

Panamá: Un análisis económico de la coyuntura reciente.

Eloy Fisher^{1,*}

¹Investigador asociado, Universidad Santa María La Antigua (USMA), Apartado Postal 0819-08550, Panamá, República de Panamá.

*Autor para correspondencia. Email: eloyfisher@gmail.com

Recibido: 02 de marzo de 2015.

Aceptado: 17 de abril de 2015.

Abstract

This position paper analyzes the growth and inflation in Panama. Panama experiences a virtuous circle for economy: a balanced and sustained rate of long-term growth, and moderate levels of inflation. This phenomenon is what economists call the divine coincidence. As the role of the Government withdraws gradually, in order to strengthen the activity of the private sector, the macroeconomic conditions to sustain and recreate such coincidence as the new normal situation of the Panamanian economy will emerge. The diversification of the economy, the macro-fiscal prudence, the favorable perspectives of growth in key sectors (such as public utilities, mines and quarries, and transport, storage and communications; which are sectors that depend upon international commerce and service exports), and the mean reversion of inflation—even despite the economic and geopolitical uncertainties—are the cornerstones upon which the economic activity and the development model of the nation lay. Warnings about the possible wears of the model of discretionary expenditure in social fields, since the revenues of these interventions have lost power. If there is no shift in the focus of these interventions, they could disrupt the delicate balance needed to maintain and strengthen the divine coincidence at the economic level. Thus, the best policy today must be prudent, cautious and focused to develop social capital.

Keywords: Inflation in Panama, Economy in Panama, Divine Coincidence, Sustainable growth, Macroeconomy in Panama.

Resumen

Este documento de posición analiza el crecimiento y la inflación en Panamá. Panamá experimenta un círculo virtuoso económico entre una tasa balanceada y sostenible de crecimiento a largo plazo y niveles moderados de inflación, fenómeno que los economistas denominan la coincidencia divina. A futuro, con el repliegue gradual del rol del Estado en aras de fortalecer la actividad del sector privado,

se dan las condiciones macroeconómicas para mantener y recrear tal coincidencia como la nueva situación normal de la economía panameña. La diversificación de la economía, la prudencia macrofiscal, perspectivas favorables de crecimiento en sectores claves (como lo son las utilidades públicas, minas y canteras, y transporte, almacenamiento y comunicaciones —sectores a su vez dependientes del comercio internacional y la exportación de servicios) y la reversión a la media de la inflación, incluso a pesar de la incertidumbre económica internacional y geopolítica, constituyen pilares sólidos sobre los cuales descansa la actividad económica y el modelo de desarrollo del país. Se concluye con advertencias sobre el posible agotamiento del modelo de gasto discrecional en materia social, ya que los réditos de estas intervenciones han perdido potencia y en la medida que no se re-enfoquen, podrían trastocar el delicado equilibrio necesario para mantener y enraizar la coincidencia divina a nivel económico. Por eso, se concluye que la mejor política hoy en día debe ser prudente y cautelosa, y enfocada a generar capital social.

Palabras clave: Inflación en Panamá, Economía en Panamá, Coincidencia Divina, Crecimiento sostenible, Macroeconomía de Panamá.

Crecimiento e inflación en Panamá: El modelo actual.

Tras la crisis económica del 2008-2009, Panamá sufrió una corrección en su crecimiento de alrededor de 6 puntos porcentuales (pp) en el 2009, pero no tardó en recuperar terreno con una expansión de 8pp en el 2010. Este dinamismo económico no fue una coincidencia: la estructura económica panameña inició un importante proceso de transformación con el inicio de trabajos de la expansión de El Canal de Panamá en el 2007 y el aumento de la inversión privada. Esta nueva situación permitió al país alcanzar cifras de desempleo inéditas en historia reciente (alrededor del 4%) y con ello, situarse como el país de mayor crecimiento en la región en el 2011, con proyecciones que aún son alentadoras (Fondo Monetario Internacional [FMI], 2013, 2014). A pesar de las tribulaciones a nivel mundial, proyectamos que la economía panameña cerrará el 2014 con un crecimiento entre 6 y 7%, y se proyecta un crecimiento para el 2015 de 6.5%.

Entre el 2007 y el 2013, el Producto Interno Bruto (PIB) registró un crecimiento promedio de 8.5%, por encima del promedio regional para el mismo período (de 3.6%). El menor crecimiento fue el registrado en 2009 cuando la economía aminoró su marcha por la crisis económica mundial. En el año 2010 la economía se recupera y crece a tasas de dos dígitos en 2011 y 2012, cuando encabeza el crecimiento regional. El sostenido crecimiento de la economía estuvo fundamentado en altos niveles de inversión privada y pública, las exportaciones de servicios y la atracción de la inversión directa extranjera.

Incluso a pesar de la crisis, se mantuvo la tendencia a la baja del desempleo tal como aparece en la Figura 1 más abajo. No obstante, la combinación de un contexto laboral estrecho y altos niveles de crecimiento e inversión, conjugados a una reforma tributaria (que aumentó marginalmente la recaudación fiscal) ocasionó aumentos en los niveles de precios. Tal recalentamiento económico motivó solitudes regulares de cautela por parte de organismos internacionales (FMI, 2013a, 2014).

A mediano plazo, este aumento en el nivel de precios no constituye un problema singular en Panamá, en contra-distinción con lo que ocurre en el resto de América Latina. La historia económica panameña (Acosta, 2004) reconoce aumentos en la inflación tras 1971 —cuando Estados Unidos cerró la ventana de descuento oro-dólar y con ello, permitió al dólar flotar en los mercados internacionales— y especialmente en los picos inflacionarios de 1972 y 1977 con los choques petroleros tras los conflictos en el Medio Oriente e Irán. Panamá es un importador neto de combustible, y tales choques se tradujeron en subidas de precios en el combustible, sus derivados y costos conexos (como el transporte, energía y costos varios). No obstante, la inflación rápidamente se estabilizó a tendencias históricas durante la década de los ochentas. En efecto, tal como aparece en la *Figura 2* más abajo, Panamá entre 1980 y 2008 experimenta niveles significativamente menores de inflación que Estados Unidos (EE.UU.). Estos picos inflacionarios fueron producto de circunstancias externas; la historia reciente demuestra que la aceleración de la inflación que experimentó el país hasta hace poco fue producto de un recalentamiento de la demanda.

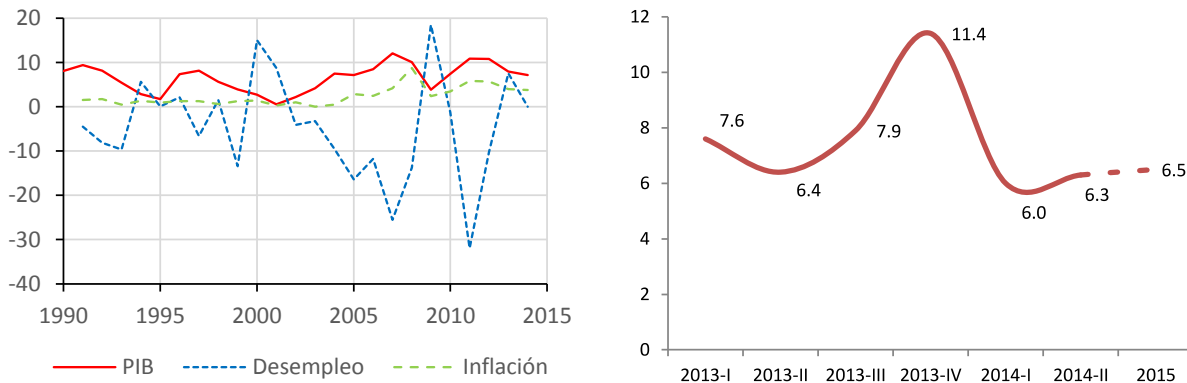


Figura 1. [Panel izquierdo] Cambio año-a-año de crecimiento, precios y desempleo en Panamá (1990-2014). Datos adaptados de la base de datos de las Perspectivas Mundiales (abril 2014) por el Fondo Monetario Internacional. [Panel derecho] Crecimiento año-a-año (en puntos porcentuales) del Producto Interno Bruto a nivel trimestral (2013-2014:2), con proyecciones (línea punteada) para el 2015. Datos adaptados del Instituto Nacional de Estadística y Censo, Dirección de Políticas Públicas, Ministerio de Economía y Finanzas – Marco Fiscal a Mediano Plazo para Panamá.

El PIB durante el primer y el segundo trimestre de 2014 creció 6%, una baja con respecto al crecimiento experimentado respecto del primer trimestre de 2013 (7.6%). Esto se debió a la desaceleración temporal de la actividad en construcción, explotación de minas y canteras, actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler y suministro de electricidad gas y agua. El menor ritmo en la construcción y la explotación de minas y canteras fue consecuencia del menor ritmo de las inversiones públicas, vista la próxima finalización de obras de infraestructura vial y la paralización por unos días del proyecto de ampliación del Canal de Panamá. Destaca que la inversión en construcción residencial creció 38.7% (a junio) respecto a igual periodo en el 2013, pero sólo 5% entre el primer semestre del 2013 y el 2014, si bien creció a niveles muy altos en las áreas periféricas de la ciudad (San Miguelito 297%, Colón 20.3% y Arraiján 19.5%) vista la saturación de nuevas edificaciones en el área metropolitana.

En un contexto internacional incierto, el posible aumento de las tasas de interés de referencia a nivel internacional y una geopolítica en franca transición (con el cambio estructural de China a un modelo anclado en el consumo fraguado en medio de una desaceleración del mercado de bienes raíces chino) podrá atemperar levemente este modelo de expansión económica anclado en un espacio fiscal holgado y el empuje público de la demanda económica. Esta situación por sí sola atemperará los cambios de precio que experimentó el consumidor panameño hasta hace poco. Sin embargo, hay que anotar que los fundamentos de la economía son sólidos y resistentes a este tipo de coyunturas, y que el regreso a tasas más balanceadas de crecimiento disminuirá tales presiones: Panamá lo demostró en el segundo semestre de este año, cuando el crecimiento se ajustó a niveles históricos (6.3% en el 2014 v. 6.4% en el 2013). Esto demuestra la capacidad de adaptación de la economía local y su flexibilidad en revertir a la tendencia de crecimiento potencial.

En efecto, niveles de crecimiento balanceados y una inflación más moderada ocurren en medio de un regreso a un modelo de desarrollo que internaliza procesos más sostenibles de actividad económica. Así, en vez de darle un rol protagónico al Estado, tal como hizo el ambicioso programa de inversiones públicas de la pasada gestión (que totalizó alrededor de 9.3 mil millones de dólares), lo que hoy se busca es facilitar al sector privado como protagonista en la generación de riqueza, visto el repliegue marginal del sector público como motor directo en la demanda. Hoy estamos en el umbral de nueva etapa que busca balance en materia macroeconómica a través del fortalecimiento y la institucionalización de las metas logradas, y la profundización de objetivos en materia social.

Tabla 1. Descripción de eventos para los períodos de crecimiento

Año	Evento
<i>Etapa 1: Creación de las bases del nuevo modelo de crecimiento</i>	
1995	Privatización de puertos y del sistema de telecomunicaciones
1997	Desregulación del sector eléctrico
1999	Creación de la Autoridad del Canal de Panamá
<i>Etapa 2: Aceleración y profundización</i>	
2007	Inicia el proyecto de ampliación del Canal de Panamá.
2008	Aprobación de la Ley 34 sobre Responsabilidad Social Fiscal
2009	Se crea Panamá Pacífico
2010	Panamá consigue el grado de inversión
2011	Inicia el Metro de Panamá

Nota: Datos adaptados de la Dirección de Políticas Públicas.

Manejar esta transición es una tarea importante: Constituye una muestra importante de la capacidad de adaptación y resistencia de la economía panameña hacia una nueva normal - un crecimiento balanceado y sostenible a largo plazo en medio de niveles de inflación más bajos y ajustados a niveles históricos. La diversificación sectorial de la economía panameña, la solidez de sus fundamentos macroeconómicos, la prudencia fiscal y su ventaja en poder capturar los réditos del rebote en el comercio

internacional en sectores claves tras la crisis abren el camino a un nuevo modelo de gestión pública, enfocado a desarrollar potencial en sectores claves de la economía.

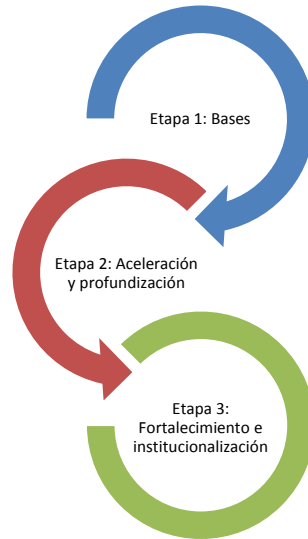


Figura 2. Proceso del modelo de desarrollo y crecimiento para Panamá. Datos adaptados de Dirección de Políticas Públicas.

Inflación, crecimiento y desarrollo en Panamá.

La coincidencia divina, la inflación y el crecimiento.

En un documento clave de la literatura económica, Blanchard y Galí (2005) señalaron que no existe diferencia entre la estabilización de la inflación y la promoción del crecimiento económico. Concretamente, la ralentización de demanda disminuye la presión sobre los precios y la producción por debajo del potencial, lo que *estabiliza, fortalece y blinda* el crecimiento a largo plazo. El economista Gregory Mankiw denominó este círculo *virtuoso* entre un crecimiento sostenible y un nivel bajo de inflación la “*coincidencia divina*”.

A nivel concreto, podemos ver cómo ocurre esta coincidencia con examinar los tres canales de transmisión de la inflación en Panamá: El primer canal lo constituye nuestra posición como una pequeña economía abierta y dolarizada, expuesta a picos y choques de precios, y a tasas de interés a nivel internacional (FMI, 2013b). El segundo canal lo constituye el gasto público, que representa más de un cuarto del gasto nacional (alrededor del 27% del PIB). Finalmente, el tercer canal lo constituyen las imperfecciones en la oferta de bienes y factores de producción y en el mercado local.

A pesar de los riesgos de vivir en una pequeña economía abierta y dolarizada, un grupo de economistas insiste que la relativa estabilidad en el nivel de precios que experimentó el país hasta hace poco, y que incluso hoy se evidencia a pesar su creciente volatilidad, es precisamente producto de tal dolarización

(Barletta, 2004; Goldfajn, 2001; Salvatore, 2001; Villalaz, 1999). Mediante un convenio con EE.UU., Panamá dolariza su economía en 1904, si bien el país constitucionalmente reconoce que no existe papel moneda de curso forzoso (Constitución de la República de Panamá, Artículo 262). Más que un tema legal, el dólar en Panamá es una realidad económica que actúa como una camisa de fuerza para el nivel doméstico de precios.

Asimismo, esta literatura hace hincapié en el rol que tiene esta dolarización en ayudar al país a capturar inversión desde el extranjero. En una plaza bancaria internacional, la dolarización facilita mayor apertura al comercio, transparencia e integración financiera, y enhorabuena, abdica la delicada responsabilidad de capturar y calibrar la gran cantidad de información que se necesita para operar un banco central y un sistema de tipos de cambio. Por eso, la dolarización prohíja el conservadurismo bancario. De acuerdo a Nicolás Ardito Barletta (2004):

El sistema monetario dolarizado ha dado una gran estabilidad al nivel general de precios, casi sin inflación, lo cual se compara muy favorablemente con [las] grandes inflaciones de la mayoría de los países latinoamericanos... En efecto, el gobierno no puede financiar sus déficits con emisión monetaria porque no hay banco central. Tiene que financiarlos con deuda interna y externa, lo cual pone un límite al nivel de déficit sostenible y evita un aumento de circulante que no puede ser compensado en el mercado interno por importaciones, como medio para disipar presiones inflacionarias.

No obstante, existen posiciones encontradas sobre si tal dolarización es una condición *necesaria y suficiente* para garantizar la disciplina fiscal – en ese sentido, la dolarización contribuye a que en Panamá tenga lugar esa coincidencia divina a la cual se hizo referencia en párrafos antecedentes, pero no constituye un remedio definitivo a las tribulaciones propias de ser una pequeña economía sujeta a numerosas distorsiones.

El estudio de Goldfajn y otros (2001), quizás el más profundo en lo atinente a las circunstancias panameñas, reconoce que el control de la inflación en Panamá es “impresionante” - parcialmente producto de su apertura financiera, que mantiene tasas de interés en Panamá con tendencias a la baja y por debajo del resto de los países latinoamericanos. No obstante, el mismo estudio concluye que en el caso panameño “la dolarización no garantiza disciplina fiscal, y la eliminación del riesgo cambiario no precluye riesgo de *default* o la alta volatilidad de los *spreads* de deuda soberana” tal como ocurrió entre 1980 y 1996 - situación que mejoró tras el plan de ajuste a partir de 1994. A partir de investigaciones anteriores suscritas por Edwards y Losada (Edwards, 1994) para Guatemala y Honduras (países que mantuvieron regímenes cambiarios fijos entre 1926-1986 y 1918-1990 respectivamente), Goldfajn y su equipo confirman que si bien la dolarización (como un régimen de cambio fijo al extremo) impone limitaciones al desempeño macroeconómico para países pequeños, aquellas limitaciones no son suficientes para evitar picos de inflación, crisis de balanza de pagos, o incluso problemas con respecto al pago de la deuda externa a causa de déficit fiscales persistentes.

Así, la dolarización se bifurca en tres efectos adicionales en el nivel de precios: por un lado impide ajustes en cuenta corriente por las importaciones. Al ser Panamá un importador neto de mercancías, encarecimientos en las importaciones y devaluaciones en el valor del dólar (ajenos a nuestras acciones), merman la capacidad adquisitiva del consumidor panameño. Por el otro lado, visto que no existe manera de monetizar la deuda, la dolarización disciplina las actuaciones fiscales del gobierno, que no puede gastar más de lo que recibe. Finalmente, la estabilidad cambiaria hace atractiva la inversión en activos y pasivos en dólares en Panamá, lo que aumenta el caudal de recursos que entran provenientes de otras latitudes. Por eso, la divina coincidencia macroeconómica, *más que ser una cuestión de fe, es una realidad macroeconómica tangible* – pero una que debe manejarse y mantenerse con sobriedad y prudencia.

Sobre el primer punto, históricamente la brecha en cuenta corriente que sostiene el país alcanza alrededor de un 6% del Producto Interno Bruto (a precios constantes), hecho que magnifica las presiones relativas que existen sobre el dólar a nivel internacional. Con una estructura productiva volcada al sector de servicios no-transables, Panamá es incapaz de generar mayor exportaciones mediante una devaluación. No obstante, esto no ha probado ser una debilidad: al tener una ventaja comparativa en la exportación de servicios como consecuencia de una posición geográfica privilegiada (un rubro ciertamente mucho menos volátil que la exportación de bienes), la economía panameña puede captar recursos del extranjero de manera sostenible siempre que se ofrezcan incentivos y reglas claras al inversionista internacional y al emprendedor local.

Adicionalmente, la disciplina fiscal depende del contexto favorable del dólar *panameño* (es decir, el papel del tesoro emitido por el gobierno panameño pagadero en dólares de EE.UU.) con respecto al dólar estadounidense. Por un lado, en la medida que el gobierno panameño disfrute de mayor flexibilidad en la emisión de su deuda con respecto a pasivos de EE.UU., existirá mayor tentación de incurrir en déficit fiscales. Esta mayor flexibilidad puede ser producto de una mejora en la calidad de la oferta de aquellos pasivos (a partir de reformas institucionales en el andamiaje del Estado que garanticen su valor y sostenibilidad), o en la disminución en la prima de riesgo solicitada por los mercados internacionales.

No obstante, una flexibilidad sujeta a mejoras institucionales será menos proclive a los vaivenes de las finanzas internacionales. En la medida que el crecimiento económico se estabilice, contribuirá a tasas mayores de crecimiento a largo plazo, y a mejoras sostenidas en la capacidad soberana de crédito. Por ejemplo, si el gobierno de un país es reconocido por su transparencia, disciplina y prudencia en la dirección de su gasto (que incrementa la productividad y la calidad de su capital humano, y con ello aumenta las tasas futuras de su crecimiento económico) y en la labor de sus instituciones legales y políticas (con reglas de juego claras y efectivas para inversionistas, y para sus ciudadanos en general en materia de convivencia social), los mercados internacionales reconocerán menores riesgos al comprar tales empréstitos, y apostarán a futuro en la capacidad productiva del país.

La prudencia y transparencia económica en materia de finanzas públicas tiene sus réditos para Panamá. En primer lugar, calma a los mercados. En ese sentido, la aprobación de la Ley de Responsabilidad Social Fiscal (2008) también actuó como un mecanismo de auto-control. Sin embargo, si tal disminución en la prima de riesgo es producto de *espíritus animales* (como dijera Keynes, o llanamente *la confianza de los consumidores*) en torno al mercado de deuda internacional, un cambio súbito en la percepción y en el apetito de los inversionistas podría cambiar repentinamente el espacio fiscal ofrecido y acarrear súbitas contracciones en el financiamiento y por ende, en la demanda agregada. Por eso, más que apostar al rol del Estado, se deben fortalecer los aspectos de demanda privada que dependen más en los horizontes de inversión a más largo plazo de inversionistas y emprendedores, no de cambios súbitos y coyunturales en la economía política local e internacional.

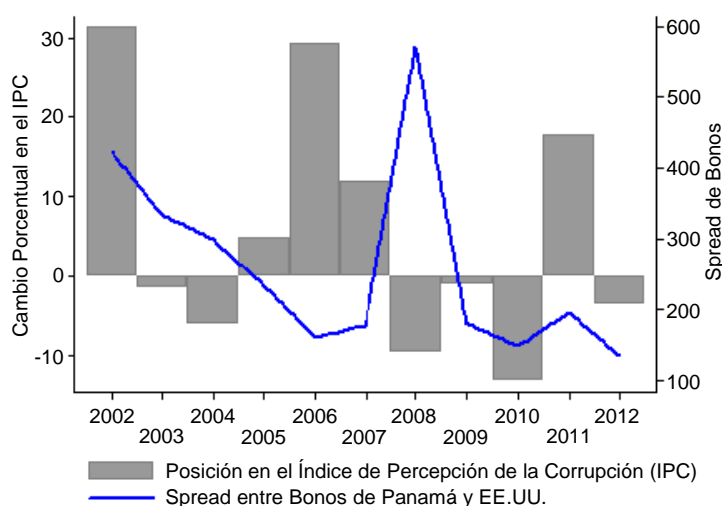


Figura 3. Spreads entre bonos panameños y EE.UU., cambio en el Índice de Transparencia Internacional. Fuente: Base de Datos del Banco Mundial y Transparencia Internacional

Los datos en la Figura 3 ofrecen perspectivas encontradas sobre este último punto: si bien los spreads entre los bonos panameños con respecto a los bonos de EE.UU. experimentaron una dramática caída desde el 2006 (lo que indica primas de riesgo menores) esa reducción no ha venido acompañada de mejoras sostenidas en los índices de institucionalidad y transparencia.

Es evidente que la ampliación del Canal cifró las esperanzas de la comunidad internacional en la economía panameña, pero paralelamente la política monetaria a cargo de la Reserva Federal aumentó (marginalmente) los rendimientos en los bonos del tesoro estadounidense, lo que parcialmente contribuye a la compresión de tales spreads. En la medida que la política monetaria se normalice en los próximos años, quizás esos spreads aumenten, y con ello, cambie el apetito de los inversionistas internacionales de comprar deuda panameña. En ese sentido, lo anterior apunta a que la mejor política hoy en día debe ser prudente y cautelosa a fin de navegar esta coyuntura incierta a nivel internacional. Lo cierto es que la inversión en activos soberanos goza de credibilidad en los mercados internacionales,

tal como demostró la última emisión de deuda (en septiembre del 2014) que alcanzó las tasas de interés más bajas en la historia del país (4%).

El tercer y último canal ocurre a través de las numerosas distorsiones en la economía panameña, a las que se imputa como responsables del encarecimiento de los productos. A pesar de ser una economía pequeña abierta, Panamá cuenta con numerosas restricciones en materia de oferta laboral (que encarecen el costo del trabajo más allá de la productividad marginal del recurso humano local) y empresarial (vistas las restricciones en materia de licencias, y aún limitada profundidad de la competencia entre firmas oferentes de productos y servicios).

A partir de esta breve reseña podemos realizar algunas precisiones sobre la inflación en Panamá. En su informe del 2011, el FMI reconoció que la inflación se mantuvo por encima de niveles históricos (FMI 2012) a causa del encarecimiento en los precios en los alimentos y los combustibles, y el incremento en los impuestos y en el salario mínimo, si bien en informes posteriores tales riesgos disminuyeron (FMI 2013a). Así, el FMI reconoció que existen amenazas producto del contexto internacional que puede cambiar súbitamente y afectar la dinámica de la inflación subyacente, que por ahora se ha mantenido estable.

Usando el modelo macroeconómico descrito en el apéndice, se construyeron variables sobre costos marginales y expectativas racionales a futuro en el nivel de precios. Al aislar la señal de la inflación de aquella atribuible a los costos marginales, podemos visualizar la correlación entre aquellos costos y la inflación observada —en el apéndice aparece más información sobre la construcción de estas variables.

Tal como aparece en la Figura 4 a continuación, la relación entre los costos marginales y la inflación panameña es compleja: incrementos menores a dos puntos porcentuales año-a-año en los costos marginales explican un 25% del aumento de la inflación (en caso tal de que la inflación ronde alrededor de los 3.5%) lo que sugiere serias distorsiones en el mercado de bienes y servicios a nivel local. Sin embargo, en los últimos años ese promedio ha estado más cerca del 4 y 5% - ante estas cifras, el aumento en los costos marginales (en un 5% anual) explica casi la mitad de la inflación observada a nivel general.

Usando una regresión más estructurada, encontramos que el cambio mes-a-mes de un punto porcentual en el costo marginal a nivel agregado se traduce en un cambio mensual de 0.44 puntos porcentuales en la inflación año-a-año. Asimismo, el cambio en la inflación estructural no es distinto a cero. Lo anterior indica que la aceleración de los costos marginales se traducen casi en una relación 2:1 en la aceleración de la inflación.

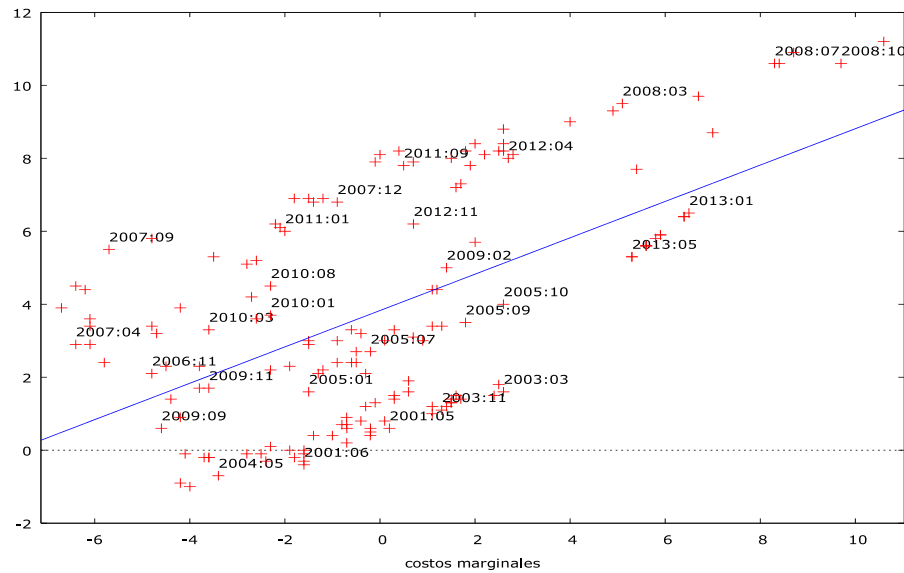


Figura 4. Costos marginales e inflación mensual en Panamá (años selectos, 2001-2013). La ecuación de la relación entre 1991 y 2013 es $y = 2.67 + 0.482x$ donde y es inflación, y x el costo marginal. Fuente: Fisher, Eloy (2014) La inflación en Panamá: Un modelo descriptivo y econométrico (en proceso de publicación).

Tal como aparece en la gráfica anterior, por mucho tiempo la inflación en Panamá se mantuvo por debajo del 2% (si se incluyen los datos de los noventa, incrementa la concentración alrededor del cero en la abscisa y por debajo del 2% en la ordenada). No obstante, en el segundo lustro de la década pasada, e incluso si descontamos el episodio de encarecimiento en el precio de los alimentos y los commodities que ocurrió anterior al fracaso de Lehman Brothers (en el cuadrante superior derecho), Panamá experimenta un incremento en la elasticidad costo-inflación (donde aumentos menores en los costos marginales causan efectos mayores en el nivel de precios).

Esto indica la existencia de dos regímenes, uno de baja y de alta inflación. En tiempos de baja inflación (y niveles de crecimiento más bajos y volátiles, como aquellos experimentados en Panamá desde los noventa hasta el segundo lustro de la década pasada), los costos marginales aumentaban gradualmente y dentro de las expectativas, y no incidían grandemente en picos de precio – así la elasticidad era menor. No obstante, tras ese período, aumentos en los costos marginales hoy se traducen en agudos aumentos en la inflación. Esta correlación indica que la inflación estructural panameña explica la mayor parte de la inflación local sólo si existen aumentos débiles en los costos a lo largo y ancho de la economía (es decir, si la elasticidad es menor) – a niveles actuales, la inflación estructural no origina la mayor parte de los cambios en los niveles de precio, ni es responsable de su aceleración, si bien constituye un componente importante.

¿Por qué la elasticidad costo-inflación ha aumentado? Y ante esta panorámica, ¿cómo constatar si el aumento en estos costos marginales es empujado por la demanda? Una razón por la cual aumenta la elasticidad costo-inflación es producto del recalentamiento de la economía. Si se opera constantemente

al límite de la capacidad productiva, el incremento en los costos marginales se traducirá en rápidos incrementos en los precios, incluso al añadir capital y fuerza de trabajo adicional bajo presión.

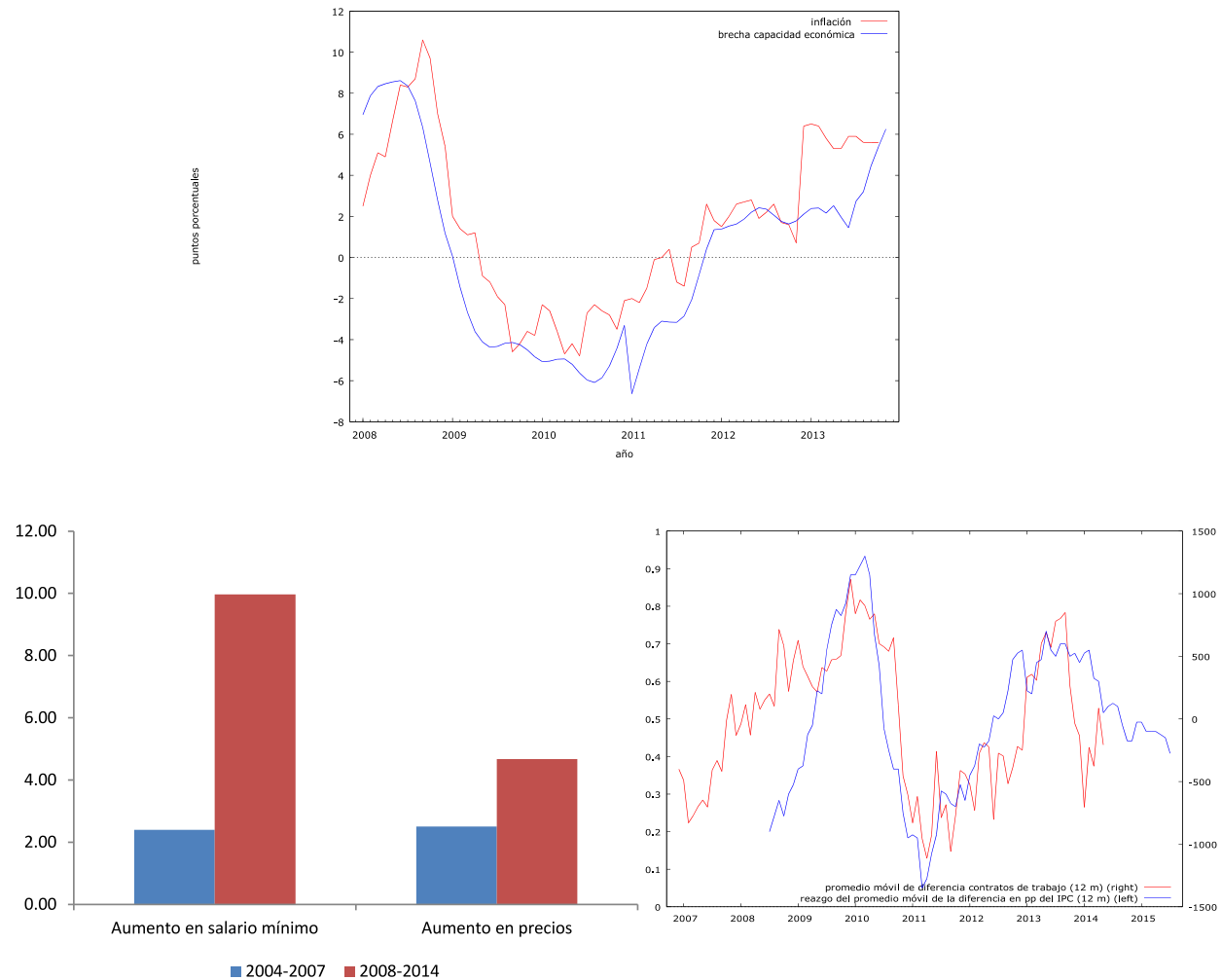


Figura 5. [Panel superior] Inflación y brecha de capacidad económica mensual para Panamá 2008-2013. La brecha de capacidad económica se calculó usando el Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) proporcionado por el Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC) – la brecha se estimó con $(Y_p - Y)/Y_p$ donde Y_p es el IMAE potencial, e Y es el IMAE observado – una brecha positiva indica una economía recalentada (donde la demanda supera la capacidad productiva). El IMAE potencial se calculó usando la tendencia filtrada del IMAE observado por medio de un proceso Hodrick-Prescott para datos mensuales. [Panel inferior izquierdo] Aumentos en el salario mínimo y en la inflación para el período 2004-2007 y el 2008-2014 Fuente: Cálculos de la Dirección de Políticas Públicas con datos del Instituto Nacional de Estadística y Censo. [Panel inferior derecho] Diferencia entre el IPC Nacional y Urbano y el promedio móvil de la diferencia en los contratos de trabajo con la tendencia (de 12 meses, con 18 meses de rezago, panel inferior. Fuente: Dirección de Políticas Públicas, con datos del Instituto de Estadística y Censo y el Ministerio de Trabajo.

Tal como se aprecia gráficamente en la *Figura 5*, el recalentamiento de la economía guía el aumento de los costos marginales, si bien existen picos de precio a causa de otros factores (como el que se demuestra a principios del 2013, producto del encarecimiento en los materiales de construcción local). Si se visualiza la relación entre el cambio de nivel de precios y un indicador de mercado laboral, como el que aparece en el panel inferior izquierdo, vemos cómo los choques salario mínimo registraron un impacto significativo en el aumento de la inflación desde del 2008. En efecto, la inflación en Panamá sigue de cerca el mercado laboral con un rezago de casi dos años, tal como aparece en el panel inferior derecho.

En la medida que los niveles de actividad económica retornen a tasas de crecimiento más balanceadas, se profundice la competitividad con inversión en capital social y se corrijan las fallas de mercado a nivel productivo y en las cadenas de distribución, la aceleración en los costos marginales disminuirá y con ello, la inflación a nivel nacional.

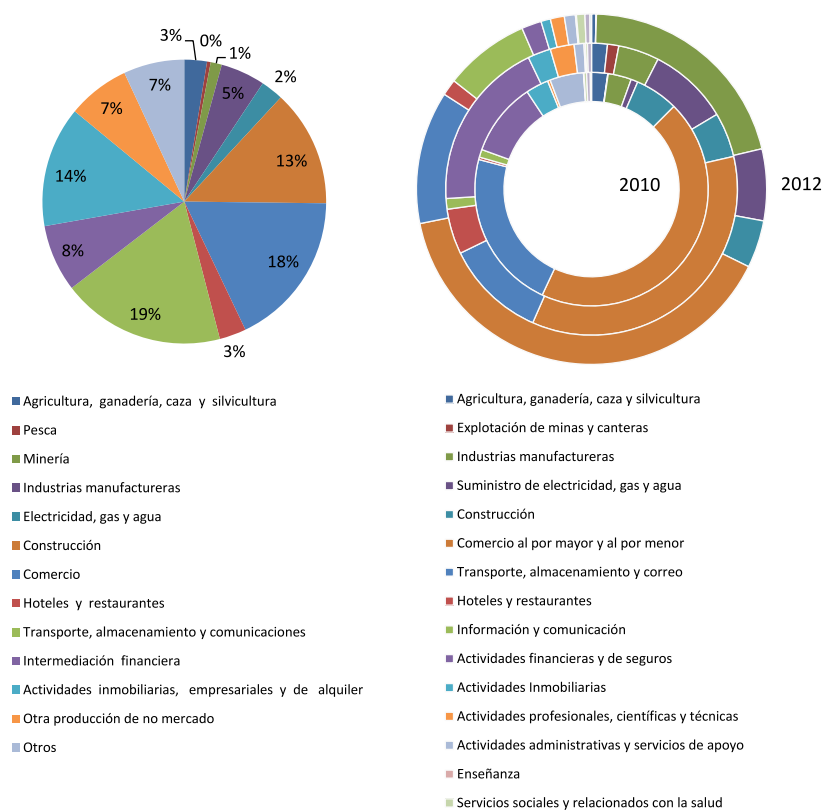


Figura 6. [Panel izquierdo] Proporción sectorial en la actividad económica nacional (como % del PIB). Fuente: Instituto de Estadística y Censo. [Panel derecho]. Inversión directa extranjera por actividad económica (2010, 2011 y 2012 – cada círculo representa un año). Fuente: Instituto de Estadística y Censo.

Balance, diversificación y prudencia en la economía panameña: Las fortalezas

Aspectos sectoriales. Panamá cuenta con una economía diversificada, donde ninguna actividad económica excede el 25% de participación con respecto al total – tal como demuestra la *Figura 6*. La tasa de crecimiento de 2013 (con respecto a 2007) de estas actividades atestiguan el cambio estructural que

experimentó la economía durante los últimos años – ese es el caso de la explotación de minas y canteras (con un crecimiento del 189.1%), construcción (183.6%), transporte, almacenamiento y comunicaciones (74.1%), hoteles y restaurantes (66.1%) y comercio (58.4%).

En ese sentido, el comercio recibe alrededor del 46% de la inversión directa extranjera. De acuerdo las proyecciones de la Organización Mundial del Comercio, se pronostica que el comercio mundial cerrará para este año con un crecimiento del 3.1% y se prevé que para el 2015 tendrá un crecimiento del 4%. En ese sentido, el comercio doméstico hoy crece alrededor del 3.3% anual, pero el hecho el sector de transporte, almacenamiento y comunicaciones hoy crezca casi al doble de esa cifra demuestra que el sector logístico local hoy está contribuyendo más valor agregado que el promedio mundial, y aprovecha eficiencias para su desarrollo.

Así, visto el anterior dinamismo y las oportunidades de crecimiento, el sector en los últimos seis trimestres (hasta el 1er. trimestre 2014) entre el 2010 y el 2012 recibió en promedio 513 millones de dólares de inversión.

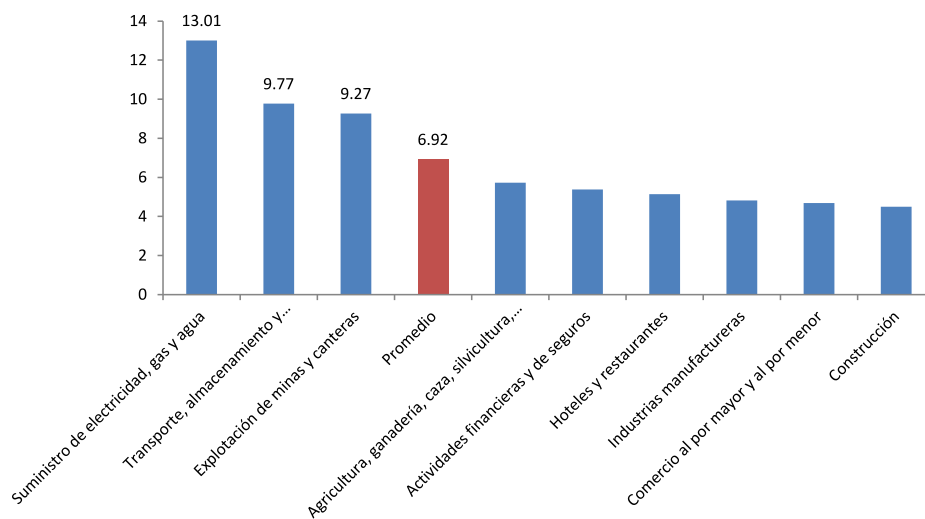


Figura 7. Déficit Efectivo del Sector Público No Financiero, Límite de la Ley de Responsabilidad Social Fiscal y PIB Nominal (en millones de balboas). La información del Balance Fiscal como porcentaje del PIB que se detalla está dada en base a la información publicada con el PIB proporcionado en ese momento por la Contraloría. Fuente: Dirección de Políticas Públicas, Ministerio de Economía y Finanzas e Instituto Nacional de Estadística y Censo.

Visto en el contexto de las demás actividades productivas, existen otros rubros que se hace necesario desarrollar visto su potencial. Así la Figura 7 calcula la productividad laboral en sectores selectos de la economía panameña. Tres actividades saltan a la vista: el suministro de electricidad, gas y agua (con una productividad un 88% más alta que el promedio total, el transporte, almacenamiento, y comuni-

caciones (con un 41% más alto que el promedio) y la explotación de minas y canteras (con una contribución de 34% mayor a la media total) La gráfica anota que en estos sectores existe el potencial de dinamizar un efecto multiplicador para generar motores de desarrollo económico futuro.

Estas actividades generan más valor agregado a la economía por cada trabajador que el resto de las industrias descritas, y por ello, generan mayor crecimiento económico. Y si bien existen retos a enfrentar en el desarrollo de cada uno de estos sectores (por ejemplo, mercados laborales estrechos en el ámbito logístico, y cuestiones ambientales y de sostenibilidad en la explotación minera), existe un genuino interés de consensuar arreglos que permitan el disfrute compartido y dinamicen la inversión social.

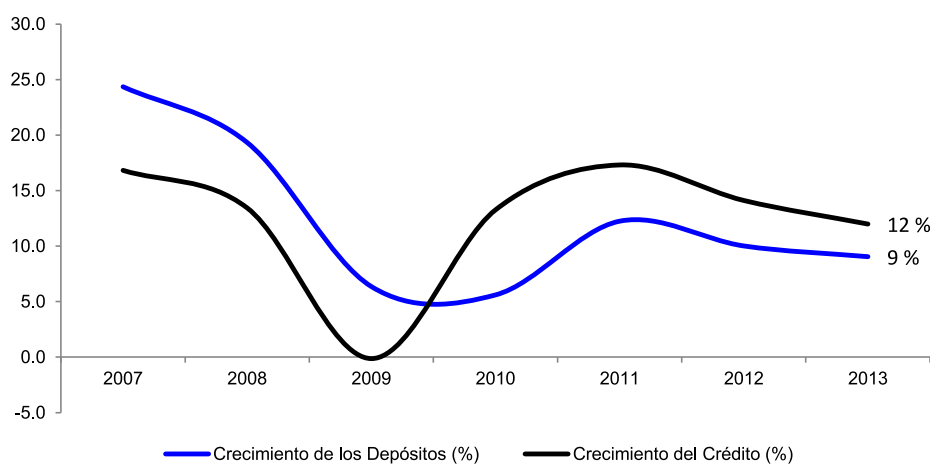


Figura 8. Crecimiento de los Depósitos y del Crédito para el Sistema Bancario Nacional (2007-2013). Fuente: Superintendencia de Bancos de la República de Panamá.

La confianza en los aspectos fundamentales y subyacentes en la economía panameña también se refleja en la actividad económica del Sistema Bancario Nacional, nervio central de la economía. Tal como aparece en la *Figura 8*, tras la crisis (y un breve repunte en el 2011), el crecimiento en los depósitos se ha estabilizado (cerca de un 6% al cierre del segundo trimestre del 2014) – no obstante, el crédito todavía mantiene un movimiento sano y balanceado (con un crecimiento del 16% desde el 2012, y de 12% al cierre del año pasado).

El sector terciario de la economía mantiene su demanda de recursos financieros, especialmente en las carteras de consumo personal (con una variación de 11.5%) e hipotecario (de 12.4%). Finalmente, los niveles de capital permanecen sanos (alrededor del 16%, por encima del 8% exigido).

La existencia de esta ley constituye un mínimo común denominador para que gobiernos en distintas administraciones realicen ejercicios estratégicos de prospectiva y negociación con el propósito de racionalizar la actividad del Estado, para establecer (y atenerse) a reglas establecidas y discutidas de antemano, tal como aparece en la *Figura 9*.

La aprobación de la LRSF fue un hito para frenar la tentación de devaluar la capacidad de crédito del país a causa de coyunturas de corto plazo. La LRSF buscó no sólo establecer una camisa de fuerza para el endeudamiento, sino ofrecer un incentivo para garantizar el valor del papel que emite el Tesoro Nacional.

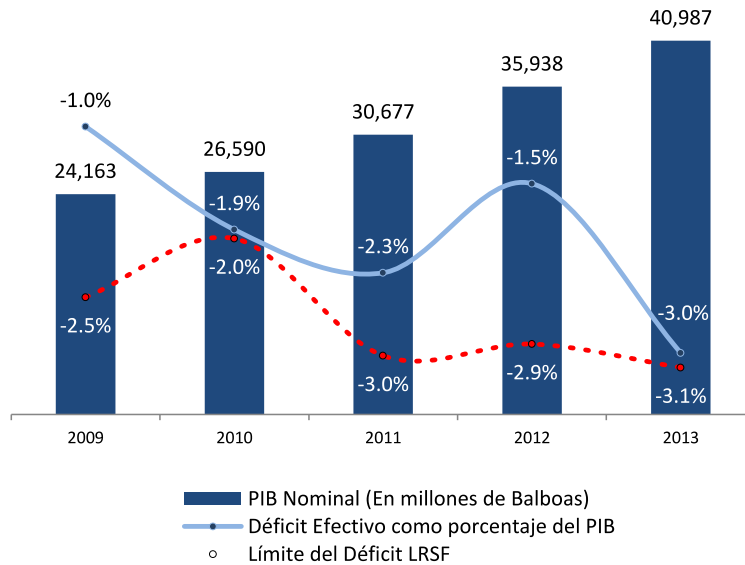


Figura 9. Déficit Efectivo del Sector Público No Financiero, Límite de la Ley de Responsabilidad Social Fiscal y PIB Nominal (en millones de balboas). La información del Balance Fiscal como porcentaje del PIB que se detalla está dada en base a la información publicada con el PIB proporcionado en ese momento por la Contraloría. Fuente: Dirección de Políticas Públicas, Ministerio de Economía y Finanzas e Instituto Nacional de Estadística y Censo.

Otro aspecto positivo de la LRSF fue de maximizar el efecto multiplicador de los déficits sobre el crecimiento económico nacional. De manera preliminar, podemos sugerir que cambios en los déficits del SPNF entre -3 y 3% del PIB inciden de manera inequívoca en el aumento del PIB (trimestral). Contener déficits a largo plazo dentro de ese rango mantiene integridad en la potencia del gasto público e impide el diluir su efecto sobre los agregados nacionales. Por el contrario, cambios en el déficit por encima de ese umbral están asociados a cambios negativos en el PIB (si bien es mayor la dispersión de los datos tras cambios en el déficit mayores a 500 millones). Concretamente, usando una aproximación promedio para el rango entre el umbral podemos sugerir que el cambio de un dólar de déficit tiene un efecto multiplicador de 8 centavos - hasta un umbral de 3%.

Con la garantía de la LRSF, el Estado panameño goza de mayor flexibilidad en la refinanciación de obligaciones existentes. Dependiendo de las circunstancias, permite la extensión y el manejo prudente de tales empréstitos si existe de por medio el compromiso del gobierno de no diluir el valor de estos activos.

Dentro de ese contexto, tal como aparece en la *Figura 10*, el gobierno panameño todavía goza de gran flexibilidad y holgura en el manejo de sus pasivos. Esta gráfica demuestra la diferencia entre el déficit

efectivo y el déficit óptimo (es decir, el déficit que mantiene estable la relación deuda / PIB) que toma en cuenta el ritmo de crecimiento de la economía y los costos de endeudamiento. Si la economía crece más rápido que los costos de endeudamiento (que desde el 2009 han experimentado una caída sustancial y progresiva), el espacio fiscal del gobierno será mayor porque la economía genera recursos por encima de los intereses atribuidos a la deuda. Si bien la diferencia entre el déficit efectivo y óptimo ha incrementado marginalmente (producto de un complejo año electoral), está todavía por debajo de los niveles del 2009, incluso a pesar de las circunstancias excepcionales que tuvieron lugar en el primer semestre del 2014 y en los próximos años se espera que se estabilice. En ese sentido, a pesar de lo anterior, el ritmo de crecimiento y los mecanismos institucionales, incluso con sus deficiencias, cortan por la prudencia y la cautela. Finalmente el calendario de amortización de la deuda, tal como aparece en la *Figura 11*, demuestra que la mayoría de estos empréstitos panameña tienen un perfil favorable (más de 75% de la deuda madura después del 2020, lo que permite la emisión de nuevas obligaciones y en la refinanciación de empréstitos existentes sin mayor aumento de costos).

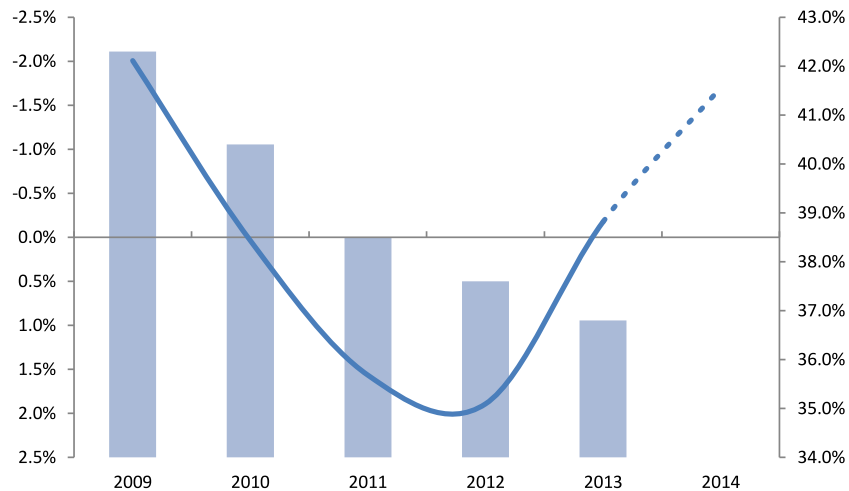


Figura 10. Diferencia entre el déficit efectivo (2014, pronosticado) y el déficit óptimo (a fin de mantener la relación deuda / PIB constante a un 40%, línea azul, ordenada izquierda) y la relación deuda / PIB efectiva (barra celeste, ordenada derecha). La relación se estima usando la ecuación $(n-r) b^* = d$, usando datos anuales donde n es la tasa de crecimiento nominal de la economía (2014 proyectado al 11%), r es el costo ponderado de la deuda panameña, b^* es la relación deuda / PIB de 40% establecida por la LRSF y d es el déficit para mantener tal relación. Fuente: Cálculos del autor a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística y Censo.

Hacia una Nueva Normal: Eficiencia y balance en políticas públicas.

El nuevo panorama de crecimiento es claro: con el repliegue, normalización y re-enfoque de la actividad del Estado en esta nueva etapa de fortalecimiento e institucionalización del crecimiento económico, la generación directa de demanda agregada pasará a segundo plano. El Estado propiciará el rol del sector privado en la creación de riqueza a fin mantener los logros alcanzados, especialmente en

sectores claves donde existe el potencial de un efecto multiplicador. Lo anterior tiene ribetes importantes entorno a la gestión de políticas y proyectos ya que el Estado en vez de ser protagonista, pasará a un rol de facilitador y garante.

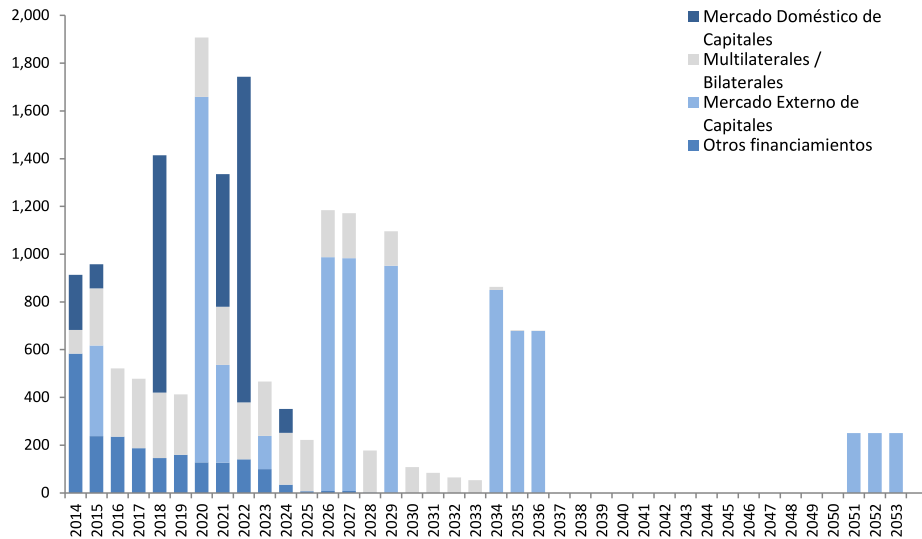


Figura 11. Perfil de la deuda interna y externa para la República de Panamá (en millones). Fuente: Dirección de Crédito Público, Ministerio de Economía y Finanzas.

Por eso, un modelo de crecimiento que incube la antedicha coincidencia divina entre un crecimiento estable y balanceado y niveles bajos de inflación, se apoya en los ya sólidos fundamentos de la economía panameña reseñados con antelación, sin obviar las necesidades en materia de inversión social para crear capacidades y oportunidades en la población.

Existen varios retos para hacerle frente a esta nueva normalidad en materia de crecimiento económico. Por un lado, si bien el rol del Estado panameño hoy comienza su repliegue respecto a sus pares latinoamericanos (tal como aparece en la Figura 12 panel superior, que muestra el impulso fiscal, o el déficit primario cíclicamente ajustado, una medida del gasto discrecional ajustada a los gastos endógenos al ciclo económico). El impacto marginal de este gasto público hoy comienza a dar señas de desgaste en su incidencia en la disminución marginal de la pobreza – como aparece en la misma figura, panel medio.

Esta última gráfica muestra el impulso fiscal (en azul) y la disminución porcentual de la pobreza (urbana). En efecto, vemos que el aumento del gasto discrecional del Estado se tradujo inicialmente en disminuciones marginales en la pobreza, tendencia que continuó incluso con el repliegue fiscal temporal que tuvo lugar en el 2006 y el 2007 (vista la dinamización del sector privado). Tras la desaceleración que trajo consigo la crisis, el repunte del gasto discrecional en los últimos años no se tradujo en dramáticas disminuciones de la pobreza, lo que advierte sobre la eficiencia del gasto público en hacerle frente a la problemática. Peor aún, al perder potencia el rendimiento social de este gasto, sus

efectos macroeconómicos asumen mayor relevancia. Al no ser absorbido adecuadamente en materia de bienestar, el incremento de la demanda se tradujo en mayores precios, tal como aparece en el panel inferior de la *Figura 11*.

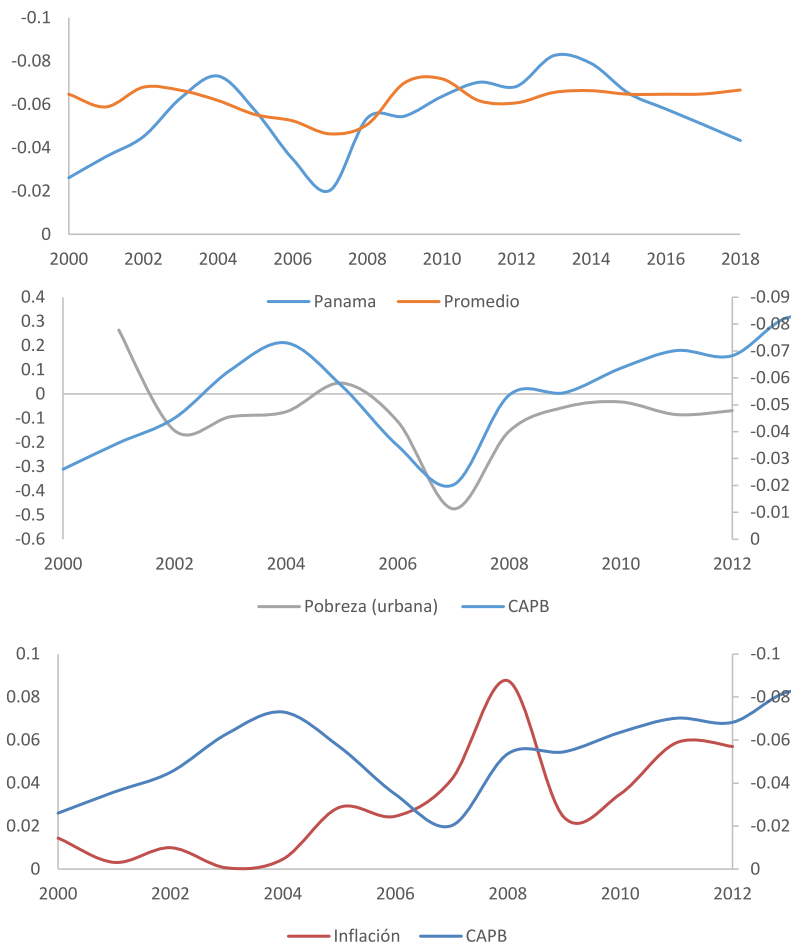


Figura 12. [*Panel superior*]: Balance primario cíclicamente ajustado para Panamá (CAPB, en azul) y para pares grado de inversión (Chile, Colombia, Costa Rica, México, Perú y Uruguay). Para el CAPB se utilizó como instrumento de PIB potencial la media móvil con una ventana de cinco años. Para información metodológica ve Fedelino y otros (2009). Fuente: Cálculos del autor a partir de datos del Fondo Monetario Internacional. [*Panel medio*] Balance primario cíclicamente ajustado (CAPB, en azul, ordenada derecha) y disminución en la pobreza urbana (en gris, ordenada izquierda) Fuente: Cálculos del autor a partir de datos del Fondo Monetario Internacional. [*Panel inferior*]. Balance primario cíclicamente ajustado (CAPB, en azul) e inflación (en rojo). Fuente: Base de Datos Socioeconómicos para América Latina y el Caribe (SEDLAC) y cálculos del autor.

Esta transición a una nueva normal es resultado de un proceso de desarrollo y crecimiento que sentó bases a mediados de los noventa, cuando se echaron los fundamentos para dinamizar el rol del Estado en la economía y se facilitó el rol de la empresa privada en la actividad local. El proyecto de ampliación de El Canal de Panamá inaugura un proceso de crecimiento que aceleró el ritmo de la economía a

niveles inéditos pero a la vez presionó la capacidad productiva de la economía – hecho que se reflejó temporalmente en mayores niveles de inflación.

Sin embargo, este proceso de aceleración captó la atención de inversionistas extranjeros y empresarios locales. Tras lograr importantes objetivos en materia económica, hoy se evidencia una transición a un modelo más balanceado de actividad económica que busca fortalecer e institucionalizar los logros alcanzados. A mediano plazo, se propone un programa de inversiones y gestión pública que enfatiza la construcción de infraestructura para suplir necesidades sociales y desarrollar capital humano – tal y como aparece en la Tabla 2.

Tabla 2. *Proyectos selectos para el proceso del modelo de desarrollo y crecimiento para Panamá 2015-2018.*

Proyecto
Renovación urbana de Colón
Programas de sanidad básica y agua potable
Construcción de hospitales y centros de salud a nivel nacional
Construcción y mantenimiento de escuelas a nivel nacional
Reparación y construcción de nuevas carreteras, drenajes y puentes
Construcción de la 2da. Línea del Metro de Panamá

Nota: Adaptado de Dirección de Programación de Inversiones.

Con eso en mente, a futuro, un ritmo de crecimiento balanceado y sostenible no se enfocará exclusivamente en el nivel de la inversión pública, sino en su eficiencia en hacerle frente a tercios problemas nacionales. En vez de intervenciones públicas ambiciosas, los problemas sociales a futuro se tratarán quirúrgicamente a través de intervenciones limitadas, temporales y circunscritas a temas específicos, a fin de lograr objetivos claramente definidos. Sólo así abordaremos los importantes retos nacionales en materia social sin trastocar las perspectivas favorables que nos ofrece la coincidencia divina y el regreso gradual a niveles moderados, sostenibles y duraderos de crecimiento y menores niveles de inflación.

Referencias

- Acosta, E. (2004). La economía panameña (1903-2003). En A. Castillero Calvo (Ed.) *Historia general de Panamá* (Vol. III, Tomo III). Panamá: Comisión Nacional del Centenario.
- Barletta, N. A. (2004). El sistema monetario y la banca en Panamá. En A. Castillero Calvo (Ed.) *Historia general de Panamá* (Vol. III, Tomo II). Panamá: Comisión Nacional del Centenario.
- Blanchard, O., & Galí, J. (2005). *Real wage rigidities and the new Keynesian model* (Working Paper No. 11806). Recuperado del sitio web de National Bureau of Economic Research: <http://www.nber.org/papers/w11806.pdf>

- Blanchard, O., & Kiyotaki, N. (1987). Monopolistic competition and the effects of aggregate demand. *American Economic Review*, 77, 647-646.
- Edwards, S., & Losada, F. (1994). *Fixed exchange rates, inflation and macroeconomic discipline* (Working Paper No. 4461). Recuperado del sitio web de National Bureau of Economic Research: <http://www.nber.org/papers/w4661.pdf>
- Fedelino, A., Ivanova, A., & Horton, M. (2009). *Computing cyclically adjusted balances and automatic stabilizers* (IMF Technical Paper.) Recuperado del sitio web de Fondo Monetario Internacional: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2009/tnm0905.pdf>
- Fisher, E. (2014). *La inflación en Panamá: Un modelo descriptivo y econométrico* (en proceso de publicación).
- Fondo Monetario Internacional. (2012). *IMF Executive Board Concludes 2011 Article IV Consultation with Panama*. (Public Information Notice No. 12/26). Recuperado de <https://www.imf.org/external/np/sec/pn/2012/pn1226.htm>
- Fondo Monetario Internacional. (2013). *Panama: 2012 Article IV Consultation*. Recuperado de: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1388.pdf>
- Fondo Monetario Internacional. (2013). *World Economic Outlook: Transitions and tensions*. Recuperado de: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/pdf/text.pdf>
- Fondo Monetario Internacional. (2014). *El FMI concluye la misión a Panamá sobre la Consulta del Artículo IV de 2014* (Comunicado de Prensa No. 14/66). Recuperado de <https://www.imf.org/external/spanish/np/sec/pr/2014/pr1466s.htm>
- Fondo Monetario Internacional. (2014). *Perspectivas de la economía mundial* [Base de datos]. Recuperado de <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx>
- Goldfajn, I., Olivares, G., Frankel, J. & Milesi-Ferretti, G.M. (2001). Full dollarization: The case of Panama. *Economia*, 1, 101-155.
- INDESA (2007). *Impacto del Proyecto de Ampliación del Canal de Panamá sobre la inflación interna y los mercados de algunos insumos*. (Documento de trabajo). Panamá: Autoridad del Canal de Panamá.
- Moreno-Villaz, J. (1999). Lessons from the monetary experience of Panama: A dollar economy with Financial Integration. *The Cato Journal*, 18, 421-439.
- Phelps, E. (1967). Phillips Curves, expectations of inflation and optimal unemployment over time. *Economica*, 34(135), 254-81.
- Salvatore, D. (2001). Which countries in the Americas should dollarize. *Journal of Policy Modelling*, 23, 347-355.