

# ANÁLISIS DE POLÍTICAS PÚBLICAS

No. 3

Marzo de 2006

## INSTITUTO ECUATORIANO DE ECONOMIA POLITICA **IEEP**

### **LA MACROECONOMÍA PANAMEÑA: DOLARIZACIÓN, INTEGRACIÓN FINANCIERA Y ARREGLOS INSTITUCIONALES EFICIENTES<sup>1</sup>**

**Por: Juan Luis Moreno-Villalaz, Ph.D.**

#### **RESUMEN EJECUTIVO**

En Panamá el dólar americano ha sido la moneda de curso legal por 100 años. El éxito del sistema monetario-financiero unificado de Panamá está basado en la dolarización y en la integración financiera. La ausencia de un Banco Central asegura que no se interviene en lo monetario, por lo que se puede decir que Panamá tiene un sistema monetario privado donde la cantidad de dinero está determinada por la demanda. Países con Banco Central, en cambio, tienen una economía administrada por el Estado debido a la necesidad de emitir dinero. El sistema de moneda unificado elimina el riesgo de fluctuaciones en el tipo de cambio, los problemas de falta de concordancia entre activos de moneda local y deuda en dólares, la fuga de capitales, el riesgo de “transferencia” de compromisos externos, y los ataques especulativos comunes en países emergentes con Banco Central y moneda propia. La ausencia de política monetaria reduce el riesgo a inversionistas externos al necesitar menos información para sus decisiones. A partir de un sistema de mercado competitivo se han generado una serie de arreglos institucionales innovativos tales como la especialización en exportación de servicios, créditos hipotecarios a largo plazo, descuento directo de pago de préstamos en los salarios, libertad en el mercado de capitales, lo que ha resultado en una economía altamente estable y eficiente.

Para países pequeños como el Ecuador la dolarización con integración financiera va mucho más allá de la simple adopción de un régimen de cambio fijo; es una solución sistémica de libre mercado que implica abrirse al mundo y generar oportunidades de negocios aun por conocer. La integración financiera es un sistema de mercado competitivo y se logra incorporando bancos internacionales que servirán de intermediación entre el sistema local y el mundial financiero. Una regla esencial es la del mercado competitivo es la libertad en el movimiento de capitales, libertad de entrada y salida de capitales. La banca extranjera sirve como prestamista de última instancia. Entre las ventajas se cita, primero, bajas tasas de interés; segundo, los fondos son ilimitados para préstamos de corto y largo de plazo. La eficiencia del sistema constituye un atractivo para los inversionistas internacionales que ven en la dolarización y en la integración financiera incentivos para invertir.

Finalmente, se resalta la importancia de optimizar la dolarización, sacar todo el provecho posible, ¿sino para qué?

---

<sup>1</sup> Juan Luis Moreno-Villalaz es economista del Ministerio de Economía y Finanzas en Panamá. tarios.

**Sucesivos gobiernos han elegido mantener este "reglamento de auto control" porque el ancla del dólar ha dado al país un grado de estabilidad monetaria único en América Latina**

Este artículo discute los arreglos institucionales que explican el funcionamiento y el éxito del sistema monetario-financiero panameño. Estos arreglos en lo económico, diseñados o resultado de la estructura económica, incluyen la dolarización, la integración financiera completa, la especialización en exportación de servicios, el descuento directo del pago de préstamos en los salarios. Los arreglos se caracterizan por: a) una organización de mercado competitivo en sectores claves; b) arreglos que facilitan que el mercado funcione a plenitud; c) consistencia y coherencia entre los arreglos; d) ausencia de distorsiones en precios claves que afectan a la economía como un todo. Como consecuencia Panamá tiene un extenso historial de estabilidad macroeconómica y libertad en los mercados de capitales. El estudio de la experiencia monetaria panameña, a su vez, sugiere una nueva perspectiva de análisis de los desequilibrios monetarios y del riesgo país.

### **I. Entorno Institucional de Panamá.**

En Panamá el conjunto de arreglos en lo económico son la base de un marco institucional, con una solución sistémica y de libre mercado en el sector financiero. La experiencia panameña contrasta con la de otros mercados emergentes, basados en una macroeconomía administrada o en acciones de política económica, pero que presentan muchas experiencias de inestabilidad, e ineficiencia en sus mercados financieros.

#### **1.- La Dolarización, un sistema de moneda unificada.**

En Panamá el dólar americano ha sido la moneda de curso legal por 100 años. Sucesivos gobiernos han elegido mantener este "reglamento de auto control" porque el ancla del dólar ha dado al país un grado de estabilidad monetaria único en América Latina (R. Mundel, 2003). La ausencia de un Banco Central asegura que no se interviene en lo monetario, por lo que se puede decir que Panamá tiene un sistema monetario privado, donde la cantidad de dinero está determinada por la demanda, y las decisiones monetarias las toman agentes privados y la banca. Países con un Banco Central, en cambio, tienen una macroeconomía administrada debido a la necesidad de emitir dinero. El sistema de moneda unificado elimina el riesgo de fluctuaciones en el tipo de cambio, los problemas de falta de concordancia entre activos en moneda local y deuda en dólares, la fuga de capitales, el riesgo de "transferencia" de compromisos externos, y los ataques especulativos comunes en países emergentes con Banco Central y moneda propia.<sup>2</sup> La ausencia de política monetaria reduce el riesgo a inversionistas externos, al necesitar menos información para sus decisiones.

Panamá cumple muchas de las llamadas "condiciones de Mundell" para tener una unión monetaria óptima con Estados Unidos, reforzadas por la integración financiera y arreglos institucionales. Este conjunto explica la exitosa unión monetaria, la que se demuestra por la ausencia de crisis y una tasa promedio de inflación 1.5 puntos porcentuales menor que la inflación en Estados Unidos.<sup>3</sup> Empero, debe tenerse en cuenta, cuando se contrasta el caso panameño con el de otros países, que Panamá no es un productor de bienes, ya que sus industrias son principalmente intermediarios semi-comerciales (con poca manufactura). Por ello una re-valoración o devaluación del dólar tiende a cambiar la demanda de mercancías importadas de los Estados Unidos a

<sup>2</sup> La estabilidad de la dolarización se muestra en el Ecuador, donde recientemente serias crisis políticas no generaron crisis económicas, como era el caso antes.

<sup>3</sup> Esto es aparentemente un dilema, ya que parece indicar una devaluación persistente en el tipo de cambio real como se mide usualmente, pero que se explica por el efecto Balassa-Samuelson relativo a diferencias de productividad entre los sectores de bienes y servicios en cada país.

mercancías del Japón (o vice versa), sin afectar el tipo de cambio real efectivo<sup>4</sup> Países más industrializados, o países más integrados con sus vecinos, o sujetos a mayor volatilidad en sus términos de intercambio, pueden necesitar un régimen de cambio más flexible.

## **2.- Integración Financiera Completa.**

En Panamá operan un número significativo de bancos internacionales de primera línea,<sup>5</sup> que intermedian entre el mercado financiero local y el internacional, logrando una integración financiera completa. La integración financiera equipara los tipos de interés de Panamá y del mundo, e implica que las entradas y salidas de capitales producto de ajustes en el portafolio de los bancos, son un elemento crucial en el proceso de ajuste macroeconómico. El sistema bancario está organizado como un sistema de mercado competitivo, con muy poca intervención del gobierno, ni siquiera existen requisitos legales de reserva sobre depósitos. Hay suficiente libertad de entrada para inversionistas extranjeros, prácticamente ninguna restricción en movimientos de capital, y las tasas de interés están determinadas libremente por el mercado.

El sistema es exitoso en el sentido microeconómico, con gran afluencia de recursos financieros, con alto desarrollo ya que el saldo de créditos locales al sector privado es alrededor de 100 por ciento del PIB, y con bajas tasas de interés, entre 8 al 10 por ciento sobre préstamos a empresas comerciales de primera línea y menor para hipotecas. La eficiencia del sector bancario, se demuestra por la securitización de hipotecas desarrollada por la banca<sup>6</sup> (en el mercado local y en el exterior), sin ninguna ley especial o institución que la promueva – y por préstamos a la pequeñas empresa (incluso a la microempresa, aunque con intereses altos). El sistema financiero panameño también ha sido exitoso en lo macroeconómico, sin crisis sistémicas de la banca y ajustándose adecuadamente a diferentes choques externos (Moreno-Villalaz, 1997) contribuyendo a la estabilidad de la economía (como se discute más adelante).

## **3.- La especialización en Exportaciones de Servicios**

Los ingresos por exportaciones netas de bienes y servicios representan cerca del 30 por ciento del PIB, concentrados en servicios relacionados a la posición geográfica, como servicios de tránsito por el Canal de Panamá, la intermediación comercial de la Zona Libre de Colón (ZLC), el turismo, servicios de telecomunicaciones, y trasbordo de contenedores. A esto se agregan significativos ingresos provenientes de exportación de servicios de intermediación financiera por la banca, y servicios jurídicos de registros de firmas y naves. Muchas actividades de exportación se dan en sectores con muy poca intervención del gobierno, y con alta inversión extranjera. A diferencia del caso de las exportaciones de materias primas, las exportaciones de servicios son estables de año a año, sin oscilaciones en sus precios o montos; de hecho en Panamá, por décadas, las exportaciones han crecido en términos nominales casi todos los años. En efecto, la volatilidad del PIB o de los términos de intercambio son menores en Panamá (según estudio del Banco Interamericano de Desarrollo citado en Moreno-Villalaz, 1997). Adicionalmente, en Panamá, las exportaciones de servicios, e incluso las de bienes, están diversificadas entre actividades o productos, países y regiones; lo que refuerza su

<sup>4</sup> Por otro lado, una agricultura protegida aísla dicho sector.

<sup>5</sup> Recientemente la participación de la banca extranjera en operaciones locales ha disminuido, aunque todavía es significativa.

<sup>6</sup> Un ejemplo de cómo un mercado libre y competitivo puede desarrollar por sí mismo arreglos institucionales eficientes.

estabilidad. A su vez, bajas en ingresos de exportación son cubiertas por inversionistas externos, o absorbidas por el alto nivel de utilidades producto de la “renta pura” en estos sectores. La naturaleza e importancia de las exportaciones panameñas implica que la economía es de por sí muy estable, independiente de la dolarización.

#### **4.- Otras Características de la Economía que fortalecen su estabilidad.**

La estabilidad de la economía, así como el proceso de ajuste frente a choques, se fortalecen por características de la estructura productiva. La alta participación del comercio favorece el proceso de ajuste, dado que en este sector los salarios varían automáticamente vía variaciones en comisiones, y el predominio de contratos temporales de hecho facilita el ajuste del empleo. La agricultura de subsistencia y el trabajo informal, se ajustan vía cambios en ingresos, lo que implica menor rigidez. Estas características moderan el costo en empleos del ajuste a choques (Moreno-Villalaz, 1999), a pesar de existir un tipo de cambio fijo.<sup>7</sup>

La ausencia de un Banco Central implica que el gobierno no puede monetizar su déficit, lo que impone una restricción presupuestaria efectiva y evita una causa de crisis fiscales serias, como sucede en otros países. En efecto, para evitar un déficit fiscal el gobierno se vio forzado a mantener precios altos en las empresas públicas o usar subsidios cruzados (Moreno-Villalaz, 1997)<sup>8</sup>. Durante los años 90 se privatizaron empresas estatales para obtener recursos adicionales confrontando restricciones presupuestarias. El sistema ha inducido al gobierno a que actúe con un cierto grado de prudencia fiscal, lo que ha aprendido a hacer, manteniendo déficit fiscales dentro ciertos límites, aun en gobiernos populistas.

Al presente, la posición financiera del gobierno ayuda a reducir el nivel de riesgo dado que el gobierno tiene activos substanciales, producto de la reversión del Canal de Panamá, incluyendo terrenos e instalaciones. Además tiene los recursos, en efectivo y valores negociables, del Fondo Fiduciario para el Desarrollo (FFD), 9 por ciento del PIB, producto de la privatización de empresas públicas. Estos recursos son una reserva frente a choques externos y un respaldo de facto a los compromisos de deuda externa. Los activos del sector público han permitido en ocasiones financiar el déficit fiscal sin endeudamiento. A su vez, el perfil de la deuda del gobierno es excelente, con un tipo de interés promedio del 7 por ciento y una madurez 12.5 años. El acceso del gobierno al mercado internacional de capitales, le permite refinanciar fácilmente la amortización de la deuda sin dificultades o costos extras, aunque esto ha inducido niveles de deudas y déficit fiscales mayores que la norma en mercados emergentes.

Sin embargo, el gobierno tiene desafíos financieros importantes, incluyendo el logro de una posición fiscal consistente con la sostenibilidad de la deuda, la reforma del sistema de pensiones, y la reducción del alto nivel de la deuda pública externa (50 por ciento del PIB, pero sólo 40 por ciento neto, al excluir el FFD<sup>9</sup>). La resolución de estos

<sup>7</sup> Algunos artículos en la literatura sobre dolarización indican que existiría un mayor desempleo debido a la rigidez del tipo de cambio. Sin embargo, la tasa de desempleo abierto panameña en el 2004 fue 9.2%, similar a la de Chile.

<sup>8</sup> Donde subsidios a grupos de menor ingreso se cubren con mayores precios a grupos de mayor ingreso, lo que se hizo en la electricidad, agua, servicios telefónicos, gas de cocinar, ciertos gastos de jubilados.

<sup>9</sup> Por otro lado, la deuda interna es relativamente baja cuando se consolida la tenencia de deuda por instituciones públicas.

desafíos probará la *efectividad* del sistema para forzar al gobierno a enfrentar y resolver las dificultades financieras antes de tener una crisis fiscal. Panamá necesita, para lograr un crecimiento sostenido en el largo plazo, tener una economía más abierta, reducir la protección a la agricultura e industria, modernizar su legislación laboral, implementar una economía de mercado competitivo en todos los sectores, reducir costos de transacción, modernizar su sistema legal y tributario, y reducir la intervención del gobierno en muchas actividades económicas.

### 5.- Estabilidad Macroeconómica basada en el Mercado

El conjunto de arreglos económicos consistentes entre sí y un sector financiero de mercado generan un nivel y estructura de precios estable, lo que contribuye a una eficiente macroeconomía.

**a) Nivel y estructura de precios estables.** En Panamá, precios claves, que afectan la economía como un todo, son estables y libres de distorsiones producidas por políticas macroeconómicas – estos son el tipo de cambio real, la tasa de interés real, el precio de los activos, y se puede argüir que también los salarios por encima del salario mínimo (los llamados macro-precios). Esto se refuerza por la baja tasa de inflación, del 0.9 por ciento en promedio en los últimos 10 años, que resulta en estabilidad de la tasa de interés real y del tipo de cambio real. Precios de equilibrio evitan señales falsas de precios, que en otros países han sido fuente de decisiones erróneas sobre inversiones e inducido excesos de endeudamiento. Por ejemplo, el sistema monetario panameño forzó la transferencia directa a los precios internos de los aumentos del precio del petróleo durante los años 70, que de otra forma habría causado distorsiones de precios, como ocurrió en otros países incluyendo los Estados Unidos.

**b) Eficiencia Macroeconómica.** Un sistema macroeconómico-monetario eficiente sería uno con poca volatilidad, baja inflación, sin crisis macroeconómicas generadas internamente, con capacidad para ajustarse a perturbaciones y reestablecer el equilibrio. Estas condiciones se dan en Panamá, además *basadas en el mercado al no tener políticas macroeconómicas o monetarias* – reflejadas en estabilidad y equilibrio macroeconómico durante décadas. El sistema opera reduciendo la probabilidad de choques externos y su intensidad, así como consolidando la capacidad de respuesta a las perturbaciones.

Sin embargo, ningún sistema puede asegurarse contra una significativa mala gestión fiscal o un trauma político. En Panamá durante 1987-89, tensiones con el gobierno de Estados Unidos dieron lugar a una crisis política que produjo una crisis económica, donde la banca estuvo cerrada por un tiempo. El gobierno suspendió los pagos de su deuda, tanto a las organizaciones internacionales como a la banca privada internacional, y la economía declinó más de 15 puntos porcentuales. (Moreno-Villalaz 1999). A su vez, el gobierno saliente en el 2004 tuvo un manejo fiscal imprudente, particularmente durante el periodo electoral, y el nuevo gobierno tuvo que implementar un estricto programa de ajuste fiscal.

Los diversos componentes se refuerzan uno al otro. Por ejemplo, la integración financiera no hubiera sido posible en Panamá sin la dolarización, y el éxito de la dolarización en parte proviene de la integración financiera. Así mismo, las facilidades de crédito en dólares mejoran la competitividad de la ZLC, y a su vez la demanda de crédito comercial de la ZLC crea un mercado para operaciones de bancos

internacionales. La estabilidad de precios respalda la toma de decisiones a largo plazo para inversiones, hipotecas y deuda, mejorando la eficacia y estabilidad del mercado financiero.

En resumen, el sistema panameño tiene una masa crítica de arreglos económicos que potencian la eficiencia del mercado, previenen desequilibrios macroeconómicos, e inducen bajo riesgo financiero.

## **II. La solución panameña al problema hipotecario vía el mercado.**

Otra característica de la economía panameña son las condiciones relacionadas al mercado hipotecario de viviendas. En muchos países en vía de desarrollo la falta de facilidades de crédito hipotecario, para los grupos de ingreso medio y bajo, han sido descritas como una falla del mercado. Se ha explicado la falta de crédito hipotecario como producto del bajo nivel de ahorros, la falta de desarrollo financiero, la falta de concordancia entre el periodo de los activos y pasivos bancarios, y dificultades para usar el capital humano como colateral. A su vez, generalmente no existen procedimientos legales bien definidos que expediten los reclamos o juicios hipotecarios, que toman años, lo que aumenta el riesgo de morosidad y los costos del crédito. También se ha indicado que asimetrías de información crean condiciones de mercados imperfectos e inducen selección adversa y racionamiento. Como resultado el mercado de hipotecas en países emergentes se caracteriza por altas tasas de interés, altos requisitos de abono inicial, y plazos relativamente cortos, lo que hace difícil lograr condiciones favorables de crédito.

Debido a la falta de crédito hipotecario para viviendas muchos gobiernos han asumido la responsabilidad de resolver este problema. No obstante, existen un sin número de fracasos en programas públicos de vivienda, con grandes pérdidas e insolvencia de las instituciones hipotecarias, y deficientes esquemas de incentivos. Incluso países desarrollados han tenido problemas en sus programas de viviendas, ocasionalmente con fracasos espectaculares (como la crisis de las Asociaciones de Ahorro y Préstamos en Estados Unidos). Para resolver el problema hipotecario se requieren suficientes recursos financieros, bajo costo de operación y riesgo, y condiciones favorables a los clientes (bajos intereses). Pero usualmente los programas públicos de vivienda, en países en vías de desarrollo, no tienen suficientes recursos financieros y muestran alta tasa de morosidad.

El caso de Panamá es diferente. La banca comercial provee suficientes recursos para financiar hipotecas, en condiciones favorables y con acceso para amplios sectores de la población. En efecto, actualmente la banca panameña ofrece hipotecas a 30 años plazo con tasas de interés variable entre 5 al 6 por ciento, y con sólo 0 ó 2 por ciento de abono inicial, y mantiene un saldo de préstamos hipotecarios del 22 por ciento del PIB. Se hace notar que, adicionalmente, el gobierno subsidia, en alrededor de cuatro puntos porcentuales por 10 años, las hipotecas de los grupos de ingreso medio y bajo, y se exime hasta por 20 años el impuesto a la propiedad para nuevas construcciones. Las condiciones de Panamá se comparan favorablemente con las de Chile y México, donde las hipotecas de la banca comercial tienen 20 años de plazo, 8-9 por ciento de interés nominal (equivalente en dólares), alrededor del 20 por ciento de abono inicial; y con un saldo de hipotecas de viviendas de sólo entre el 10 al 12 por ciento del PIB. Incluso en países desarrollados el abono inicial comúnmente es alrededor del 10 por ciento, y los plazos son menores que los de Panamá.

¿Cuál es la razón del éxito de Panamá en el mercado de hipotecas a viviendas? Primero, su estabilidad económica y de precios, respaldada a su vez por su estructura macroeconómica (dolarización e integración financiera), que ha generado gran cantidad de recursos financieros; además, la competencia en la banca produce ofertas de crédito en las mejores condiciones, reesforzado con la participación de bancos internacionales. En efecto la expansión inicial del mercado hipotecario se dio después de la liberación de la banca a principios de los setenta e incluso ahora los bancos internacionales toman la iniciativa en ampliar los fondos disponibles y reducir los intereses sobre hipotecas. Además, la baja inflación y estabilidad de la economía panameña es un componente esencial, que valida que se den hipotecas a largo plazo.

Pero esto no es suficiente. En Panamá arreglos institucionales mejoran la eficiencia de las operaciones hipotecarias de la banca. Inicialmente los bancos requerían fiadores, una condición difícil de cumplir que ya no se utiliza o se hace sólo en casos especiales. En Panamá el factor más importante en el éxito del sistema es la existencia de *descuento directo a los salarios para el pago de préstamos*.<sup>10</sup> Esto se ha dado por décadas, tanto en las instituciones públicas como privadas; incluyendo, en años recientes, deducciones a los jubilados en el sistema de Seguridad Social. Normalmente esto se logra por medio de un contrato irrevocable entre el banco y el deudor, aceptado por el empleador, que autoriza el descuento directo. Este arreglo amplía el acceso a facilidades de crédito, de esta manera los bancos efectivamente *usan los futuros ingresos salariales como colateral a préstamos*. Este mecanismo reduce el riesgo de morosidad, los costos de transacción vía menores requerimientos de información (y reduce los problemas de asimetría en la información), y minimiza los costos de cobros. En Panamá, adicionalmente, existen condiciones legales que permiten el secuestro de propiedades morosas y la pronta ejecución de juicios hipotecarios, e incluso es común que firmas legales compren propiedades (u otra deuda) en proceso de embargo y ejecuten los procedimientos legales, o se registren los activos como propiedad de un fideicomiso a nombre del prestamista.

Este entorno crediticio favorable también se aplica a otros préstamos personales y de jubilados (prácticamente inexistente en otras partes); lo que ha desarrollado facilidades de “crédito al consumo” por bancos y “financieras” privadas. La banca panameña en el 2003 tenía un saldo de créditos al consumidor del 19 por ciento del PIB<sup>11</sup> (sólo 6.4 por ciento en Chile). Los préstamos a la familia, incluyendo las hipotecas, son rentables para la banca por su bajo riesgo, debido al descuento directo y seguro de vida. Además, el crédito al consumo es rentable ya que tiene recargos altos por costos de transacción, especialmente en las financieras, y mayor tasa de interés (aunque son costosos para el deudor).

El sistema panameño le permite a las familias una eficiente asignación de sus recursos entre gasto hoy versus mañana, o en la forma de distribuir su riqueza, incluyendo su capital humano. Esto debido a la ampliación de alternativas disponibles que resulta de las facilidades de crédito, las que no están disponibles en otros países. Como consecuencia las familias tienen mejor calidad y cantidad de bienes de consumo duradero, así como viviendas, en todos los niveles sociales; una forma de inversión

<sup>10</sup> El gobierno cobra algo por el servicio de descuento a empleados del sector público.

<sup>11</sup> También hay amplio crédito de las empresas comerciales a las personas.

muy rentable para la familia<sup>12</sup>. En la práctica el panameño mantiene un nivel de deuda alto (como el americano), esto es el resultado de las decisiones de consumo-ahorro de las familias, que se presume son óptimas. Esta situación se explica en teoría porque la tasa de interés (y otros costos) es menor que la tasa de interna o propia de descuento inter-temporal de las familias; por lo que hay un beneficio real al consumir más hoy financiado con deuda.

Para la sociedad como un todo el sistema crediticio produce importantes beneficios económicos y sociales. Primero, se resuelve el problema de acceso a vivienda, con la excepción de grupos marginados. A su vez se ha creado una sociedad de propietarios, donde el 73% de las viviendas urbana son viviendas propias. Esto tiene consecuencias beneficiosas, ya que se ha demostrado que existen externalidades sociales positivas ligadas a la propiedad de vivienda, como el mejoramiento de la calidad del ciudadano y de la vida de la comunidad. (DiPasquale y Glaeser, 1999). Adicionalmente existen externalidades económicas observables en Panamá. Por ejemplo, la propiedad de vivienda induce mayores ahorros, ya sea por reinversión en la propiedad (un fenómeno evidente en viviendas de familias de ingresos medios o bajos), o por la amortización de hipotecas, que pueden autofinanciar la expansión del sistema,<sup>13</sup> o por redistribución del gasto de consumo hacia gasto familiar. En adición, hay un ingreso extra implícito en la administración de la propiedad (o mayor rentabilidad de dicha inversión), y el acceso al crédito y/o la propiedad de vivienda misma sirve para amortiguar el impacto de choques transitorios o gastos imprevistos.

Para la economía el diferencial de intereses entre Panamá y otros países, conjuntamente con la accesibilidad al crédito, representan una ganancia de bienestar para las familias, que puede estimarse en 2 por ciento del PIB cada año.<sup>14</sup> El acceso al crédito se extiende a la inversión de la pequeña empresa, directamente, o indirectamente vía crédito de algún miembro de la familia (que puede registrarse como crédito al consumo). A su vez, para la banca la orientación a préstamos a la familia con descuento directo, versus préstamos al gobierno o empresas, implica tener inversiones más rentables con bajo riesgo. Sin embargo, una debilidad del sistema proviene del subsidio existente a los intereses y exclusión del impuesto sobre viviendas. Estas políticas inducen una distorsión de precios que ha creado problemas en el mercado secundario de viviendas, ya que devalúa las viviendas existentes que no tienen subsidios, haciendo difícil su venta. Además se acentúa una orientación a invertir el ahorro nacional en actividades intensivas en capital (vivienda), en vez de actividades productivas más orientadas a la creación de empleos.

La experiencia panameña en hipotecas para vivienda demuestra que *lo que se necesita para lograr (enable) que el mercado produzca una solución eficiente es un buen diseño o arreglos económicos adecuados*. Por lo tanto, se puede decir que caracterizar al mercado hipotecario en economías emergentes como una falla de mercado no es correcta, y además que los problemas del mercado hipotecario no son intrínsecos a un sector financiero basado en una banca comercial, ni son una condición estructural de los países en vías de desarrollo. Algunas de las condiciones

<sup>12</sup> Las cuentas nacionales tratan la compra de bienes durante como consumo, pero el análisis económico neoclásico las considera inversión.

<sup>13</sup> El tema requiere mayor estudio debido al efecto dual en consumo y ahorro de las familias.

<sup>14</sup> Estimado usando el diferencial de intereses entre Panamá y Chile, aplicado al saldo de préstamos a las familias, y un valor mayor para el extra crédito disponible.

institucionales del mercado hipotecario panameño deben ser parte de los mercados emergentes; incluso de Europa o Japón, que tiene un extenso mercado laboral formal, pero requieren alto abono inicial en sus hipotecas.

### **III. Integración Financiera Completa de Panamá y el Mercado de Capitales.**

En mercados emergentes, la apertura de la cuenta de capital o la liberalizando del sistema financiero ha estado asociada a costosas crisis monetarias o bancarias. Hay una extensa literatura usando correlaciones cruzadas entre países, o post-mortem análisis de las crisis, donde cada experiencia produce una nueva generación de modelos para explicar y reducir la vulnerabilidad financiera, pero sin resultados satisfactorios (Eichengreen, 2001); aunque el consenso es posponer la apertura de la cuenta de capital, o incluso restringir los flujos de financieros. Estos análisis excluyen el caso de Panamá, ya que se lo considera un caso especial.

La exitosa integración financiera panameña sugiere que no es la apertura prematura del mercado de capitales *per se*, si no su diseño, lo que es importante para su éxito. En Panamá, la liberalización de la banca fue diseñada en los años 70 como un modelo de mercado competitivo (Barletta, 1991); con entrada relativamente libre de bancos internacionales (un elemento distintivo y esencial), tipos de interés determinados por el mercado, ninguna restricción en los flujos de capital, y casi ninguna intervención del gobierno. Los resultados han sido excepcionales, con un sistema financiero eficiente al nivel micro y estable al nivel macro, sin crisis bancarias sistémicas y con bajo riesgo financiero. Una economía dolarizada con integración financiera es atractiva a inversionistas extranjeros,<sup>15</sup> para inversión directa y financiera, levantando en parte la limitación del ahorro local para satisfacer las necesidades de inversión. A nivel internacional la transferencia de ahorros de países con excedente de ahorros a países con escasez de capital es limitada, el llamado dilema de Feldstein-Horioka. Este fenómeno en parte se debe a insuficientes flujos de capital financiero, un problema resuelto en Panamá debido a la integración financiera.

En Panamá la organización del sistema bancario, y arreglos económicos especiales, son el origen de un entorno con bajo riesgo financiero. La participación de bancos internacionales reduce el riesgo del sistema financiero, porque estos bancos no se afectan seriamente por pérdidas locales, y siguen las mejores prácticas en el manejo de riesgo. Además, los bancos internacionales proporcionan liquidez al sistema cuando se necesita, sirviendo como prestamistas de último recurso (Moreno-Villalaz 1999). Por otra parte, un entorno bancario competitivo mejora la administración de riesgo por los bancos y las empresas, recientemente realzada usando los estándares de Basilea. A su vez se evita los riesgos asociados con una alta concentración bancaria; en efecto los cuatro bancos más importantes tienen sólo 45% del saldo de créditos e inversiones locales. La estabilidad de la economía y de las tasas de interés real reduce directamente el nivel de riesgo financiero. Así mismo, la estabilidad y falta de distorsiones en precios esenciales (macro-precios) facilitan una correcta evaluación del riesgo crediticio.

El bajo riesgo de las operaciones bancarias es reforzado por el mecanismo de descuento directo de los préstamos, un sistema que bien manejado da a las hipotecas la

<sup>15</sup> Sin embargo, la Balanza de Pagos tienen significativos errores y omisiones al medir inversiones externas. En parte esto es debido a dificultades de identificar las inversiones personales por extranjeros, en depósitos bancarios, viviendas, casas de recreo, que son registradas como de residentes (ver Moreno-Villalaz, Fernández y Allen, 2004).

condición de deuda preferida.<sup>16</sup> Este mecanismo transfiere a los individuos el peso de cualquier ajuste en gastos, manteniendo los pagos a préstamos y protegiendo a la banca; lo que fue demostrado claramente durante 1988-1989, cuando se siguieron amortizando los préstamos a pesar de la crisis (Moreno-Villalaz, 1997 y 1999). A su vez, los intereses en préstamos hipotecarios son flexibles hacia arriba pero rígidos hacia abajo,<sup>17</sup> esto reduce el riesgo bancario que resultaría de una disminución del valor de sus activos producto de un aumento en las tasas de interés (un riesgo que existe incluso en inversiones en bonos del Tesoro Americano).

La integración financiera completa refuerza la estabilidad macroeconómica y el proceso de ajuste. Los bancos ajustan su portafolio hasta alcanzar un equilibrio entre la posición de usos y fuentes de recursos (externos e internos), hasta el punto donde son indiferentes entre la inversión local y la externa (ajustando por riesgo y retorno). Los bancos evalúan las alternativas de inversión, y cuando se agotan los proyectos locales rentables, a niveles aceptables de riesgo, transfieren al exterior cualquier exceso de liquidez. Esto contrasta con la experiencia en otros países, donde un exceso de la liquidez afecta el nivel de gasto doméstico.

Además, los bancos internacionales *in situ* tienen mejor información para manejar el riesgo local que la que tienen inversionistas externos, lo que evita las asimetrías de información, y hace al sistema financiero más estable. Esta situación contrasta con la experiencia en México, Asia y Rusia en los noventa, donde los bancos internacionales participaron como inversionistas externos, lo que aumentó la volatilidad de los flujos financieros. A diferencia de otros países de la región Panamá no tuvo contagio financiero durante las crisis asiáticas y de Rusia en 1997-98, y los bonos del gobierno demostraron características de “puerto seguro” en ese período (Allen 2000).

El ajuste de flujos vía la intermediación de los bancos es más gradual. Inversionistas externos a un país o un sector, confrontando una nueva información que indica riesgos mayores, ajustan su portafolio retirando sus fondos. El ajuste en el mercado se produce vía bajas en los precios de instrumentos negociables (como los bonos soberanos), o abruptas reversiones en los flujos de capital, como en el caso de inversiones financieras de corto plazo (sudden stop).

La economía de Panamá normalmente presenta condiciones de equilibrio macroeconómico interno y externo, como las define Edwards (1989), ya que se despeja (*clear*) el mercado de no-transables, y los déficit de la cuenta corriente de la Balanza de Pagos son sostenibles. El sistema de Panamá replica las hipótesis y postulados del enfoque monetario de Balanza de Pagos, ajustando automáticamente cualquier déficit o superávit vía flujos de capital, sin cambios significativos en precios relativos o en el nivel de la actividad económica, que son de importancia secundaria (Frenkel y Johnson, 1976). En un sistema con movilidad de capital, como el sistema panameño, cambios en los flujos de ingresos netos externos son absorbidos substancialmente por el sector financiero, moderando el efecto en la cantidad de dinero, el nivel del gasto o la actividad económica, y el tipo de cambio real (Moreno-Villalaz, 1997 y 1999).

A su vez, en Panamá la cantidad de dinero esta determinada libremente por el mercado, y *como no hay distorsiones en los macro-precios*, se evitan los desequilibrios

<sup>16</sup> Un sistema de seguro sobre hipotecas reduce el riesgo en forma similar al descuento directo.

<sup>17</sup> Incluso la banca restringe las operaciones de refinanciamiento de hipotecas.

causados por una excesiva o una insuficiente oferta de dinero; un peligro señalado por el pensamiento de la escuela austriaca. R. Mundell indica, y hace una referencia específica al caso panameño (2003, p. 23-24), que en general un sistema monetario de cambio "fijó" contiene una regla monetaria con un ajuste automático en el equilibrio de la Balanza de Pagos, ya que no se interviene en lo monetario (con acciones de esterilización por parte del Banco Central por ejemplo). Sin embargo, el sistema de precios macro en Panamá se afecta por distorsiones internacionales en las tasas de interés o la inflación, producto de la política monetaria americana, en la misma forma en que se afectan otras economías emergentes.

El sistema panameño ha demostrado tener un eficiente mecanismo de ajuste y equilibrio frente a diversas perturbaciones (Moreno-Villalaz 1997 y 1999). Por ejemplo, durante 1998-99, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos llegó a ser mayor al 10 por ciento del PIB, producto del influjo de capitales proveniente de la privatización de empresas estatales y una significativa expansión del crédito, pero se redujo a menos del 2 por ciento en dos años, sin crisis, solamente una desaceleración del crecimiento (Moreno-Villalaz, Fernández y Allen, 2004). La organización monetaria-financiera panameña es probablemente un arreglo óptimo (Moreno-Villalaz y Videla, 1998<sup>18</sup>), lo que difícilmente se puede lograr con una política monetaria activista.

El mercado de bonos panameño, así como las empresas calificadoras, han reconocido la estabilidad del sistema panameño asignando un bajo margen a los bonos del gobierno, con una calificación cercana a grado de inversión a pesar de una relativa alta deuda externa. Además, la agencia calificadora Moody's asigna un grado de inversión para el país, (i.e. Baa1), tres niveles superiores a la calificación de los bonos del gobierno. Así mismo, las 3 más importantes agencias calificadoras internacionales, califican ciertas empresas locales como grado de inversión. Esto es un tratamiento inusual, ya que la norma es que ninguna entidad dentro del país tenga una calificación superior a la del gobierno, que se toma como un techo para el país.

En la década pasada, las crisis en mercados emergentes fueron crisis financieras o bancarias, que a su vez causaron crisis macroeconómicas (del tipo de cambio o de la balanza pagos). En Panamá, la organización bancaria de mercado-competitivo, con dolarización e integración financiera completa, reforzada por arreglos especiales (*no sólo la dolarización*), es decir un entorno específico, ha sido la razón de su estabilidad financiera, equilibrio macroeconómico y un entorno de bajo riesgo financiero. Por ello Panamá no ha tenido los problemas de otros países latinoamericanos; como contagio financiero, reversión de los flujos de capital, sobre-endeudamiento, o crisis sistémicas de la banca.

#### **IV. Estabilidad Macroeconómica: Panamá versus Chile.**

Arreglos económicos consistentes entre sí, sin distorsiones en los precios que afectan la economía como un todo (macro-precios) son un componente importante en la estabilidad macroeconómica de Panamá, como se indicó previamente. Empero, para comprender mejor las implicaciones de estas características es necesario contrastar la

<sup>18</sup> Donde se muestra, en un modelo agregado para una economía abierta con integración financiera, que la política óptima de la autoridad monetaria para minimizar perturbaciones es actuar como si la cantidad de dinero fuera determinada por la demanda, como si efectivamente no hubiera un banco central, como es el caso en Panamá.

experiencia panameña con la de países que han tenido inconsistencias en sus arreglos o distorsiones en sus macro-precios. Esto se puede hacer en el caso de Chile al final de los 70, un país que si bien implementó una reforma estructural de mercado a nivel micro, tuvo posteriormente una crisis financiera y macroeconómica.

El corto ensayo que sigue, una reinterpretación de la experiencia chilena<sup>19</sup>, cubre los eventos desde la introducción del tipo de cambio fijo a mediados de 1979, hasta mediados de 1981 cuando la banca da señales de insolvencia; aunque la crisis misma ocurrió principalmente en 1982. La discusión sirve para ilustrar una forma de análisis de eventos macroeconómico que se sugiere directamente de la experiencia panameña, y que difiere de los enfoques usuales, basados en desajustes en flujos o en el análisis macroeconómico de economía abierta.

Las reformas tuvieron éxito inmediatamente, con aumentos en productividad, importantes flujos de capitales externos que llegaron a más del 7 por ciento del PIB en 1980-81, superávits fiscales, y un crecimiento económico real alrededor del 8 por ciento anual. Sin embargo, entre 1981 y 1982 Chile tuvo una severa crisis macroeconómica. En junio de 1979, se determina que el peso chileno mantendrá una tasa fija con respecto al dólar americano, se abrió la cuenta de capitales y se adoptó una política monetaria pasiva, con una emisión monetaria igual a las reservas de divisas del Banco Central; una política similar en su naturaleza a tener una Caja de Conversión (*Currency Board*). Poco después el tipo de cambio real del peso con el dólar se apreció considerablemente, con consecuencias que afectaban la competitividad de la economía y fueron un factor en la crisis. A su vez, la tasa real de interés en préstamos, que era ya alta, subió en 1981 al 40 por ciento, un nivel sin precedentes. Ambos acontecimientos son un dilema en el contexto de un tipo de cambio fijo y una cuenta de capital abierta (Cortes Douglas, 1983).

La explicación estándar, en una extensa literatura del caso, asigna un papel central, en el desajuste del tipo de cambio, al influjo financiero producto de la apertura de la cuenta de capital (Edwards y Cox-Edwards 1987; Corbo 1985; Bosworth, Dornbusch, y Laban 1994). El argumento usado es que “el aumento en el nivel de flujo de capitales requería un apreciación del peso” (Edwards y Cox-Edwards 1987: 74), o que “El mecanismo de ajuste era producido por un exceso inducido de gastos en los no-transables, que aumentaba su precio” (Corbo, 1985 p. 905). Este aumento de precios de los no-transables, produce una apreciación del peso Chileno “*independiente del régimen de cambio*” (Corbo y Hernández, 1993: 64); incluso algunos autores hablaron del problema de un “exceso de flujos de capital”. El argumento del ajuste de precios de los no-transables proviene de un modelo de equilibrio (Dornbusch y Edwards, 1994: 86), y es correcto en el contexto del análisis macroeconómico de economía abierta. Sin embargo, este análisis de un exceso de demanda era inapropiado dentro del contexto chileno, y se debió ajustar tomando en cuentas las distorsiones existentes, como se discute más adelante.

El pensamiento convencional, a su vez, atribuye la crisis financiera a una carencia de supervisión apropiada a la banca y el peligro moral (*moral hazard*) proveniente de la garantía implícita del gobierno a los bancos, que se arguye condujo a una administración ineficiente del riesgo (como la práctica de préstamos relacionados).

<sup>19</sup> Esto explica lo extenso de esta sección, sin embargo todavía una discusión incompleta.

El argumento presume que de haber habido una regulación adecuada se hubiera evitado las operaciones financieras de alto riesgo; aunque este argumento no toma en cuenta la existencia de incentivos inapropiados. Las inferencias de política económica fueron sesgadas hacia intervenir en el mercado financiero, entre ellas limitar el influjo de capital, posponer la apertura de la cuenta de capital, y fortalecer el marco regulatorio del sistema bancario-financiero.

La experiencia Panameña cuestiona la validez de la explicación estándar previamente descrita, ya que cuando Panamá liberalizó su sector bancario en 1970, si bien tuvo altos ingresos de capitales, no hubo desequilibrio o crisis (Moreno-Villalaz 1997 y 1999).

Adicionalmente, en Chile el exceso de demanda no está totalmente demostrado. Una parte importante del ingreso de capitales aumentó las reservas de banco central, sirvió para pagar mayores intereses sobre deuda externa de la banca, fue utilizado para la inversión en activos, o pagar el mayor costo de importaciones de combustible y bienes de consumo, y en 1981 para cubrir el fuerte aumento en déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos producto de la reducción en ingresos de exportaciones. A su vez, debido a la apreciación del dólar, la tasa de cambio real efectiva fluctuó dentro de un rango relativamente pequeño entre finales de 1978 y mediados de 1980 (ver estimación de Edwards and Cox-Edwards 1987: p. 75), un período con altos ingresos de capitales. Una evidencia importante y contradice el argumento estándar, es que los cambios en los sueldos promedio siguieron de cerca la regla de la indexación en los meses de ajuste decretado, pero eran insignificativos en los otros meses (Cortázar 1983 a y b) – una situación incompatible con un exceso de la demanda. Se hace notar, sin embargo, que en la literatura del caso chileno no se discute el mecanismo de transmisión de un exceso de demanda por bienes a un exceso de demanda por factores, ni la persistencia del alto desempleo a pesar de un significativo programa de emergencia del gobierno, y la presunta excesiva demanda efectiva.

Entre mediados de 1979 y el segundo trimestre de 1981 la tasa de inflación en Chile fue más del 30 por ciento anual, pero solamente 13.5 por ciento en Estados Unidos. Esta diferencia se puede explicar en gran parte como una consecuencia del mecanismo de indexación existente. En este período en Chile los salarios, los instrumentos financieros, y los precios de los non-transables estaban indexados a la inflación (ex post, siguiendo los cambios del IPC), lo que indujo una inflación más alta al validar la inflación previa (que era mayor en Chile). La fórmula de indexación generó inercia en el nivel de precios, donde “la inflación respondía poco a políticas contraccionarias” (Corbo y Fischer, 1994, p. 53) o “era rígida hacia abajo” (Dornbusch y Edwards, 1994), lo que retrasaba la convergencia de la inflación de Chile a la de Estados Unidos; como se esperaba.

La inercia, sin embargo, no explica la mayor inflación chilena, la que estuvo relacionada al mecanismo de indexación. El mecanismo de indexación creaba un efecto secundario, vía una segunda y tercera vuelta, que ampliaba cualquier impulso de precios. Esto fue importante en 1979 y 1980 debido al fuerte aumento de los precios del petróleo, que se duplicaron. En este escenario, al compensar los salarios y los non-transables se indujo en Chile una mayor inflación que en Estados Unidos, más aún considerando que estos eventos se incorporaban a la expectativa inflacionaria; y además se distorsionaron precios relativos. Una simulación de la inflación chilena, indexando o

no el aumento del precio del petróleo, explica gran parte de la mayor inflación como un efecto de la indexación. Para que la indexación fuera neutral, similar a la de Estados Unidos y sin afectar los precios relativos, era necesaria una inflación inicial baja y un proceso inflacionario uniforme posteriormente, lo que no fue el caso en Chile. En contraste en Panamá y Estados Unidos durante 1980-81, sin indexación, la inflación fue del 10 al 12 por ciento anual, los salarios reales y el precio relativo de los no-transables disminuyeron lo que contribuyó a limitar la inflación; en cambio en Chile los salarios reales promedios aumentaron.

En cuanto al desarrollo de las tasas de interés para préstamos, en 1980 las mismas fueron altas en términos nominales o su equivalencia en dólares, superiores al 40 por ciento, aunque eran bajas en términos reales debido a la alta inflación; esto a pesar que la tasa LIBOR estaba entre 12 y 15 por ciento anual. La tasa real de interés<sup>20</sup> a depósitos bajó al 6 por ciento entre 1979-II y 1980, pero era mayor al 15 por ciento para préstamos. El margen entre las tasas activas y pasivas era de 20 puntos porcentuales en 1979, aunque bajó a 10 puntos en 1980-81 (Edwards y Cox-Edwards, 1987, 63-64). Se hace notar que la indexación de instrumentos financieros denominados en pesos, la alta inflación y una tasa de cambio fijo se transfería a altas tasas equivalentes en dólares. El alto margen entre tasas a préstamos y depósitos era el resultado de insuficiente competencia (por falta de integración financiera) y altos costos de transacción. En efecto, la segmentación del mercado financiero, en pesos y en dólares, por falta de integración financiera, requería que hubiera arbitraje, y múltiples transacciones, lo que aumentaba el costo de transacciones (Sjaastad, 1984).

En el primer semestre de 1981 la tasa de interés (real) a préstamos subió a 40 por ciento (55 por ciento equivalentes en dólares), lo que era un dilema, ya que era incompatible con la liberación financiera y los altos flujos de capital. En ese año, sin embargo, la pérdida de reservas por el Banco Central disminuyó la base monetaria. Para compensar la merma de recursos internos, que eran el respaldo a su deuda externa, los bancos se vieron obligados a competir fuertemente para retener depósitos locales, lo que subió las tasas de interés, y aumentar su endeudamiento externo para cubrir falta de liquidez. Estos eventos, junto con un aumento en las tasas de interés internacional y la baja en la tasa de inflación, explican el aumento en el interés real en 1981, quizás reforzado por un posible aumento en las expectativas de devaluación o percepción de mayor riesgo (según Edwards y Cox-Edwards, 1987). Para varios autores el aumento en la tasa de interés real, y no la apreciación en el tipo de cambio real o problemas del sistema regulatorio, fue la causa principal del colapso del sistema financiero y de la crisis económica de Chile (Sjaastad, 1984).

A partir de 1981 el cambio en la política monetaria americana, y otros eventos internacionales, produjeron un severo choque externo a la economía chilena. El aumento del precio del petróleo y la reducción del precio del cobre, hizo que el índice de los términos de intercambio chileno pasara de 72 en 1979 a 56 en 1981, equivalente a una pérdida del 20 por ciento en los ingresos por exportaciones. Las tasas LIBOR aumentaron 4 a 6 puntos porcentuales a partir de 1980, el dólar se apreció (lo que apreciaba el peso debido al tipo de cambio fijo con el dólar), y la crisis de deuda de México redujo el flujo de fondos a mercado emergentes. Estos acontecimientos fueron factores importantes en la crisis económica de 1981-82 (Wisecarver 1983, Sjaastad

---

<sup>20</sup> Calculadas ex post.

1984, Harberger 1985, Friedman 1992). No obstante, los desequilibrios subyacentes, que se describen a continuación, habrían expuesto a la economía a una mayor vulnerabilidad.

Una mejor explicación de la crisis Chilena tomaría en cuenta el choque externo, pero agrega el papel crítico desempeñado por problemas en el entorno económico. Este ensayo usa un enfoque que enfatiza las inconsistencias entre arreglos económicos, distorsiones en los macro-precios, y falta de un mercado competitivo en la banca, así como su efecto en incentivos y decisiones - en vez de explicaciones basadas en exceso de demanda y deficiencias en el sistema regulatorio.

En Chile, la política seguida, particularmente como resultado de la indexación, dio lugar a distorsiones en los salarios reales, en el tipo de cambio real, en la tasa de intereses real, y en el precio de los activos; es decir en todos los macro-precios. Estas distorsiones de precios crearon un edificio de incentivos falsos a los participantes en el mercado – inversionistas domésticos y externos - que afectaron sus decisiones de inversión y endeudamiento. *Los precios falsos inducían decisiones equivocadas*. Esto era claro en los mercados financieros, donde el diferencial de intereses entre transacciones en pesos y en dólares, y las altas ganancias de capital, crearon incentivos para efectuar inversiones arriesgadas y con alto apalancamiento, principalmente compra de empresas, acciones y activos existentes, decisiones que no obstante fueron validadas temporalmente por el aumento en el valor de los activos.

En Chile las ganancias de capital generaban utilidades no realizadas que hacía rentable a las empresas de los conglomerados o “grupos”, a pesar de un rendimiento operacional mediocre (Gálvez y Tybout, 1985). El modelo financiero se auto-replicaba. Los préstamos eran usados para comprar empresas o acciones, lo que contribuía a aumentar sus precios, generando mayores utilidades por el aumento en el valor de la firma, lo que a su vez era la garantía de la deuda con el banco. En efecto, el índice de la bolsa se cuadruplicó entre 1978 y 1980 (más que se triplicó en dólares), el precio de una vivienda llegó a ser más alto que en Washington (según Lüders, 1984, p. 69), un escenario que no se podía sostener y que varios autores describen como una burbuja financiera (Arellano, 1983, Barandiarán, 1983). Esto hacía que el riesgo percibido fuera bajo, reforzado por expectativas muy optimistas (eufóricas) sobre la economía, producto del éxito del modelo de liberalización. Lo que justificaba continuar ampliando las operaciones financieras, pero efectivamente con un alto apalancamiento y mayor riesgo. Como resultado, la deuda del sistema bancario pasó de \$660 millones en 1977 a \$3497 millones en 1980, y en 1981, producto de la crisis bancaria, este nivel llegó a \$6516 millones, (Edwards y Cox-Edwards, 1987). A su vez, se eludían las normas regulatorias en diferentes formas, lo que era razonable dado los altos incentivos existentes en operaciones financieras aun de alto riesgo.

La distorsión de precio e incentivos conducía al sobre endeudamiento y manejo ineficiente del riesgo, lo que generaba una precaria y frágil situación de los bancos y de las firmas, con vulnerabilidad de la economía. Esta situación hizo crisis con la fuerte subida en intereses reales en 1981, y los precios de los activos financieros y las acciones no se ajustaron por indexación debido a la baja en la inflación, llevando a los bancos a la insolvencia. El énfasis en el análisis de la crisis bancaria chilena se debió poner en el efecto de distorsiones en incentivos, en vez de fallas regulatorias que eran de menor importancia relativa.

A pesar de una orientación ideológica en favor del mercado libre, algunos mercados importantes en Chile no fueron organizados bajo estos principios, en particular el sector bancario y el mercado laboral. Wisecarver indicó "...los dos problemas mayores ---- desocupación y la crisis financiera – sucedieron precisamente en los dos sectores donde no se aplicaron los principios de mercado libre y propiedad privada" (1983, p. 98). El mercado financiero estaba segmentado según el tipo de instrumentos (en peso o en dólares), con restricciones en el movimiento de capital, sin libertad de entrada en la banca, insuficiente competencia y una pequeña participación de bancos internacionales. Los bancos locales estaban administrados por banqueros con poca experiencia y se usaron para hacer "prestamos relacionados". Estos problemas se debieron evitar, mediante la entrada de bancos internacionales y una organización bancaria de mercado competitivo. La integración financiera, sin indexación del aumento de precios del petróleo, hubiera reducido los diferenciales de intereses entre transacciones en peso y dólares, eliminando los incentivos para asumir altos riesgos.

Otro factor que hizo a la economía chilena vulnerable fue la existencia de inconsistencias ente el esquema de indexación y el tipo de cambio fijo --- "dos *numeraires* que eran mutuamente inconsistentes o dos anclas en el nivel de precios" (Sjaastad 1984). Efectivamente, la rigidez introducida por el esquema de indexación, al nivel macro, invalidaba la flexibilidad de precios relativos al nivel micro producto del mecanismo de liberación de mercado.<sup>21</sup> Otro ejemplo de arreglo económico inconsistente fue el tener un tipo de cambio fijo en una economía con alta volatilidad en sus términos de intercambio y concentración en sus exportaciones.<sup>22</sup>

Contrastando las experiencias de Panamá y Chile se observa claramente la interrelación entre distorsiones de precios, arreglos económicos inconsistentes y desequilibrios macroeconómicos. A su vez se pone en duda la interpretación de la experiencia chilena como un fracaso del mercado, y se cuestiona la validez de las inferencias y políticas recomendadas, que estuvieron condicionadas a la existencia de distorsiones. Así mismo, no se respalda la idea de que la experiencia chilena mostraba que los bancos son "inherentemente ineficientes" en el manejo del riesgo por lo que requieren "una regulación efectiva" (McKinnon 1989, siguiendo a Stiglitz, 1993). Por otra parte la experiencia Chilena muestra que distorsiones en mercados financieros y en precios claves pueden descarrilar un modelo de oferta monetaria endógena (similar a una Caja de Conversión), y a su vez que el mecanismo de transmisión de desequilibrios se asemeja al postulado por el pensamiento de la escuela austriaca. En el caso de Panamá las distorsiones de precios afectan el crecimiento, la eficiencia y las exportaciones, pero no generan desequilibrios macroeconómicos posiblemente porque no afectan el nivel del gasto, el endeudamiento neto, o la cantidad de dinero.<sup>23</sup>

Los fenómenos de distorsiones de precios, inconsistencias en arreglos económicos, y falta de integración financiera también fueron factores importantes en la crisis "Tequila" de México en 1994. y la crisis de convertibilidad de Argentina en 2001.

<sup>21</sup> Posteriormente y al presente Chile mantiene la indexación, pero dentro de un régimen de cambio flexible y una política monetaria para mantener una inflación baja, lo que transfiere el ajuste a variaciones cambiarias, sin los desequilibrios previos.

<sup>22</sup> Desequilibrios macroeconómicos productos de inconsistencias tienen como antecedente la inconsistencia en el tiempo por retardos en las decisiones monetarias, o las inconsistencias entre la política fiscal-monetaria y el equilibrio interno-externo.

<sup>23</sup> Sin embargo se necesita un estudio comprensivo del modelo macroeconómico panameño. .

Las inconsistencias y distorsiones de precios indujeron, como en Chile, decisiones equivocadas y un manejo ineficiente del riesgo por actores internos y externos. En estos países, además, hubo una serie de eventos políticos y económicos importantes, incluyendo choques externos, inconsistencias en las políticas seguidas, la existencia de sectores no de mercados y vulnerabilidad debido a altos niveles de deuda (pública y privada). Las crisis en cada caso se presentaron con una significativa devaluación, suspensión de pagos de la deuda pública y colapso del sistema bancario.

En México antes de 1994 el “Pacto” era un arreglo inconsistente que administraba los macro-precios, y generó una inflación mayor que la de Estados Unidos, un salario real constante en pesos pero creciente en dólares, y una devaluación menor que la inflación (revaluando el tipo de cambio real). Además, la alta tasa de retornos en dólares, para acciones, depósitos y valores los hizo atractivos para inversionistas americanos, en particular pensando que cualquier riesgo estaba cubierto por el retorno extra, y la confianza que se tenía en el marco de una política económica de apertura y el tratado de libre comercio con Estados Unidos; esto resultó en una gran afluencia de inversión financieras. La sobre-valoración, altos salarios relativos, y la disponibilidad de fondos, crearon incentivos para hacer las empresas más capital-intensivas y el sobre-endeudamiento. Estas decisiones eran correctas al nivel micro, dados los precios vigentes, pero inconsistente e incorrectas al nivel macro. A su vez, la re-privatización de la Banca se hizo sin la participación de la banca internacional, y sin crear un mercado competitivo. Dado que la nueva administración bancaria no tenía experiencia, conjuntamente con un entorno regulatorio poco desarrollado, y previas experiencias de respaldo a empresas en quiebra, se indujo un manejo ineficiente del riesgo por las empresas, los bancos e incluso el consumidor.

En Argentina la falta de coherencia entre los arreglos institucionales jugó un papel importante en los des-balances de la economía. Entre estas inconsistencias podemos mencionar: a) Una economía cerrada con altas tarifas (25 por ciento) al comercio fuera del Mercosur, lo que resultó en exportaciones menores al 10 por ciento del PIB; b) un régimen de cambio fijo con el dólar en una economía integrada al Mercosur, violando las “condiciones de Mundell” para una óptima unión monetaria. A su vez, la apreciación de la moneda en 25 por ciento durante 1991-93 indujo un desajuste en el tipo de cambio real, que se hizo aparente al devaluar Brasil; c) Una economía en pesos pero con deuda en dólares (*liability dollarization*), que como ha sido indicado por varios autores, era una falta de concordancia monetaria (*currency mismatch*), que exponía a la economía a una mayor vulnerabilidad; d) La economía Argentina mantenía muchas rigideces, en el comercio externo, salarios, precios, mercado laboral, gasto público, ingresos fiscales, lo cual no era compatible con un régimen de cambio fijo; e) El estatuto de la convertibilidad en Argentina mantuvo la posibilidad de una política monetaria activa, la cual se ejerció, lo que era inconsistente con una Junta de Conversión (Hanke, 2003). La literatura de la crisis Argentina sobre-enfatiza los eventos y problemas de las políticas económicas seguidas, en particular des-balances en las políticas monetarias y fiscales. Si bien estos aspectos fueron importantes, se debe dar mayor relevancia a la gama de arreglos económicos inconsistentes, distorsiones de macro-precios y existencia de sectores no de mercado.

En muchos casos en Latinoamérica los análisis en el período previo a las crisis, pasaron por alto las debilidades en los arreglos económicos. Este descuido fue debido al énfasis en estudiar desajustes en flujos macroeconómicos, en vez del impacto de

distorsiones y sus efectos sobre incentivos y decisiones. Sin embargo, problemas en el entorno económico pueden inducir a decisiones que hacen vulnerable a la economía, situándola cerca a un abismo, y aunque estos factores no sean la causa inmediata de las crisis sí son un factor importante en la intensidad y probabilidad de las mismas.

### **V. Conclusiones.**

El debate sobre dolarización y la arquitectura financiera internacional se concentró en discusiones sobre el régimen de cambios (fijo versus flexible), y el marco de políticas económicas alternas; enfatizando reforzar las instituciones internacionales y mejorar el manejo macroeconómico, de prevención y respuesta a crisis, y el marco regulatorio financiero. No obstante, para algunos países, especialmente países pequeños, la dolarización es una condición necesaria para alcanzar la integración financiera; por lo que el tema es más un tema del mercado de capitales que de régimen de cambio. Ciertos países en vías de desarrollo, aun cuando un régimen de cambio flexible puede ser óptimo en teoría, en la práctica, debido a errores recurrentes en la gestión de las finanzas públicas o de la política monetaria, estarían mejor con la dolarización, dado la estabilidad inherente de dicho arreglo (Calvo, 2000). Dentro de este contexto el caso panameño no ha sido estudiado en forma completa, a pesar de su relevancia<sup>24</sup> (Levy and Sturzenegger, 2003; Salvatore, Dean and Willet, 2003). Esta omisión muestra un sesgo, por parte del Fondo Monetario Internacional y por parte de macroeconomistas en general, debido a su preferencia por un sistema macroeconómico basado en el Banco Central.

Dos posiciones polares prevalecen sobre la organización de una economía o de sus políticas económicas. Uno es el *laissez faire* o "libertad económica", que presume que los individuos toman las mejores decisiones, y "acciones espontáneas colectivas" lograrán los mejores arreglos institucionales. Este enfoque trabaja bien al nivel micro. Una segunda posición es apoyar medidas de política económica --- vía la administración de la macroeconomía o programas gubernamentales --- que se piensa refuerzan la operación de los mercados. Esta posición es apoyada por las instituciones internacionales y por la mayoría de los macroeconomistas.

En Panamá observamos una experiencia diferente, un marco coherente de arreglos económicos que ha creado una solución sistémica, vía sectores basados en un mercado competitivo, arreglos económicos que permiten (*enable*) al mercado trabajar mejor, consistencia entre las instituciones económicas, estabilidad y falta de distorsiones en los precios que afectan a la economía como un todo (los macro-precios). Estos arreglos, incluyendo la dolarización, la integración financiera, la exportación de servicios, el descuento directo de préstamos, generan una eficiente macroeconomía, debido a que se reduce el riesgo financiero y bancario, se evitan des-balances y se fortalece el mecanismo de ajuste hacia la restauración del equilibrio. Ejemplos de políticas similares en otros países incluyen los Acuerdos de Libre Comercio, y la privatización del esquema de retiros en Chile.

La política monetaria moderna y una orientación hacia una macroeconomía administrada conllevan que la tasa de interés o los tipos de cambio, estén determinados por la política monetaria (o incluso sean instrumento de las mismas), más que determinados por el mercado libre. Esto ha resultado en distorsiones de precios que

<sup>24</sup> A su vez, la discusión acerca de Panamá ha estado sesgada, incluso usando información errónea, o discutiendo el señoreaje sin evaluar los costos de oportunidad de los sistemas monetarios alternos.

interfieren en la libertad económica, no debido a modificaciones directas en el conjunto de alternativas disponibles (*the choice set*), sino por su efecto en la relación de intercambio entre alternativas. Este fenómeno de distorsión de precios no es exclusivo de países emergentes, y se observa también en países altamente desarrollados, como Japón y recientemente Estados Unidos, que han mantenido tasas de interés real negativas por un tiempo.

Está claro que aspectos de los arreglos institucionales panameños deben ser parte de la arquitectura financiera de países emergentes, incluso países con regímenes de cambio flexibles; aunque se implementen en forma parcial. Reiteramos que un bien diseñado sector financiero, como en Panamá, con una economía abierta y de mercado al nivel micro, como en Chile, junto a un adecuado régimen de cambio (fijo o flexible), deben sentar las condiciones para resolver los problemas de desarrollo económico. Finalmente, el enfoque de análisis de riesgo basado del entorno, estudiando la interrelación entre arreglos económicos, distorsiones de precios y sus efectos en incentivos, debe ser parte de las herramientas de análisis para la evaluación del riesgo en países emergente. Dicho enfoque complementaría el análisis de riesgo usual, que se basa en la evaluación de flujos macroeconómicos.

## BIBLIOGRAFÍA

Allen, Peter (2000): "Evaluation of Panama Risk by International Markets." En *Annual Economic Report 2000*. Ministerio de Economía y Finanzas, Panamá.

Arellano, José Pablo (1983): "De la liberación a la intervención: el mercado de capitales en Chile: 1974-1983". Colección de Estudios CIEPLAN No. 11 (Dic) pp. 5-49 Santiago, Chile.

Barandiarán, Edgardo (1983): "La Crisis Financiera Chilena". Centro de Estudios Públicos, Documento de Trabajo No. 6, Octubre 1983, Santiago, Chile.

Barletta, Nicolás Ardito, M. Blejer y L. Landou (eds.) (1984): *Economic Liberalization in Argentina, Chile and Uruguay. Applications fo the Monetary Approach to the Balance of Payments*. A world Bank Symposium. The World Bank. Washington, D. C.

Barletta, Nicolás Ardito (1991) "Veinte Años del Centro Bancario y sus Proyecciones." Conferencia presentada en la Universidad del Istmo, Panamá.

Bosworth, B.; Dornbusch, R. y Laban, R., eds. (1994): *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges*. The Brookings Institution. . Washington, D. C.

Calvo, Guillermo A. (2000) The Case for hard Pegs in the Brave New World of Global Finance. In J. Braga de Macedo, D. Cohen, y H. Reisen, eds., *Don't Fix, Don't Float*, Paris: OECD Development Centre Studies.

Corbo, Vittorio (1985) "Reforms and Macroeconomic Adjustment in Chile during 1974–83." *World Development*, 13 (8): 893–916. Washington, D. C.

Corbo, Vittorio y Leonardo Hernández (1996) "Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows: Lessons from Recent Latin American and East Asian Experience," *World Bank Research Observer*, 11, 1 (Febrero): 61-85. Washington, D. C.

Corbo, Vittorio y Stanley Fischer (1994): "Lessons from the Chilean Stabilization and Recovery", en Bosworth, Barry, Rudiger Dornbusch y Raúl Laban, eds: *The Chilean Economy. Policy Lessons and Challenges*. The Brookings Institution, Washington, D. C.

Cortázar, René (1983a): "Políticas de Reajustes y Salarios en Chile: 1974-1982. Colección de Estudios CIEPLAN No. 10, Junio de 1983 pp. 45-64. Estudio No. 71, Santiago, Chile.

Cortázar, René (1983b): "Salarios Nominales e Inflación en Chile 1974-1982" Colección de Estudios CIEPLAN No. 11 Diciembre 1983, pp. 85-111, Santiago, Chile.

Cortés Douglas, Hernán (1983) "Políticas de Estabilización en Chile: Inflación, Desempleo y Depresión, 1975-1982". Cuadernos de Economía, Año 20 No. 60, Universidad Católica de Chile.

- DiPasquale, D. y E. L. Glaeser (1999) "Incentives and Social Capital: Are Homeowners Better Citizens?" *Journal of Urban Economics* 45 (1998): 354-384, Orlando, Florida.
- Dornbusch, Rudiger y Sebastián Edwards (1994): "Exchange Rate Policy and Trade Strategy", en Bosworth, Dornbusch y Labán, editors, *The Chilean Economy. Policy Lessons and Challenges*. The Brookings Institution, Washington, D. C.
- Eichengreen, B. (2001) "Capital Account Liberalization: What Do the Cross-Country Studies Show Us?" *World Bank Economic Review* 15: 341-66, Washington, D. C.
- Edwards, Sebastian y Cox-Edwards, Alejandra. (1987) *Monetarism and Liberalization: The Chilean Experiment*. Ballinger, Cambridge, Massachusetts.
- Edwards, Sebastian (1989) *Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries.*: MIT Press. Cambridge, Massachusetts.
- Frenkel, J. A., y Johnson, H., eds. (1976) *The Monetary Approach to the Balance of payments*. University of Toronto Press. Toronto, Canada.
- Friedman, Milton (1992): "Chile and Israel: Identical Policies, Opposite Outcomes", en Friedman, Milton, *Money Mischief: Episodes in Monetary History*. Harcourt, Brace, Jovanovich, New York.
- Gálvez, Julio y James Tybout (1985): "Microeconomic Adjustments in Chile during 1977-1981: The Importance of Being a *Grupo*". *World Development*, vol 13, No. 8, (Agosto). Pergamon Press. New York.
- Hanke, Steve H. (2003) The Argentine Straw Man: A Response to Currency Board Critics, *Cato Journal* 23 (1) Spring/Summer: 47-57. Washington, D. C.
- Harberger, Arnold (1985) "Observations on the Chilean Economy, 1973-1983." *Economic Development and Cultural Change* 33 (April): 451-62, Chicago.
- Lüders, Rudolf (1984): "Comments" en Barletta, Nicolás Ardito, M. Blejer y L. Landau (eds.), *Economic Liberalization and Stabilization Policies in Argentina, Chile and Uruguay*. The World Bank. Washington, D. C.
- McKinnon, Ronald I. (1989): "Macroeconomic Instability and Moral Hazard" en Brock, P., Connolly M., González-Vega, C. (eds): *Latin American Debt and Adjustment: External Shocks and Macroeconomic Policies*, Greenwood Press, Praeger. New York.
- Moreno-Villalaz, Juan Luis (1992) "Una política o un sistema óptimo" en *Cuba in Transition, Vol. 2*, Asociación para el Estudio de la Economía Cubana. Florida International Univ., Miami).
- Moreno-Villalaz, Juan Luis y Videla, Pedro (1998): "A model of Panama's monetary system as an optimal system" (una versión preliminar fue publicada en Moreno-Villalaz, 1992).

Moreno-Villalaz, Juan Luis (1997): "Lecciones de la Experiencia Monetaria Panameña: Lecciones de una Economía Dolarizada, con una Banca Internacional." Publicado por el Banco Nacional de Panamá, Panamá Sept. 1997.

Moreno-Villalaz, Juan Luis (1999) "Lessons from the Monetary Experience of Panama: A Dollar Economy with Financial Integration." *Cato Journal* 18 (3): 421-439 Washington, D.C.

Moreno-Villalaz, Juan Luis, Fernández, Marco y Allen, Peter (2004): "Como Leer la Balanza de Pagos de Panamá", Informe Económico Trimestral, 2004-I, Ministerio de Economía y Finanzas, Panamá.

Moreno-Villalaz, Juan Luis (2005): "Dollarization and Financial Integration: the Case of Panama", *Cato Journal* 25 (1): 127-140, Washington, D. C.

Mundell, Robert (2003) "Currency Areas, Exchange Rate Systems, and International Monetary Reform" en "*The dollarization Debate*" eds. Salvatore, Dea, y Willet, Oxford University Press.

Salvatore, Dominick, James W. Dean, Thomas D. Willet (eds) (2003): "The dollarization Debate" eds, Oxford University Press, Oxford.

Sjaastad, Larry (1984) "Liberazation and Stabilization experience in the Southern Cone" en Barletta, Nicolás Ardito, M. Blejer y L. Landou (eds.) (1984): *Economic Liberalization in Argentina, Chile and Uruguay*. The World Bank. Washington, D. C.

Stiglitz, Joseph E. (1993): "The role of the State in Financial Markets" in Proceeding of the World Bank Annual Conference on Development Economics, The World Bank, Washington.

Wisecarver, Daniel (1983) "Dogmatismo" y "Pragmatismo" Una década de Política Económica en Chile. Estudios Públicos No. 11 (Invierno) 91-134 Santiago, Chile.