

UNA POLÍTICA O UN SISTEMA MONETARIO ÓPTIMO

Juan Luis Moreno Villalaz

I. Introducción

Después de su liberación e instauración de un gobierno democrático, Cuba tendrá que escoger su política monetaria. Existen dos alternativas para llegar a la mejor decisión. Una es la opción de una política monetaria de transición, de un sistema socialista planificado a una economía de mercado; la otra es tomar la decisión de un sistema monetario óptimo en forma permanente. La primera opción sería un sistema de emisión, con moneda propia. En este caso habría que diseñar una política monetaria adecuada, particularmente para el período de transformación. En la segunda alternativa se establecería un sistema donde la política monetaria sea automática, un sistema endógeno. Este es el caso del sistema monetario de Panamá, en el cual el dólar de Estados Unidos es la moneda de curso corriente y sólo se realizan emisiones fraccionarias de moneda local.

En este trabajo estudiamos, principalmente, lo que podemos aprender de las ventajas y conveniencias del sistema monetario panameño: cómo opera, cuáles son sus ventajas, qué flexibilidad tiene, cuál ha sido la experiencia con desequilibrio externos menores y mayores. También analizamos aspectos teóricos que validan la conclusión de que el sistema es óptimo. Por último se discuten temas relacionados a la ejecución de un sistema similar en Cuba.

II. Cómo opera el sistema panameño

Cantidad de dinero

En el sistema monetario panameño, al igual que en uno de patrón oro o de tipo de cambio fijo, la cantidad de dinero y el crédito en la economía son endógenos y son determinados por los agentes económicos, a través del saldo en la balanza de pagos. Existen dos mecanismos para resolver desequilibrios por exceso de liquidez o falta de la misma. Uno es la oferta/demanda de crédito bancario o el nivel del gasto privado; en este caso el sistema se resuelve vía la actividad económica. Otro es mediante aumento/reducción de la posición internacional neta de la banca comercial, invirtiendo en instrumentos financieros externos o endeudándose. Este último le da gran flexibilidad al sistema.

Equilibrio de la Balanza de Pagos

El sistema contiene un mecanismo de ajuste automático de las crisis de balanza de pagos. Así, por ejemplo, una disminución transitoria en el precio de las exportaciones, reduce el flujo de oferta monetaria (*ceteris paribus*); debido a ello se produce un exceso de demanda dinero (flujos). En el proceso de ajuste esto se traduce \$por Ley de Walras\$ en un exceso de oferta en el resto de los mercados financieros. Entonces las corporaciones, los individuos y el gobierno se deshacen de sus excedentes de activos no monetarios, lo que se traduce en un superávit en balanza de pagos, lo cual compensa el desequilibrio inicial en el mercado monetario. Este tipo de análisis es bien conocido en la literatura de la teoría monetaria en la balanza de pagos.

Si la disminución en el precio internacional del bien importable es percibida como permanente, el ajuste vendrá por una disminución en la demanda por dinero, como consecuencia de que la riqueza del país ha disminuído. Nótese que el ajuste es simétrico para el caso del superávit en la balanza de pagos y opera independiente del tipo de perturbaciones.

Otro mecanismo de ajuste, que le da flexibilidad al sistema y opera como un shock absorber, es mediante

ajuste en la posición neta de activos internacionales del sistema. Cuando existe exceso de flujo de fondos, como en el presente, los bancos reducen su endeudamiento en el exterior y aumentan sus inversiones en el mercado internacional. El crédito comercial de importadores y la posición de empresa multinacionales también contribuye a este proceso.

Inflación

La determinación endógena de la cantidad de dinero y el equilibrio automático de la Balanza de Pagos hace que la tasa de inflación interna converja con el nivel de inflación internacional. Esto impide que la autoridad fiscal local pueda recaudar el impuesto inflación y a la vez, se establece un mecanismo automático de control del gasto fiscal; las políticas expansivas del Gobierno no podrán sobrepasar los mecanismos tradicionales de recaudación impositiva.

La inflación en Panamá, es muy similar a la de los Estados Unidos. Hay diferencias menores en algunos periodos, como a principios de los años 70, debido a los aumentos de impuestos y costos laborales en Panamá. También durante la crisis de finales de los años 80, cuando los precios de los factores disminuyen y la inflación en Panamá fué menor que el nivel internacinal. La inflación internacional, en particular la de los Estados Unidos, se tranfiere a Panamá directamente por el aumento de precios de los productos de importación; pero esto también es el caso para los demás países.

La experiencia de los países latinoamericanos es que se utiliza el sistema monetario como un instrumento de poder político. Primero para establecer un impuesto sin representación, el impuesto inflacionario. Segundo para evadir, en situaciones de crisis, la decisión de quién y cómo se paga el costo de la misma. La inflación se puede transferir el costo a ciertos sectores y agentes económicos, sin que estos lo perciban como una decisión gubernamental. El gobierno resuelve el problema inmediato, emitiendo. Se evade la decisión de quién o cómo se paga el costo de la misma. Posteriormente, se llama al FMI para que este "imponga" medidas de restricción fiscal-monetaria. Los gobiernos no se responsabilizan de las decisiones y de esta forma reducen su costo político de la crisis.

Tasa de interés

La tasa de interés en el sistema panameño converge a la tasa de interés internacional, con un diferencial que refleje el riesgo-país. El hecho que el sector privado determine la cantidad de crédito disponible en la economía, a través de los saldos en la balanza de pagos, garantiza el arbitraje de las tasas de interés. Esta convergencia de tipos de interés establece un marco propicio para la inversión extranjera mediante la eliminación del riesgo cambiario y el establecimiento de reglas claras y estables. En segundo lugar, el arbitraje de tipos de interés elimina la posibilidad de triangulación financiera que conlleva la fuga de capitales. Esto es así, ya que al eliminar la línea de demarcación entre el mercado financiero doméstico y el internacional, los incentivos para la fuga de capitales se eliminan.

Al abrirse el mercado de capitales (como pasó en Panamá y en Chile) se hace atractivo invertir en el país y los bancos piden prestado en el exterior para fianciar proyectos locales. Los panameños no tienen fondos líquidos en el exterior, o sólo los tienen por razones de diversificación de portafolios.

La tasa de interés real positiva es considerada uno de los componentes más importantes para una política de desarrollo. Hay que indicar, también, que el sistema incluye libre movilidad de capitales. Esto es un elemento importante para atraer inversión extranjera. No es solamente que no hay riesgo cambiario, sino que no existe restricciones al retiro de utilidades o movimientos de capital. Esta es una de las características más destacadas y beneficiosas del sistema monetario panameño.

III. Los beneficios del sistema panameño

Los beneficios del sistema se miden a través de las decisiones que el mismo induce o los errores que no se realizan. Decir, únicamente, que el sistema monetario panameño logra estabilidad monetario y no hay riesgo cambiario, no aclara el significado, alcance y las implicaciones de su operación.

Autoregulación de las finanzas y decisiones del gobierno

Uno de los principales beneficios del sistema monetario panameño es su efecto en las decisiones del sector público. El Gobierno sabe que la limitación de ingresos (budget constraint) es efectiva. Si no hay dinero no se puede gastar. El gasto público es igual a los ingresos fiscales más los créditos adquiridos. No se puede resolver el déficit fiscal mediante mayor gasto financiado con emisión monetaria. En años anteriores, en menor escala, el Gobierno financió inversiones en construcciones con bonos a contratistas. Pero la experiencia indicaba que eso era muy costoso.

La costumbre en Panamá es no subsidiar directamente. Aún en un Gobierno populista, como fue en el caso de Torrijos, se subsidiaba la electricidad y el agua de las poblaciones de menor ingreso mediante el sistema de "subsidios cruzados". Esto es, al precio de la energía y del agua potable se adicionaba un sobre costo para compensar el subsidio a barriadas marginadas. Esto también se hizo manifiesto en la estructura de precios de los productos derivados del petróleo, donde se "subsidia" al diesel (con un impuesto muy bajo), se subsidiaba al transporte público y se subsidiaba al gas licuado esto se financia con recargos a los otros productos. En el caso del sistema telefónico se recargan la llamadas al exterior y al interior y se subsidiaba la tarifa básica y los teléfonos públicos. Otro ejemplo reciente son los subsidios a los jubilados, que se han hecho con recargos a las empresas privadas mediante una ley que determina descuentos en servicios cargados al sector privado y con nuevos impuestos que financian un fondo especial. Se han dado subsidios en la tasa de interés al sector agropecuario, pero compensados con recargos a los intereses en los préstamos comerciales.

En Panamá, no se han dado subsidios directos a precios de productos. En otras palabras, los subsidios existen pero son autofinanciables, de forma que no produzcan desequilibrios financieros, lo que es común cuando se puede emitir para financiar subsidios.

Las empresas estatales tienden a ser autofinanciables, con altos precios si es necesario. El precio del agua, del cemento, de la electricidad es alto, muy superior a los precios de la región. Cuando se registró un proceso inflacionario no existió dificultad política para aumentar el precio de la electricidad automáticamente. El público se acostumbró a la idea, de que no puede haber gastos si no existen los recursos con que pagarlos.

Cabe recordar la experiencia de países de la región, donde hubo subsidios a productos, la harina en Chile, el maíz en México, alimentos en Perú, el subsidio a los ferrocarriles en Argentina. Todo esto produjo substanciales déficits públicos, lo que a su vez incide en desequilibrios monetarios. En Panamá la existencia de un sistema monetario endógeno conduce a una forma de comportamiento que implica una racionalidad de mercado, lo que se convierte en "lo normal", aún en gobiernos poco conservadores financieramente.

Durante muchos años los gobiernos en Panamá confeccionaban un presupuesto donde los ingresos corrientes se utilizaban para cubrir los gastos de operaciones de las entidades públicas. La mayor proporción del programa de inversiones se financiaba con fondos de las instituciones financieras internacionales y la contrapartida como préstamos de la banca privada internacional.

Cuando existe una caída de ingresos o los mismos son menores que lo estimado en el presupuesto, inmediatamente se toman previsiones para corregir el déficit potencial. Lo que es imposible en otras partes, incluso en los Estados Unidos, es fácil en Panamá. Como asesor de varios gobiernos tengo la

experiencia de saber que cuando no existían recursos, se realizaban los correctivos sin mayores traumas políticos. Proyectos o empresas deficitarias son detectados y corregidos de inmediato, como pasó con la extralimitación de los fondos en el proyecto de construcción de viviendas, la Caja de Seguro Social en 1982. Las restricciones financieras incluso coadyuvan a correcciones estructurales como la reciente reforma al sistema de seguridad social.

Cuando hay que recortar el gasto esto generalmente significa una drástica reducción en los gastos discrecionales, que en la práctica son los gastos de inversión. También se congelaban gastos de viajes, los nombramientos, no se realizan ascensos o aumentos de salarios (excepto los decretados por ley). Pero también se han hecho correcciones mayores, por ejemplo, cuando las empresas tienen déficit imprevistos, o cuando se cerró un ingenio o se reduce la zafra azucarera.

En esencia el sistema monetario panameño impone al gobierno una racionalidad de mercado versus la racionalidad de los políticos, en sus decisiones de política monetaria. La constricción presupuestaria (*hard budget constraint*) se hace real.

El costo de operar el sistema

¿Cuál es el costo real del sistema? ¿Cómo se compara con el costo de un sistema de emisión? El costo principal del sistema panameño es el costo de señoreaje pagado a los Estados Unidos y a la pérdida de ingresos de intereses por el uso de dólares como circulante. Comparativamente, el costo de un sistema con emisión es el diferencial de interés recibido por las reservas internacionales (que puede ser cero) y el que se tendría si se invirtieran estos recursos.

Una comparación de ambas situaciones para Panamá, asumiendo que el rendimiento de las inversiones es 10%, y el rendimiento de las reservas internacionales es 4%, es la siguiente.

Costo de un sistema de emisión fiduciaria

Valor de las Importaciones (en dolares E.U.) 1650.0
Reservas Internacionales (10 meses) 1375.0
Rendimiento Promedio Normal de las mismas 4%:
Costo (10%-4%) x Cantidad de Reservas 82.5

Costo Estimado del sistema actual:

Estimación de Cantidad de Circulante en dólares 400.0
- (Con un PIB de \$5.0 billones)
- Aumento anual del mismo 5%

Costo del sistema 60.0
-10% del Circulante 40.0
Señoreaje 20.0

Diferencial de Costo Directo

Se hace notar que la cantidad de reservas internacionales que Panamá tendría en un sistema de emisión es muy superior a la cantidad estimada de dinero efectivo circulante. Algo que no es comúnmente reconocido en Panamá.

Existen otros componentes de costos directos del sistema. Las pérdidas por destrucción de billetes, costos de tramitación por la sustitución de billetes. En un sistema de emisión hay costos de impresión de los billetes y existe el costo de operación del Banco Central. Estos costos extras hacen el costo directo de un sistema con emisión mayor que el de un sistema endógeno.

Por otra parte, el sistema panameño tiene beneficios adicionales. Existen servicios financieros, desde atraer depósitos de particulares de países con alta inflación, hasta el manejo de fondos de mercados negros. Estos servicios generan ingresos adicionales para el país.

La falta de comprensión del sistema monetario panameño se manifestó en el estudio de la CEPAL sobre la economía panameña en los años cincuenta. En dicho estudio se propuso que se emitiera dinero y que el ahorro de divisas (usadas como circulante) financiara un programa de inversiones. La realidad es todo lo contrario; el establecimiento de emisión requiere mantener más reservas de divisas, no menos.

Excedentes de recursos

Durante la segunda guerra mundial Panamá, como otros países latinoamericanos, acumuló un exceso de reservas internacionales. Las exportaciones de servicios al Ejército Sur de Estados Unidos fueron enormes, se estableció una multiplicidad de bases, a esto se agregaba el efecto del cruce del Canal por la flota americana hacia y desde el Pacífico. Las dificultades de gasto en productos importados resultó en acumulación de depósitos y riqueza, lo que también pasó en los otros países de la región.

Pero aquí existe una diferencia importante; esta acumulación estaba en manos privadas en forma de depósitos en la banca local, y en el sector financiero privado en forma de exceso de liquidez. En este sentido se puede decir que el sistema está privatizado. En cambio en los otros países de la región, esta riqueza se convirtió en propiedad del Gobierno, en forma de exceso de reservas internacionales del Banco Central.

Durante la crisis de 1987-89 se retiraron locales del sistema bancario de Panamá. Al reabrirse el sistema bancario estos fondos regresaron. Esto contrasta con la situación de otros países de la región, como México y Argentina, donde se mantuvieron cifras enormes depositadas en el exterior y posteriormente, pese a mayor estabilidad e incluso la introducción de depósitos en moneda extranjera, no han regresado sino una porción de estos activos.

El sistema frente a la crisis menores

En varias ocasiones el sistema se ha enfrentado a crisis menores. Cabe preguntarse qué mecanismos de ajuste existen en dichos casos. ¿Reducción súbita de exportaciones se transfiere a reducción de la cantidad de dinero, generando fluctuaciones mayores en la economía? ¿Tiene el sistema algún mecanismo de ajuste?

Podemos investigar la experiencia del 1964, donde debido a un conflicto en la Zona del Canal existió una crisis política seria, que culminó con la ruptura de relaciones diplomáticas con Estados Unidos, y se registró una reducción temporal de ingresos de exportación. Los depósitos en el sistema disminuyeron de \$136.3 millones en Diciembre de 1963 a \$114.1 millones en Marzo de 1964.

Pero el sistema monetario reaccionó financiando la salida de fondos locales con préstamos del exterior. Así, a pesar que depositantes extranjeros redujeron en B/12 millones su nivel de depósitos durante el año 1964, el sistema aumentó su flujo interno disminuyendo sus activos externos en B/16 millones y aumentando sus pasivos internacionales (depósitos de bancos extranjeros y otros) en \$18 millones. Como resultado de ello, a pesar de la crisis, la economía creció en 4.4% y no se agravó la inestabilidad interna.

En este proceso de intermediación financiera se nota la importancia de bancos internacionales, que tienen acceso inmediato a fondos de financiamiento de corto plazo. La existencia de una banca internacional perfecciona la operación del sistema y le da más competencia al mercado bancario interno.

Una segunda circunstancia, con resultados similares fue en 1973-74 con la fuerte alza en el precio del petróleo. De no existir un ajuste inmediato para pagar este gasto se hubiese tenido que reducir el gasto interno fuertemente. Los individuos y/o empresas reaccionaron al problema inmediato, bajando su liquidez y endeudándose, la banca acomodó esto, a su vez, financiando en el corto plazo con fondos externos. En 1973, la banca aumentó su financiamiento a la economía panameña en \$427 millones, pero no hubo financiamientos después.

Se puede decir que el mecanismo de mercado resolvió adecuadamente el primer problema de la crisis del petróleo: no producir un shock inmediato por falta de liquidez. A su vez se empezó un mecanismo de ajuste automático. El Gobierno transfirió el aumento internacional del petróleo a los precios internos. Esto no fue un problema político, como en otras partes, porque era claro que no había alternativas. De esta forma se introdujo un efecto precios (*price effect*), pero sólo al petróleo y derivados, que fueron los productos que subieron de precios relativos. La inflación en Panamá fue similar a la de los Estados Unidos, de 1972 a 1975 el índice de precios en Panamá subió en 31.6% y en Estados Unidos 28.5%.

En otros países las políticas de ajuste de precios no fueron necesariamente las más adecuadas. Algunos propusieron el ajuste o incluso subsidiaron el precio del petróleo. En muchos casos hubo devaluaciones nominales y reales, creando distorsiones en precios relativos de los bienes transables. Es decir políticas cambiarias y macroeconómicas introdujeron distorsiones de precios relativos a una clase de productos, cuando esto no estaba pasando a nivel internacional. Además la inflación interna fue muy superior a la inflación mundial.

El otro factor fue el ajuste monetario. Por un lado el sistema proveyó recursos financieros a corto plazo, pero temporales. Por lo tanto, automáticamente se inició un proceso de ajustes paulatino del nivel de gasto privado y público. El ajuste era inevitable, el mecanismo se ejecuta sin la intervención de las autoridades monetarias. Esto se hizo sin inflación adicional, sin una crisis interna. El proceso es óptimo.

En ambos casos la experiencia indica que no se necesitan reservas internacionales, o la intervención del gobierno o la intermediación del FMI para resolver problemas temporales de Balanza de Pagos. Las disponibilidades de créditos de la banca, en particular de bancos con casas matrices internacionales, y de los empresarios crean mecanismos de ajuste de mercado. Hay una reserva potencial, una fuerza cinética disponible, un mecanismo de absorción de los choques (*shock absorber*).

El ajuste se hace en la dirección correcta y probablemente en la velocidad adecuada, es un proceso óptimo. En todo caso, un proceso mucho más eficiente que la alternativa: la política macroeconómica, monetaria y de cambio de los gobiernos de la región frente a crisis externa.

El sistema frente a crisis mayores

Durante 1987-1989 Panamá experimentó una crisis política y económica sin precedentes. El proceso empezó con revelaciones sobre crímenes perpetrados por la dictadura militar contra dirigentes políticos. Con anterioridad habían protestas y se acentuaron los conflictos con el gobierno de Estados Unidos y grupos del sector privado.

Durante 1987 sucede la primera crisis y se retiran \$185 millones de depósitos privados internos. Respecto al manejo de la deuda, el gobierno acuerda con los bancos internacionales pagar su servicio en forma retrasada, se suspendió el pago de la deuda con la banca oficial internacional y se paralizó el programa de inversiones.

La banca privada panameña mantenía altos niveles de reservas líquidas, cercanas al 30 al 40% de sus activos. Estas reservas se depositaban en bancos extranjeros en Panamá. Como en ocasiones anteriores, la banca trajo dinero a Panamá y no se produce un colapso del sistema bancario, a pesar de condiciones políticas, de la crisis fiscal y de las perspectivas muy desfavorables.

La contracción financiera paralizó la actividad de la construcción, un importante sector empresarial de la economía panameña. Por falta de demanda bajan las ventas y se reducen los inventarios y las importaciones. La economía empieza a sentir el efecto de una crisis. Dado el crecimiento que existía hasta mediados de año, los efectos de la crisis no se registran en sus verdadera magnitud en las cifras anuales.

La segunda etapa de la crisis sucede a principios de marzo de 1988. El gobierno de los Estados Unidos aplica sanciones económicas contra el gobierno de Panamá. Esto incluye restricciones a las empresas americanas para el pago de impuestos, suspensión de los pagos al gobierno por la operación del Canal, poner a la ciudad de Panamá fuera de límites para los soldados, retiro de americanos residentes, amenazas de fuerza militar.

Ante presiones de retiro de dinero en la Banca se cerró el sistema bancario por mes y medio. Cuando se reanudaron sus operaciones se trabajó en forma condicionada, con la suspensión de la obligatoriedad de pagar los depósitos locales. El gobierno autorizó a los bancos, en forma voluntaria, la emisión de certificados de depósitos e inversión (CEDIS) contra los depósitos restringidos; algunos bancos aceptaban los mismos como amortización de deuda.

El efecto en la economía fue inmediato. Por un mes no operaron los bancos. No había crédito, todas las actividades ligadas al mismo prácticamente se suspendieron: venta de autos, muebles, bienes duraderos. La industria de la construcción se paralizó. La industria de materiales de construcción quedó operando a un nivel mínimo. La economía decreció en un 16% en 1988.

El sistema y el mecanismo de ajuste en estas circunstancias extremas fueron:

i) Al momento de la crisis no existía una bolsa de valores en Panamá. De todas formas se transaban documentos financieros y había un mercado de propiedades y tierra. La crisis afectó los precios de dichos bienes y documentos reflejando las expectativas y los desajustes sectoriales.

Los CEDIS de los bancos americanos se vendían con un 5-8% de descuento, el de los bancos nacionales entre el 15 al 20% de descuento. Una excepción fue el de un banco local importante pero identificado con la oposición al gobierno, el descuento en este caso llegó al 30%.

Los bonos del gobierno, que se vendían al 80% se descontaron al 50% durante la crisis. Los pagarés (a 6 meses un año) se descontaban al 15% de su valor.

Los agentes de propiedades y firmas de avalúos acordaron, lo que fue aceptado por la banca, un "factor de descuento por crisis". Esto descontó el valor de los edificios en los barrios de lujo entre un 25 al 33%, las propiedades de clase media alta entre un 15 al 20% y las de nivel medio entre un 10 al 15%.

El valor de las tierras, en muchos casos disminuyó en 30-40%. La baja en el precio de venta de las tierras en Panamá no fue una baja del precio de la tierra, sino el efecto de liquidación de propiedades pignoradas, cuando no había compradores. Inversionistas con proyectos de vivienda en vías de desarrollo, que tenían deudas con los bancos por la construcción de infraestructura y la compra de la tierra para sus proyectos, tuvieron que liquidar para pagar intereses o mantenerse el resto de la propiedad. Como, temporalmente, no había demanda el precio de liquidación fue bajo. En una crisis existen actores particulares que tienen dificultades para ajustarse, principalmente por su endeudamiento.

De esta información y de conversaciones durante y después de la crisis, podemos colegir que no hubo pánico, que las expectativas de pérdidas de riqueza por la crisis eran entre el 15-20% en términos reales. En algunos casos, dado que se estaba en medio de un "boom" de construcción, los precios pre-crisis eran algo especulativo y se ajustaron mas fuertemente. A pesar de lo que estaba pasando no hubo crisis de expectativa. El sistema monetario evitó inestabilidad en las expectativas en este sentido sirvió de mecanismo estabilizador.

Un elemento importante en el problema de la crisis es la situación de actividades con alto grado de exposición (exposure): construcciones en proceso, desarrollista, etc., que tienen fuertes compromisos financieros y pocas alternativas. Estos incurren en pérdidas mayores. Aún para estos grupos la pérdida de riqueza "en dolares" y las pérdidas de capital resultado de la crisis fueron menores que las que crea una devaluación cuando se tienen compromisos en moneda extranjera. Nuevamente el sistema monetario panameño evitó pérdidas mayores debido al efecto de la devaluación en el valor de los pasivos en dólares.

ii) El sistema ajustó el nivel de gasto, principalmente la reducción de ingresos, pero tambien ajustó más el gasto en importaciones. Las importaciones bajaron de \$1,637 millones en 1987 a \$1,082 millones en 1988 aunque sin una devaluación que cambiara fuertemente los precios relativos.

El ajuste en el gasto de consumo se hizo mediante la reducción del gasto en los bienes duraderos, que se compraban al crédito (autos, aparatos domésticos) y el gasto en artículos no indispensables y de lujo, en ambos casos con un alto contenido importado. Además la baja general de inventarios redujo la demanda por importaciones y se registró una importante reducción del gasto en inversión.

Gran cantidad de empresas y personas quedaron en quiebra virtual, una especie de *Chapter 11* masivo. Los bancos liquidaron a ciertos negocios pero se abstuvieron de provocar quiebras masivas. Los bancos americanos, quizás presionados por su gobierno, fueron más estrictos.

iii) El sistema demostró capacidad de ajuste en precios. El mercado de viviendas de alquiler sufrió una caída con la retirada de los americanos y extranjeros. Pero cambios en precios hicieron que estos apartamentos se alquilaran y se eliminara el excedente de apartamentos que se creó al iniciarse la crisis.

Los edificios de alquiler de lujo se ajustaron al mercado. Hubo una gran salida de americanos, algo más de 3,500 personas, además de japoneses y otros extranjeros. Quedó un excedente de apartamentos de lujo, lugares que se alquilaban a \$1,200 antes de la crisis se alquilaron a \$700-800 durante la crisis. Pero esto logró crear suficiente demanda como para absorber el excedente disponible. El nuevo alquiler, me informan, era cercano a lo que el dueño le pagaba al banco entre amortización e intereses.

Los sindicatos negociaron reducción de salario (incluso modificaciones de convenciones colectivas), se aceptaron reducciones en el número de horas de trabajo e incluso reducción de la fuerza laboral. También hubo reducción de salarios de empleados públicos, aunque en menor escala. Durante la crisis el nivel de salario real bajó como puede verse en el Cuadro 1 por la reducción de la mediana de salario en distintos sectores.

Cuadro1. Panamá: Mediana de salario semanal, hombres, area metropolitana (Dólares)

| Rama de Actividad | 1987 | 1988 |
|-------------------------|------|------|
| Industria Manufacturera | 72.4 | 69.2 |
| Construcción | 72.4 | 66.7 |
| | | |

| | | |
|--------------------------------|-------|------|
| Comercio y Restaurantes | 62.9 | 56.8 |
| Establecimientos Financieros | 86.6 | 80.7 |
| Servicios Sociales | 106.9 | 99.9 |
| Servicios de Diversión | 75.6 | 67.3 |
| Servicios de Reparación | 62.1 | 49.9 |
| Servicios Domésticos (Mujeres) | 23.8 | 22.8 |

Fuente: Dirección de Estadísticas y Censos,
Encuesta de Hogares.

Durante los ochenta se registró una "devaluación real" en Panamá, como puede verse de la comparación de la evolución de los índices de precios al consumidor que aparecen en el Cuadro 2. Los precios en los Estados Unidos crecen más que en Panamá. Esto se manifiesta en forma más acentuada durante el periodo de la crisis.

iv) Se tomaron medidas para proteger a los depositantes extranjeros ya que las restricciones no se aplicaron a las operaciones *off-shore*. Se permitió que bancos regionales cambiaran su licencia para convertirse en bancos de licencia internacional y, entonces, pagar a sus depositantes.

Los fondos que se retiraron de Panamá, en gran parte porque no se podía usar el sistema bancario para hacer transacciones, se utilizaban cuentas en el exterior. Al restablecerse la apertura del sistema regresaron estos fondos, aumentando los depósitos de particulares locales en \$700 millones. La economía se empezó a recuperar, a pesar de que se agravaba el conflicto político interno y externo. El producto bruto no creció en 1989, pero esto debido a las pérdidas por vandalismo durante la invasión.

Crisis mayor en una economía con moneda fiduciaria

En el caso de una economía con moneda, como Chile, la crisis se acentúa. La devaluación se hace imprescindible porque frente a la crisis se crea la certeza de que la moneda no puede resistir. Las personas empiezan a retirar fondos en moneda local y se especula en el cambio en la paridad. Una primera devaluación no es suficiente, se crea un pesimismo de expectativas, como en los casos de una burbuja (*bubble*). Esto produce una inestabilidad mayor. El sistema monetario contribuye a desestabilizar la economía vía expectativas negativas creando una especie de "*black noise*". Hay una distorsión en las decisiones que resultan en retiro de fondos de la economía local, lo que intensifica la crisis económica. Esto crea un efecto similar a una reorientación en la demanda (*demand shift*) y revierte con creces el efecto-precio de la devaluación.

Cuadro 2. Panamá y EE.UU.: Índice de precios al consumidor, 1980-1990

| Año | Panamá | Crecimiento | E.E.UU. | Crecimiento | Diferencia |
|------|--------|-------------|---------|-------------|------------|
| 1980 | 100.0 | --- | 100.0 | --- | --- |
| 1981 | 107.3 | 7.3 | 110.3 | 10.3 | 3.0 |
| 1982 | 111.9 | 4.2 | 117.1 | 6.2 | 2.0 |
| 1983 | 114.2 | 2.1 | 120.9 | 3.3 | 1.1 |
| 1984 | 116.0 | 1.6 | 126.1 | 4.3 | 2.7 |
| 1985 | 117.2 | 1.1 | 130.6 | 3.6 | 2.5 |
| 1986 | 117.2 | -0.1 | 133.0 | 1.8 | 1.9 |

| | | | | | |
|------|-------|------|-------|-----|-----|
| 1987 | 118.3 | 1.0 | 136.8 | 2.9 | 1.9 |
| 1988 | 118.8 | 0.4 | 143.5 | 4.9 | 4.5 |
| 1989 | 118.6 | -0.1 | 150.4 | 4.8 | 4.9 |
| 1990 | 119.3 | 0.6 | 158.5 | 5.4 | 4.8 |

Fuente: IMF, *International Financial Statistics*.

Otro fenómeno importante es el efecto de la crisis-devaluación en los mercados de capitales y riqueza. Para quienes tienen pasivos en otras monedas se produce una pérdida de riqueza, o de valorización de sus activos medidos en dólares. Esto lleva a problemas de solvencia que pueden producir quiebras de empresas. Como mínimo aumenta el riesgo existente. Para evitar peores males el gobierno, tanto en Chile como en Argentina, absorbió la deuda en dólares. Esto redujo en gran parte el problema de inestabilidad e incertidumbre. Pero lo hizo a un alto costo social, la población en su conjunto termina subsidiando a grupos de propietarios, grupos de mayor ingreso. El sistema no es honesto, las ganancias se retienen, los riesgos son transferidos, los depositantes y ahorristas pierden. La solución correcta es reducir la pérdida financiera, lo que sucede en el caso del sistema monetario panameño.

En estos casos la política de devaluación puede acentuar la crisis en vez de corregirla y se convierte en un mecanismo de desajuste en lugar de un mecanismo de ajuste. Los argumentos macroeconómicos de la devaluación como mecanismo de ajuste toman en cuenta principalmente el efecto en el mercado de bienes y servicios. No se estudian fenómenos de fuga de capitales y sesgo en las expectativas. Los modelos de expectativas racionales introducen expectativas "neutras" con (*white noise*).

El gobierno, por su naturaleza, introduce un elemento de inestabilidad e incertidumbre en el sistema económico. Esto es particularmente cierto en periodos de crisis. El gobierno no opera en forma "óptima," en muchas ocasiones prefiere resolver sus problemas aún cuando eso desestabilice más la economía. En la práctica no existe el "planificador ilustrado" o el "gobierno tecnócrata." La experiencia panameña, debemos enfatizar, es que el mercado se ajusta mejor frente a una crisis.

IV. Un modelo teórico sobre el sistema monetario o la política monetaria óptima

Como hemos visto en la experiencia panameña los beneficios del sistema también se manifiestan en el corto plazo, al establecer mecanismos automáticos de ajuste ante distintas perturbaciones que afecten a la economía.

Esta característica del sistema es puesta en duda por los proponentes de políticas monetarias activas como mecanismo de estabilización económica (Turvnosky 1980, entre otros). Ellos plantean que el establecimiento del sistema de moneda endógena (o sistema de cambio fijo con un gobierno pasivo) implica el sacrificio de una de las herramientas más importantes para el manejo de política económica en el corto plazo. Este también pareciera ser el paradigma existente en los organismos multilaterales (i.e. Banco Mundial, BID y, principalmente, FMI) a juzgar por sus recomendaciones de política a sus países miembros.

Estos argumentos en pro y contra de las bondades del sistema de moneda unificada en el corto plazo son analizados en el modelo que presentamos en el apéndice. En él se comparan las desviaciones del producto (respecto a su tendencia), ante distintos sistemas cambiarios, cuando la economía se ve afectada por distintas perturbaciones domésticas y foráneas.

Del análisis se desprende que, primero, si la autoridad monetaria sigue una política discrecional y no una regla de creación de dinero (supuesto sustentado por múltiples experiencias en los países de desarrollo),

es preferible un sistema como el panameño porque el mismo elimina las perturbaciones monetarias y los cambios en las expectativas de devaluación. Esto corrobora la experiencia de Panamá, el sistema monetario endógeno, en particular en momentos de crisis, es un factor estabilizador del sistema.

En segundo lugar, el modelo deja en claro que si la autoridad renuncia a la discrecionalidad y sigue una regla monetaria que minimice las fluctuaciones del producto a corto plazo, entonces ella debe comportarse como si tuviera un sistema de moneda unificada. Sólo en este caso, la cantidad de dinero interna responderá a los ajustes de portafolio dictados por la demanda. Es decir, que la política monetaria óptima es operar como si no existiera una moneda propia, lo que por definición se garantiza en el sistema panameño.

Un sistema monetario alternativo, pero similar, es el que se usa en Hong Kong y en Argentina. La Junta Monetaria o el Banco Central, por ley, emiten billetes y monedas convertibles en una cantidad igual a la cantidad de reserva externa, a un tipo de cambio fijo. Este sistema es un sistema endógeno y un sustituto cercano al uso directo del dólar. Tendría las mismas propiedades del sistema panameño, aunque con ciertas limitaciones en cuanto a la confiabilidad para atraer depósitos externos. Por otro lado, tendría la ventaja de que se tendría una unidad monetaria propia, lo que es más aceptable políticamente por razones de soberanía.

V. Conclusiones sobre el modelo panameño

El sistema monetario "a la panameña" es un sistema eficiente y óptimo. Garantiza estabilidad, promueve la inversión extranjera, crea su propia exportación de servicios financieros, tiene bajo costo de operación, elimina el riesgo cambiario. Una ventaja importante del sistema es que se establece una economía de "precios reales."

El sistema también tiene sus propios mecanismos de ajuste que lo hacen flexible y óptimo. Choques externos se resuelven mediante mecanismos de mercado. Un primer mecanismo, un *shock absorber*, es mediante fluctuaciones en la posición neta de activos internacionales de los bancos. Un segundo mecanismo es la transmisión, mediante cambios en oferta/demanda de inversiones/gastos o de la cantidad de dinero, al nivel de actividad económica. Un tercer mecanismo es cambios en precios relativos, aunque dentro de tasa de cambio fijo, en donde estas fluctuaciones son pequeñas.

El sistema monetario contribuye a que el Gobierno tome decisiones racionales a que existe un verdadero "budget constraint." En este sentido podemos decir que introduce una "racionalidad de mercado" a las decisiones incluso las del gobierno. Por último el sistema es eficiente en términos de formación de expectativas.

VI. El sistema endógeno y el proceso de transformación

Los problemas durante la transición

En los trabajos de Felipe Pazos "Problemas económicos de Cuba en el periodo de transición" y de Ernesto Hernández-Cata, "Long Term Objectives and Transitional Policies: A Reflection on Pazos' Economic Problems of Cuba," presentados en conferencias previas de esta organización se discuten los problemas monetarios del período de transición.

En dichos trabajos se discute el problema de un proceso inflacionario, los déficit fiscales, la devaluación del peso, los ajustes de precios, la dificultad que la inexistencia de independencia del Banco Central pueda promover exceso de emisión monetaria con la resultante inflación. La experiencia de transformación de varios países socialistas es una advertencia al respecto.

Otro problema es como absorber la moneda existente y eliminar la existencia de un exceso de dinero en circulación (*monetary overhang*). Aquí la experiencia de Rusia nos indica la tentación, incluso injustificada por los temores inflacionarios o de liquidar el exceso de circulante mediante una expropiación. El Brazil, recientemente expropió las tenencias de dinero en forma de depósito. Esto fue una violación de los derechos de propiedad. Además, junto con la inflación, es una forma de imponer un impuesto a los sectores informales y los mercados negros, que son mecanismos importantes en el proceso de transformación.

Un tercer problema es el sistema y la tasa de cambio. Se menciona la posibilidad de una "sobre-devaluación" del peso. ¿Cuál es la tasa de cambio "correcta"? Hernández-Cata propone, inicialmente, un sistema flexible. En Rusia hubo dificultades, se impusieron tasas diferenciales para los inversionistas extranjeros, no hay garantías de retiro de las ganancias. Esto reduce el flujo de inversión privada externa cuando más se necesita y puede, en efecto, provocar una sobre-devaluación.

Por otra parte, un flujo de capital considerable, como ha pasado en España, sobrevalúa la moneda, con perjuicios a la competitividad de la economía. Esto no pasa en un sistema monetario como el panameño. Exceso de flujos de capital se invierten en moneda extranjera.

Un problema importante es como corregir el sistema artificial de precios. Hay tres sistemas de precios, el del mercado de bienes y servicios, incluyendo impuestos, precios de productos de las empresas estatales; el de los macro precios; el nivel de precios, el precio de los factores, la tasa de interés y el tipo de cambio; por último, el precio de los bienes-riqueza, el capital existente, las instalaciones, las empresas, las tierras y la vivienda. Hay que llegar a un sistema de precios reales, en una economía de mercado. Algunos de estos problemas están interrelacionados, o influyen o están influidos por el sistema monetario, pero estrictamente son problemas diferentes.

Felipe Pazos introduce el principio de separación entre las políticas durante el periodo de transición y las políticas óptimas de largo plazo. Hernández-Catá recomienda que las políticas deben ser diseñadas de manera que eviten desviaciones permanentes con los objetivos de largo plazo. La experiencia de países en vías de desarrollo indica como medidas temporales, muchas veces distorsiones, permanecen por largo plazo.

Las discusiones sobre política monetaria llevan a "compromisos" entre lo óptimo y lo inmediato. En el documento de Hernández-Catá se discuten varios casos en donde se aceptan, temporalmente, políticas de control de precios para productos esenciales, intervención en los tipos de cambios. El manejo de la política monetaria introduce el peligro de tener una economía "administrada," con decisiones influidas por objetivos políticos, con alto riesgo de equivocaciones o que retrasen el proceso de transformación.

Por último, cabe mencionar lo que podríamos llamar "el principio de la ignorancia." Hay muchas cosas que no sabemos cómo van a suceder, qué problema se van a encontrar. Tampoco tenemos soluciones "a priori", teóricas o prácticas. La necesidad de resolver simultáneamente distintos problemas monetarios cuando a su vez se están haciendo otras transformaciones deja áreas grises. En la práctica hay problemas por resolver en cualquier sistema que se adopte. Usar el dólar es tener fé en la operación del mercado para resolver dichos problemas, versus tener fé en la discrecionalidad del gobierno para implementar las mejores decisiones.

Para todos los problemas macro-monetarios mencionados está claro que el sistema en dólares es la solución óptima, incluso durante el proceso de transición. No existe un problema de inflación, o cuál es el tipo de cambio correcto, o expropiación de los activos en moneda. La introducción del dólar puede acelerar la transformación del sistema de precios. Es claro que el objetivo de la política monetaria es lograr un clima de estabilidad y confianza, para lo cual se necesita mantener la inflación bajo control, y

fomentar el ahorro y la inversión local e internacional. Todo esto está garantizado con el sistema monetario propuesto.

La introducción del dólar como moneda

La primera medida es autorizar la circulación del dólar y depósitos en dólares. Se libera cualquiera restricción de cambio o de pagos, se permite, sin restricciones, el uso del dólar para cualquier transacción. Se declara cómo se va a ser el sistema en el futuro.

Inmediatamente el turismo, los cubanos que regresan, la inversión extranjera, las exportaciones, le inyectan dólares al sistema y van estableciendo la base monetaria. El sistema de precios en dólares se produce primero por los precios de los productos importados. Segundo por la demanda y oferta en dólares para la compra venta de bienes y servicios en sectores en donde se transa en dólares, como servicios turísticos. Productores privados empezaran a pedir precios en dólares y precios en pesos.

Se debe autorizar la operación de un mercado privado de cambios. Esto puede ser un mercado formal o con la operación de bancos internacionales, a los que se les daría licencia temporal de operaciones. Se permiten las transacciones de divisas sin intervención del gobierno.

El estado recibirá dólares y/o pesos como pago por la venta de sus activos. La moneda local desaparece al ser recibida por el gobierno en pago de activos. De esta forma la moneda local se irá absorbiendo y desapareciendo, sin que los tenedores sufran una pérdida por ello. Los tipos de cambio del peso serían establecidos por el mercado.

Por un tiempo el gobierno puede seguir pagando salarios y jubilaciones en pesos. Posteriormente se introducen el pago de salarios y jubilaciones parcialmente en dólares. Aproximándose al precio en dólares de la mano de obra en el mercado. Recursos de ayuda internacional podrán ser usados para balancear temporalmente el presupuesto en dólares. Persiste el problema de que los salarios reales pueden ser muy bajos. Para evitar la emisión excesiva se debe establecer una fecha de 6 a 9 meses para la terminación de la moneda local, mientras tanto se deberá reducir la emisión.

Aquí el gobierno se enfrenta a la obligación de ser transparente. ¿Qué precio en dólares tendrán las jubilaciones, o el gasto en el ejército? En otros países la inflación hace recargar el costo de la crisis en sectores particulares. Una decisión política que se hace sin decir, minimizando los costos políticos. En el sistema en dólares el gobierno tiene que enfrentarse a estos problemas y proclamar su decisión como suya.

En Panamá, en 1904, la transición al dólar no tuvo dificultades aparentes. Pero esto se debía a que ya existía un sistema de precios reales y una economía privada. Es la conversión del sistema de precios artificiales al sistema de precios reales lo que da problemas. En algunos casos los precios en dólares (de ciertos salarios, por ejemplo) pueden ser muy bajos o habrá la necesidad de una reforma de precios. Pero esto también está pasando en Rusia.

El uso del dólar acelera la reconversión del sistema de precios artificiales a uno de precios reales, porque existirán incentivos para utilizar el sistema de precios en dólares. Durante el periodo de transición hay falta de confianza en la moneda local. La instalación del nuevo sistema monetario elimina este problema y además sería una señal importante de que se va en camino del establecimiento de una economía de mercado.

En resumen recomendamos la creación de un sistema monetario como el sistema panameño. Sabemos que es óptimo a largo plazo. Creemos que también lo es durante el periodo de transición. Esta propuesta parece original y novedosa, pero para los economistas que conocemos el sistema monetario panameño, es

simple y obvia. De no hacerse se estaría perdiendo la oportunidad de orientar la economía hacia un camino de progreso.

Anexo: El Modelo

Supóngase una economía pequeña y abierta que enfrenta perturbaciones de origen interno y externo. Ella produce un vector de bienes comerciales (agregados a la Hicks) cuyo precio está exogenamente dado por la paridad del poder de compra. De forma análoga, el mercado financiero está perfectamente integrado al resto del mundo, de tal manera que la paridad (no cubierta) de tipo de interés se cumple.

Todas las variables del modelo (excepto el tipo de interés) están expresadas en forma de logaritmo natural y representan desviaciones respecto a un nivel no estocástico o de largo plazo. En otras palabras, ellas representan desviaciones respecto de la tendencia.

Primero consideramos una economía con una autoridad que acuña moneda local e impone que las transacciones domésticas se realicen haciendo uso de ella. La estructura de esta economía puede ser representada por las siguientes ecuaciones:

$$y = \beta (P - P_0) \quad (1)$$

$$P = P^* + e \quad (2)$$

$$i = i^* + e + 1 - e \quad (3)$$

$$m_d - P = y - \beta i \quad (4)$$

$$m_s = X \quad (5)$$

La ecuación (1) es la oferta de Lucas [Lucas (1972)] que indica que a corto plazo las desviaciones del producto real dependen de los errores que los agentes económicos incurren al predecir el nivel de precios de la economía. La ecuación (2) indica que el nivel de precios está determinado por la paridad del poder de compra. La ecuación (3) especifica la paridad no cubierta de tipos de interés reflejo que los activos financieros domésticos son sustitutos perfectos de los extranjeros. La ecuación (4) indica que la demanda real de dinero local depende positivamente del nivel de actividad económica y negativamente del tipo de interés doméstico. Finalmente, la ecuación (5) indica que las desviaciones de la oferta de dinero es igual a una variable estocástica, X , que no es observable por los distintos agentes de la economía.

Las expectativas se suponen racionales o endógenas, es decir:

$$Z_t = E_{t-1}(Z_t)$$

donde E_{t-1} es el operador de valor esperado condicional a toda la información disponible en el periodo $t-1$. Así por ejemplo, P_0 indica la expectativa del nivel de precio de hoy formada ayer. Que los agentes económicos tengan expectativas endógenas significa que ellos consideran la estructura del modelo (i.e. los supuestos de formación de los precios, tipos de cambio y comportamiento del gobierno) en la formación de sus expectativas.

El modelo contiene tres fuentes de perturbaciones: X de origen doméstico y P^* e i^* de origen externo. Normalmente la literatura de modelos macroeconómicos estocásticos supone que las perturbaciones aleatorias se distribuyen independientemente a través del tiempo. Es decir, que ellas son no anticipadas y percibidas como transitorias. Nosotros no las restringiremos de esa manera, lo único que supondremos es que las perturbaciones externas son exógenas al país pequeño en cuestión.

La expresión para las expectativas del tipo de cambio se obtiene a partir del equilibrio del mercado monetario. Tomando la esperanza condicional a la información disponible en el periodo t-1 obtenemos una ecuación en diferencia homogénea de primer orden del tipo de cambio, ésta es:

$$e - \$/e+1 = [-i^* - P^* + \$/] / 1+\$ \quad (6)$$

Donde:

$$\$/ = \frac{\$}{1+\$}$$

cuya solución estable es *forward looking*", indicando que el valor esperado del tipo de cambio es el valor presente de una suma infinita de perturbaciones presentes y futuras que afecten a esta economía:

$$e_{1+\$} = \sum_{j=0}^{\infty} \frac{1}{1+\$} \dots \$/ \ddagger_{1+\$}$$

Donde: $\ddagger_{1+\$} = \$/ - i^*_{1+\$} - P^*_{1+\$}$

Cualquier perturbación que cree un exceso de demanda flujo de dinero presente o futuro, creará expectativas de depreciación de la moneda local respecto a la moneda extranjera. Por tanto, la política monetaria y la percepción que tengan los agentes económicos de ella, juegan un papel fundamental en la determinación de las expectativas de tipo de cambio.

Esta expectativa también determinará el comportamiento del producto y el empleo de corto plazo. La solución de las variables endógenas y y e es igual a:

$$y = \$/ \frac{\$/ - (1+\$) P_o + \$/ - \$/ (i^* + e+1)}{\$/} \quad (8)$$

Donde $\$/ = 1+\$ + \$/$

$$e = \frac{1}{\$/} \frac{\$/ - (1+\$) P^* + \$/ (i^* + e+1) + \$/ P_o}{\$/} \quad (9)$$

La ecuación (8) indica que el producto de corto plazo depende de la política monetaria y de las perturbaciones de carácter doméstico y foráneo que enfrente esta economía. Esta ecuación, en conjunto con la ecuación (7), deja en claro que, en la eventualidad de que el gobierno tenga un comportamiento errático en la conducción de su política monetaria (i.e., $\$/$ distinto de cero) la variabilidad del producto y empleo se incrementará.

Por su parte la ecuación (9) indica que el tipo de cambio que regirá en la economía depende positivamente de la política monetaria, ya sea directamente o a través de x o indirectamente a través de sus expectativas. Nuevamente, si la autoridad monetaria no es disciplinada, introducirá ruido en el sistema que afectará negativamente al funcionamiento de la economía.

Estos efectos negativos potenciales de la política gubernamental se eliminan si se deja que las fuerzas del mercado determinen la cantidad de dinero y crédito. Una alternativa para endogenizar la cantidad de

dinero es la introducción de competencia en la acuñación e intercambio de dinero. Esto elimina el monopolio del gobierno al existir diversas monedas, tanto nacionales como extranjeras, en circulación. Si algunas de las firmas de la industria del dinero desvaloriza su producto mediante una emisión por sobre de lo deseado por los agentes, ellos dejarán de aceptar esa moneda como medio de cambio y reserva de valor, desplazándola fuera del mercado [Hayek (1976)].

Una alternativa más sencilla de implementar y empíricamente probada en el caso Panameño (al igual que en Hong Kong) es eliminar el proceso de acuñación de moneda local y aceptar libremente la circulación de moneda estable extranjera (dólar en Panama, libra de esterlina en Hong Kong). En este caso podemos replantear el modelo presentado arriba mediante: primero, igualar el tipo de cambio a 1 (por tanto, $e = \ln(E) = 0$ cuando $E = 1$), indicando que la moneda usada en las transacciones domésticas será la internacional; segundo, y tal como el enfoque monetario de la balanza de pagos lo indica, explicitando que la cantidad de dinero es igual al saldo de la balanza de pagos (i.e., cambio en la posición neta de las reservas internacionales del país) que designaremos con la letra R.

La cantidad nominal de dinero (saldo de balanza de pagos), conjuntamente con el producto son las dos variables endógenas a determinar en una economía con estas características que representaremos con las siguientes ecuaciones:

$$Y = \$(P^* - P^*_o) \quad (10)$$

$$P = P^* \quad (11)$$

$$i = i^* \quad (12)$$

$$md - P^* = y - \$i^* + v \quad (13)$$

$$M_s = R \quad (14)$$

Además de los cambios al modelo descritos más arriba, hemos incluido un componente estocástico en la demanda por dinero (análogo a $\$$ del modelo anterior) el cual designamos con la letra v (ecuación 13). El explicitará el mecanismo de ajuste de la oferta de dinero ante variaciones de corto plazo en la demanda.

Al ser la cantidad de dinero endógena, el mercado monetario estará siempre en equilibrio. Un corolario de esto es la neutralidad de las variables nominales. Como vemos en la ecuación (10), el dinero no afecta la determinación del empleo y producto, sino que éste último determina la cantidad de dinero a través de la demanda del mismo (ecuación (13)).

El saldo en la balanza de pagos, la otra variable endógena del sistema, esta dado por:

$$R = (1+\$) P^* - \$P^*_o - \$i^* + v, \quad (15)$$

es decir, por las perturbaciones externas e internas (cambios autónomos en la demanda por dinero v). El mecanismo de ajuste es sencillo: un exceso demanda (oferta) flujo de dinero, crea un exceso de oferta (demanda) de bienes y bonos. Dado que el país toma precios y tipos de interés, este exceso de oferta se manifiesta en superávit (déficit) en BOP que automáticamente equilibra el desequilibrio inicial en el mercado monetario.

Este mecanismo automático permite que la economía se ajuste a las perturbaciones que la afectan minimizando los costos en desempleo y variabilidad del producto. Esto puede ser fácilmente comprobado si volvemos al primer modelo y nos preguntamos cual es la regla de política monetaria que minimiza la varianza del producto. Para esto, reemplazamos la oferta discrecional de dinero representada por la

ecuación (5) por una regla que liga la oferta de dinero al conjunto de variables que la autoridad observa contemporáneamente, esto es:

$$m = \mu_0 P^* + \mu_1 i + \mu_2 e \quad (16)$$

Es decir, hemos supuesto que la autoridad observa contemporáneamente el precio externo, el tipo de interés y el tipo de cambio del mercado. Con respecto a la disponibilidad de la información sobre el producto, se ha puesto que ella se obtiene con cierto rezago y por tanto no la incluimos en la regla monetaria.

Haciendo uso de la paridad del tipo de interés (ecuación (3)), la regla de oferta monetaria se puede reescribir como:

$$m = \mu_1 e + \mu_2 P^* + \mu_0 (i^* + e + 1) \quad (17)$$

la cual utilizamos para obtener el nivel de producto que regirá en esta economía, esto es:

$$y = \frac{1}{1 + \mu_1} (P^* - P_0) + \frac{1 - \mu_2}{1 + \mu_1} P^* + \frac{\mu_0}{1 + \mu_1} (i^* + e + 1) \quad (18)$$

lo que deja en claro que la regla de política monetaria puede estabilizar el producto en el corto plazo. Suponiendo que el objetivo de la política monetaria es minimizar las desviaciones con respecto al nivel de largo plazo es decir:

$$\text{Var}(y) = E \left[\frac{1}{1 + \mu_1} (P^* - P_0) + \frac{1 - \mu_2}{1 + \mu_1} P^* + \frac{\mu_0}{1 + \mu_1} (i^* + e + 1) \right]^2 \quad (19)$$

La función objetivo (19) se minimiza cuando las siguientes condiciones se satisfacen:

$$\mu_0 = -\mu_1 \quad (20)$$

$$\mu_1 = 1 + \mu_2 \quad (21)$$

$$\mu_2 = 1, \quad (22)$$

las cuales al ser reemplazadas en la regla de oferta monetaria (17) implican:

$$m - p = -i \quad (23)$$

La ecuación (23) indica que la óptima regla monetaria es aquella que ajusta la cantidad de dinero real de manera tal que compense los cambios provocados por los ajustes de portafolio en la demanda por dinero. Por ejemplo, si la demanda por dinero cae como consecuencia de un incremento en el tipo de interés, la óptima política monetaria disminuirá los saldos reales para equilibrar el mercado. Esto es exactamente el mecanismo automático existente en el caso de moneda endógena a través de los saldos en BOP. El análisis indica entonces que la óptima política monetaria es comportarse como si la cantidad de dinero fuera endógena respondiendo a los requerimientos de saldos reales que el mercado dictamine.

La existencia de un sistema como el panameño nos asegura que la oferta monetaria es siempre optima. Desafortunadamente, no hay nada en el sistema con moneda local que nos asegure que este sea el caso. Aún más, la historia esta llena de evidencia de comportamiento no óptimo de la autoridad monetaria, haciendo a muchos creer que la existencia de un banco central no es condición necesaria sino que suficiente para la existencia de crisis de balanza de pagos.

Bibliografía

Comisión Económica para America Latina, "Análisis y Proyecciones del Desarrollo Económico, VII: El Desarrollo Económico de Panamá," Naciones Unidas, 1959.

Harberger, Arnold C. "Reflexiones sobre el sistema monetario panameño," en Estudios sobre el sistema monetario y bancario de Panamá. Dirección General de Planificación, Panamá, 1970.

Hayek, Frederick von, *Denationalization of Money*, London: Institute of Economic Affairs, 1976.

Lucas, R.E.Jr., "Expectations and Neutrality of Money," *Journal of Economic Theory*, 4:103-124.

Sargent T., *Macroeconomics*, Cambridge: Harvard University Press, 1981.

Turnovsky, S.J., "The Effectiveness of Monetary and Fiscal Policy Rules in an Open Economy under Rational Expectations," *Manchester School*, 48:39-62, 1980.

Comments

Lorenzo Pérez

The proposal of Dr. Moreno has to be given serious consideration in light of the experience of many Latin American countries that have tried to finance the activities of the public sector through monetary expansion. These experiences have inevitably finished in balance of payments crisis and in an acceleration of price pressures. However, it should be highlighted (as the author admits) that the same beneficial results of this monetary system could be obtained with a fixed exchange rate system that is supported with appropriate fiscal and monetary policies. In effect it should be clear that regardless of the monetary system that is adopted, there is no escape from the need to implement a sound fiscal policy and a prudent external borrowing policy for the public sector. Measures to promote the international competitiveness of the economy (including income policy) and savings and investment are also crucial for the attainment of sustainable growth path.

Countries like Panamá which used the U.S. dollar as currency also can run into difficulties if the above mentioned policies are not followed. During the 1970s and early 1980s Panamá implemented a relatively expansionary fiscal policy with the government financing its operations to a large extent through borrowing from foreign commercial creditors that were in retrospect too eager to lend to a country. This eventually forced the country to negotiate a concerted refinancing of its commercial debt and later, with the advent of the political crisis in late 1987, to start running arrears in the servicing of its commercial debt which to this date have not been settled yet.

In considering the adoption of a monetary system based on a convertible currency, two other considerations should be kept in mind. First, that the country in doing so is giving up the option to implement relatively active monetary policy that might be appropriate to facilitate an economic recovery when price pressures are under control and the external sector is strong. Second, the adoption of a foreign

convertible currency as a country's currency makes that country particularly vulnerable to pressures from the country issuing the convertible currency.