de Panamá (unión monetaria), la cantidad de dinero y depósitos está determinada por la demanda, no por la oferta del banco central. Esto es un resultado conocido en modelos macroeconómicos con tipo de cambio fijo, especialmente los modelos del enfoque monetario de la balanza de pagos, que replican el caso panameño. Para efectos financieros, Panamá es como otro estado de los EE.UU. Sin embargo, el Banco de Reserva Federal (Fed) no determina la política monetaria panameña o interfiere con su soberanía. Una política monetaria normalmente se implementa o se respalda mediante cambios en la oferta de dinero, que es endógena en Panamá. Las acciones del Fed afectan a Panamá vía cambios en la tasa de interés internacional, inflación y disponibilidad de crédito, en la misma forma que afectan a todos los países, alterando la oferta mundial de dólares (la moneda de reserva internacional), o la tasa global de interés.

La integración financiera no se logra con dolarización solamente. Por ejemplo, en el siglo diecinueve, había significativos diferenciales de interés entre regiones en EE.UU. (Homer y Sylla 1991, Rockoff 1977), lo que indica falta de integración financiera. El ajuste de portafolio de la banca juega un papel esencial en la integración financiera, particu-

larmente al mover recursos fuera del país. Si existen controles de capital, cualquier exceso de fondos puede quedar atrapado, porque los bancos no pueden invertirlos en el exterior, lo que disocia el sistema financiero interno del sistema internacional. La movilidad de capital para individuos o firmas es una condición necesaria pero no suficiente para la integración financiera. Este corolario se confirma en el caso de Hong Kong, que tiene una limitada integración financiera, como lo demuestra su diferencial de intereses, a pesar de tener movilidad de capital. En Hong Kong hay barreras de entrada en la banca, los bancos tienen que balancear separadamente sus cuentas en dólares americanos y en dólares de Hong Kong. Adicionalmente, hay un pequeño costo a la banca de transferir recursos internos hacia fuera.

En Panamá, no han existido crisis sistémicas de la banca, porque no ha habido crisis macroeconómicas. Las quiebras de bancos han sido incidentes aislados, sin efectos de contagio en otros bancos. Esto es cierto, a pesar de que el sistema regulatorio estaba subdesarrollado, sin seguro de depósitos, con efectivamente bajo encaje o reservas legales, y el gobierno no asume responsabilidad por los bancos. La presencia de importantes bancos internacionales y la autorregulación han sido efectivas en manejar el riesgo. La estabilidad bancaria de Panamá se compara favorablemente con la experiencia de América Latina, donde pérdidas provenientes de crisis financieras han costado entre el 10 al 40 por ciento del PIB (Caprio y Klingebiel 1996).

Distorsiones microeconómicas y equilibrio macroeconómico

Recientemente, en Panamá, aquellas políticas económicas que creaban distorsiones –como la de sustitución de importaciones, controles de precios agrícolas y restricciones en el mercado de trabajo– introducían distorsiones de precios (Banco Mundial 1995). Sin embargo, estas distorsiones no impedían el equilibrio macroeconómico, en el sentido de un balance interno y externo proveniente del equilibrio en el TCR. Sebastián Edwards (1989:9) define el equilibrio en el TCR como: “El tipo de cambio real en equilibrio es definido como aquel donde los precios relativos de transables y no-transables que, para valores sostenibles (en equilibrio) de otras variables relevantes –tales como impuestos, precios internacionales, tecnología– resultan simultáneamente en un equilibrio *interno* y *externo*.” De acuerdo a Edwards (1989:9),

un balance o equilibrio interno existe cuando “el mercado de bienes no transables se despeja (*clear*) en el período corriente, y se espera se mantenga en equilibrio en períodos futuros” y cuando la tasa de desempleo está a su “nivel natural”. Por otra parte, el *equilibrio externo*, se logra cuando “la suma descontada de la cuenta corriente del país” es cero, cosa que “el balance en la cuenta corriente (del presente y del futuro) es compatible con un flujo de capital sostenible en el largo plazo”.

La estabilidad demostrada por la economía panameña implica que satisface la condición de equilibrio macroeconómico. El equilibrio interno-externo es evidente, porque no se acelera la inflación y el flujo de capital es sostenible. Este equilibrio está respaldado por la ausencia de crisis macroeconómicas o manifiestos desequilibrios en la TCR o la TCRE. Este equilibrio es evidente para la tasa de interés reales y el TCR, porque no han presentado grandes variaciones provenientes de desequilibrio macroeconómico. Las distorsiones microeconómicas en Panamá no generan desequilibrios macroeconómicos porque no afectan las restricciones al gasto definidas por el ingreso y un financiamiento externo sostenible –vía distorsiones en los retornos o precios de los activos financieros– que han llevado a otros países a un exceso de gastos y préstamos externos y a asumir altos riesgos.

En otros países, las distorsiones microeconómicas en el sector financiero generan desequilibrio macroeconómicos. Este fue el caso de Chile en 1979-1981, donde el acceso al financiamiento externo fue restringido y los bancos internacionales fueron excluidos del mercado doméstico. El mercado de instrumentos denominados en dólares e instrumentos denominados en pesos estaba segmentado, con un importante diferencial de intereses entre ambos. El considerable retorno de pedir prestado en dólares e invertir en pesos, creó incentivos para endeudarse en el exterior y asumir riesgos internamente. El resultado fue sobreendeudamiento y manejo ineficiente del riesgo por parte de la banca y de las empresas, que respaldó un aumento en el precio de activos (Moreno-Villalaz 1996). Es más, el flujo de capital, *sin integración financiera*, endogeniza la oferta monetaria, lo que produce un exceso de oferta de dinero, un alto nivel de reservas de divisas, aumento del gasto y de la tasa de inflación. Esto causó una apreciación del tipo de cambio real en Chile (acentuada por el efecto de la indexación de salarios y el aumento del precio del petróleo), que fueron factores en la crisis chilena

de 1981-82. Otros factores fueron la revaluación del dólar y la baja en el precio del cobre.

México tuvo una experiencia similar en 1992-94, con altas tasas de interés, exclusión de la banca extranjera, endeudamiento excesivo, aumento de la cantidad de dinero producto de la monetización de los flujos de capital, altos niveles de reservas internacionales, inflación y la apreciación del peso. En Hong Kong, un alto flujo de capitales entre 1995 a 1997 resultó en un aumento significativo en el precio de activos. La integración financiera hubiera dirigido hacia el exterior el exceso de dinero o de flujos de fondos, sin aumentar la cantidad de dinero interna por encima de su nivel de equilibrio. Los problemas macroeconómico resultantes después de abrir el mercado de capitales, por ende, no son el resultado de “demasiado” flujo de capital (Corbo y Hernández, 1996) sino, más bien, un problema de distorsiones en el mercado de capitales como resultado de una incompleta integración financiera.

Mientras no se incorpore la integración financiera en los modelos macroeconómicos, las recomendaciones de políticas macroeconómicas se hacen condicionadas en la existencia de distorsiones en mercados financieros, lo que las hace cuestionables. En muchos casos los argumentos que sustentan las políticas de intervención en los mercados presumen implícita o explícitamente el fracaso del mercado (*market failure arguments*) y están basadas, en parte, en la noción de que la liberalización del mercado de capitales en América Latina fue desestabilizadora (Edwards 1989). Sin embargo, esta inferencia está afectada por la existencia de distorsiones en el mercado financiero, falta de competencia en la banca y falta de integración financiera, que era generalizada en América Latina en la época. En adición, se presume que desequilibrios macroeconómicos resultan de exceso de flujos de capital, lo que no es correcto, como la experiencia de Panamá demuestra.

Señales falsas de precios, provenientes de incentivos distorsionados en los mercados financieros, incentivan la toma de riesgos excesivos lo que posteriormente hace peligrar la estabilidad de las instituciones, y culmina en una crisis financiera o monetaria –tal fue el caso de Chile (1982), Japón (1989), México (1994-95), y Asia (1997-98). La literatura económica ha enfatizado el manejo ineficiente por parte de la banca, un débil ambiente regulatorio y modelos basados en el principio de agente-principal, información asimétrica y riesgo moral. La evidencia de un caso con integración financiera, como en Panamá, sin em-

bargo, indica que, cuando no existen distorsiones en los macro-precios financieros (la TCR, la tasa real de intereses y los precios de los activos) no hay desequilibrios macroeconómicos.

La inefectividad del gasto público para activar la economía.

En Panamá, el incremento del gasto público es inefectivo para aumentar el nivel de actividad económica a corto plazo. Esto es claro si el gasto es financiado internamente, debido al desplazamiento de inversión privada (*crowding-out*). Por otra parte, en situaciones de crisis, el gobierno no puede pedir prestado "a voluntad", porque ya se tiene comprometida la capacidad de préstamo o toma tiempo para obtenerlos. En efecto, los gastos del gobierno decrecieron durante las crisis económicas de 1964, 1973, 1983, y 1988-89, mientras que los gastos privados aumentaron en 1964 y en 1978-89.

Si el aumento en el gasto público se financia con fondos del exterior, esto aumenta la oferta de dólares al sistema bancario. Los bancos, como se ha discutido, ajustarían su posición neta de pasivos, reduciendo el uso de fondos externos o invirtiendo afuera la cantidad de dólares en exceso a sus necesidades financieras. Por lo que el cambio en el nivel real de deuda pública es compensado por cambios opuestos en el nivel real de deuda neta y capital de la banca. Como consecuencia, el flujo neto de recursos externos no cambia, comparado con lo que hubiera sido sin el aumento del gasto público. Sólo cambia la composición de flujo de capital. Esto se corrobora en 1994-95, cuando la alta liquidez del Banco Nacional de Panamá hizo que la banca financiara sus operaciones con recursos locales, en vez de usar recursos externos. Está claro que si el nivel neto de flujo de capitales no cambia, tampoco cambia el financiamiento del déficit de la balanza de pagos, ni hay exceso de gastos sobre ingresos; por ende, el nivel de actividad económica tampoco cambia. Esta inferencia es equivalente a resultados de modelos del enfoque monetario de la balanza de pagos, donde el equilibrio monetario implica que no cambia la cantidad de dinero, pero cambia la composición del portafolio del Banco Central entre activos internos y externos (Frenkel and Johnson 1976). La inefectividad de la política fiscal o de gasto es sorprendente y contraria a los resultados de los modelos macroeconómicos usuales (ver Jones y Kenen, 1985).

El sistema panameño como óptimo

El sistema monetario-bancario panameño opera como si fuera un sistema macroeconómico de mercado competitivo, ya que su equilibrio monetario es el resultado de decisiones del sector privado, sin la intervención del gobierno o distorsiones. El sistema es óptimo debido a su estabilidad, ajuste efectivo frente a choques, alto nivel de confianza y la ausencia de distorsiones en los macro-precios financieros (i.e. el TCR, la tasa de interés real, los salarios reales y el precio de activos), que están determinados por el mercado. Más importante para mercados emergentes, la integración financiera produce bajas tasas de interés y amplio flujo de capitales, por ende mayor crecimiento. Esto indica que la solución sistémica al problema macroeconómico, con la cantidad de dinero endógena o determinada por la demanda, es superior al sistema monetario y macroeconómico administrado. Condiciones ideales para una eficiente dolarización son: (1) una importante proporción de las exportaciones en la moneda de reserva (lo que minimiza la necesidad de variaciones en la tasa de cambio real), y (2) que los ingresos de exportaciones sean estables y diversificados, lo que refuerza la estabilidad económica y evita que haya cambios abruptos del TCR. Muchos países cumplen estas condiciones, con la excepción de países con una alta proporción de exportaciones de petróleo.

El costo operativo del sistema monetario panameño, aún usando el dólar como circulante, es menor que el costo de un sistema monetario autónomo. El costo del sistema dolarizado ha sido estimado por el señoreaje y el impuesto inflacionario que se paga a EE.UU. (Fischer 1982, 1992; Williamson 1995). Pero esto tiene que ser comparado con el costo de oportunidad de un sistema monetario autónomo. Una compensación al costo del señoreaje es que en el caso panameño se necesita mantener menos reservas internacionales, las que se estiman en 8 por ciento del PIB, 5 por ciento menos que las reservas que Panamá tendría en un sistema autónomo. El costo de oportunidad de menores reservas en el sistema del dólar, aun si no tienen ingreso, es el mismo que el costo de oportunidad de un sistema monetario autónomo (Moreno-Villalaz 1997, 1998). A su vez, no hay costo de mantener un Banco Central. Para un país que esté considerando dolarizar, gran parte del circulante será provisto por los dólares que ahora se mantienen en el

exterior o en efectivo, o pudieran ser provistos por el país de la moneda de reserva, como recomendó Harry Johnson (1972).

El régimen de cambio óptimo

Muchos economistas favorecen el régimen de cambio flexible, porque consideran que los cambios en el TCR son necesarios para responder a disturbios externos reales o monetarios (Edwards 1989). En un sistema con integración financiera, sin embargo, los cambios en los flujos externos son absorbidos substancialmente por el sector financiero, moderando el efecto en la cantidad de dinero, gastos y el TCR. Por ello, el caso de un tipo de cambio flexible es más débil de lo que se piensa, y refleja la ineficiencia de mecanismos de ajuste de mercado. Un régimen de cambio flexible es más conveniente para países con grandes fluctuaciones de sus ingresos de exportación o regiones muy grandes, o donde una unión monetaria no es factible.

El debate sobre un régimen de cambio óptimo ha estado dominado por el tema de la estabilidad de la moneda y el desajuste en el tipo de cambio, esta discusión debe reevaluarse en vistas de la experiencia panameña. Uno necesita agregar la integración financiera como un objetivo, para lograr bajos intereses y flujos de capital no desestabilizadores. De otra forma, el sistema monetario no sería eficiente. Una moneda unificada o unión monetaria, como en Panamá, facilita la integración financiera, y por esa razón debe ser considerado el sistema preferido cuando sea factible. En este sentido, una Junta de Cambios (Currency Board) es un sustituto cercano a la dolarización (ver Hanke y Schuler 1999).

Conclusiones

El sistema monetario panameño, con integración financiera, ha mostrado una impresionante estabilidad económica, habilidad para ajustarse a grandes movimientos de capital, y ajustes a choques sin importantes desequilibrios, y sin distorsiones en los macro-precios. Adicionalmente, muestra bajos intereses, a niveles similares al de los mercados internacionales, equilibrio macroeconómico sostenido, y bajo costo operacional. La experiencia monetaria panameña no presenta crisis macroeconómicas inducidas por las políticas seguidas, no ha habido crisis del sistema bancario, ni la necesidad de un Banco Central

como prestamista de último recurso. Para un país que no es una moneda de reserva, el sistema funciona óptimamente.

El mecanismo de equilibrio con integración financiera no es el TCR, sino más bien, es el cambio en la posición neta de pasivos de los bancos. El ajuste en el portafolio de los bancos juega un papel esencial en la integración financiera, la movilidad de capital de empresas y personas es necesaria, pero no suficiente. La cantidad de dinero está determinada por la demanda, no por la oferta del banco central. Un sistema de moneda unificada, como el de Panamá, facilita lograr la integración financiera, y por esta razón debe ser considerado como el sistema preferido cuando sea posible.

El sistema panameño compendia la operación de un sistema macroeconómico de mercado. Como tal, las lecciones que se derivan del mismo son útiles para otros países, incluso aquellos con sistemas diferentes. Las recetas de política macroeconómica en boga parecen dudosas y debatibles. Además, inferencias condicionadas implícitamente en la existencia de distorsiones en mercados financieros y en los macroprecios son cuestionables. La proposición que un exceso de flujos de capital produce un exceso de demanda por los bienes no transables y un *significativo* cambio en el TCR es refutada. Además, es la falta de integración financiera la que genera excesos de flujos de capital y de oferta monetaria, lo que a su vez, afecta los precios de los activos y lleva a una apreciación del TCR. La experiencia de Panamá respalda la solución sistémica de los problemas macroeconómicos en contraste de un modelo administrado (basado en un banco central) e implica que la integración financiera debe ocurrir al inicio del proceso de liberalización.

Referencias

CAPRIO, G. Jr. y Klingebiel, D.

- 1996 "Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking?" In M. Bruno and B. Pleskovic (eds.) *Annual World Bank Conference on Development Economics*, 79-114. Washington, D. C.: World Bank.

BID (Banco Interamericano de Desarrollo)

- 1995 "Special Report: Overcoming Volatility." En *Latin America: Economic and Social Progress, 1995 Report*. Washington, D. C.: Inter-American Development Bank. Corbo, V. (1985) "Reforms and Macroeconomic Adjustments in Chile during 1974-1984." *World Development* 13(8) (August): 893-916.

CORBO, V., y Hernández, L.

- 1996 "Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows: Lessons from Recent Latin American and East Asian Experience." *World Bank Research Observer* 11 (1): 61-85.

HANKE, S.H., y Schuler, K.

- 1999 "A Monetary Constitution for Argentina: Rules for Dollarization." *Cato Journal* 18 (3): 405-419.

HOMER, S., y Sylla, R.

- 1991 *A History of Interest Rates*. 3rd ed. New Brunswick, N. J.: Rutgers University Press.

MORENO-VILLALAZ, J. L.

- 1996 "What Went Wrong with the Chilean Liberalization Experience: A Different Interpretation." . Manuscrito no publicado.
- 1998 *The Cost of Using the Dollar as Currency*. Manuscrito no publicado.

ROCKOFF, H.

- 1977 "Regional Interest Rates and Bank Failures, 1870-1914." *Explorations in Economic History* 14(1) (January): 90-95.