

## La Economía de los Mercados Emergentes: Panamá

### Mercados Emergentes – Latinoamérica

Por: Cem Karacadag  
+1 212 325 7623  
[cem.karacadag@credit-suisse.com](mailto:cem.karacadag@credit-suisse.com)

### **Panamá: El proyecto del Canal, ¿elefante blanco o gallina de los huevos de oro?**

Mucho depende de la aprobación de la ampliación del Canal de Panamá mediante un referéndum más adelante en el 2006 o a inicios del 2007. El auge actual de inversiones, los índices altos de crecimiento y una reducción rápida en la deuda del sector público a largo plazo, todos dependen de ella en gran medida. De aprobarse, este proyecto de 8 años a un costo de \$5.25 mil millones (el 30% del producto interno bruto del 2006) tiene el potencial de ser el evento crediticio de mayor importancia de Panamá en la próxima década.

La semana pasada hicimos una visita a Panamá para examinar las perspectivas de la aprobación del proyecto en el referéndum nacional y los riesgos que el proyecto conlleva. Nuestras conclusiones principales son las siguientes:

- Consideramos que hay un 90% de probabilidad de que el proyecto se apruebe. Los partidos políticos están a favor del proyecto y la oposición de los grupos de la sociedad civil ha sido callada. El gobierno está procediendo a paso lento para dar tiempo al debate público y al consenso político. El auge actual de inversiones y la actividad económica boyante también actúan en apoyo del gobierno y su propuesta para ampliar el Canal de Panamá.
- El único riesgo de mayor importancia de la aprobación del proyecto es que el público pueda utilizar el referéndum como voto de protesta contra el gobierno. Aunque ahora mismo esto no constituye un factor de riesgo, dados los altos índices de aprobación del Presidente Torrijos, ello bien podría convertirse en uno en los próximos meses.
- Consideramos que el proyecto de ampliación del Canal de Panamá es más un proyecto de tipo gallina de los huevos de oro en lugar de un elefante blanco: aunque no tenemos una opinión experta sobre el proyecto, nuestra revisión y la debida diligencia sugieren que el proyecto de la ampliación está bien justificado; que los pronósticos de la demanda del mercado, los precios e ingresos son razonables, y que los estimados de su costo son realistas y están bien asegurados contra los riesgos imprevistos.

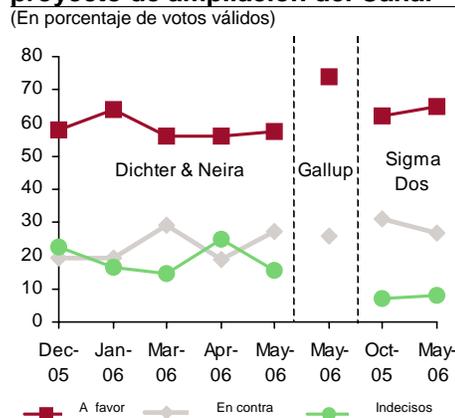
- Nuestro análisis de la sensibilidad del proyecto sugiere que las suposiciones para su financiamiento son sólidas y razonablemente robustas, aún si el volumen y crecimiento de los ingresos sean menores de lo esperado. Bajo un escenario desfavorable, la ACP tendría que financiar una deuda de otros \$1,000 a \$1,500 millones en costos del proyecto, además de los \$2.3 mil millones contemplados para el período entre el 2009 y el 2011.

## La ampliación del Canal de Panamá será aprobada

**Consideramos que existe un 90% de probabilidades que la ampliación del Canal de Panamá se apruebe en un referéndum nacional a fines del 2006 o a inicios del 2007.** Esta estimación se basa en la inmensa importancia del proyecto y el potencial de impacto positivo sobre Panamá, las encuestas recientes, la falta de oposición política formal a la ampliación, la ausencia de argumentos técnicos y financieros apremiantes (hasta donde hemos podido observar) contra el proyecto, y la campaña planificada que la Autoridad del Canal de Panamá (ACP) mantiene en favor del proyecto.

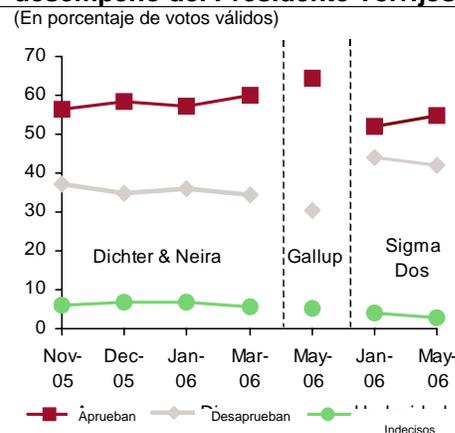
**Las encuestas de opinión indican que alrededor del 60% de los votantes potenciales apoyan la ampliación del Canal.** La aprobación del proyecto depende del voto afirmativo de la mayoría de los votantes. Según las encuestas realizadas (Cuadro 1), el apoyo al proyecto ha sido ampliamente estable desde finales del 2005. En contraste, los que se oponen a la ampliación han fluctuado entre el 20% y el 30%, y en la actualidad representan cerca del 30%, según la mayoría de las encuestas hechas en mayo. Las encuestas sobre el proyecto de ampliación son generalmente similares a las encuestas sobre el Presidente Torrijos, cuyos índices de aprobación están en el mismo nivel –alrededor del 60% (Cuadro 2). Aunque las encuestas indican una gran probabilidad de que el proyecto de ampliación se aprobaría si el referéndum se celebrara hoy, todavía faltan varios meses antes de que dicho referéndum se celebre. Por lo tanto, para lograr conclusiones de mayor fuerza sobre la posibilidad de un voto afirmativo, hay que hacer un análisis de los factores que impulsan el sentimiento de los votantes.

**Cuadro 1: Opinión pública sobre el proyecto de ampliación del Canal**  
(En porcentaje de votos válidos)



Fuentes: Diversas encuestas y Credit Suisse

**Cuadro 2: Índices de aprobación del desempeño del Presidente Torrijos**  
(En porcentaje de votos válidos)



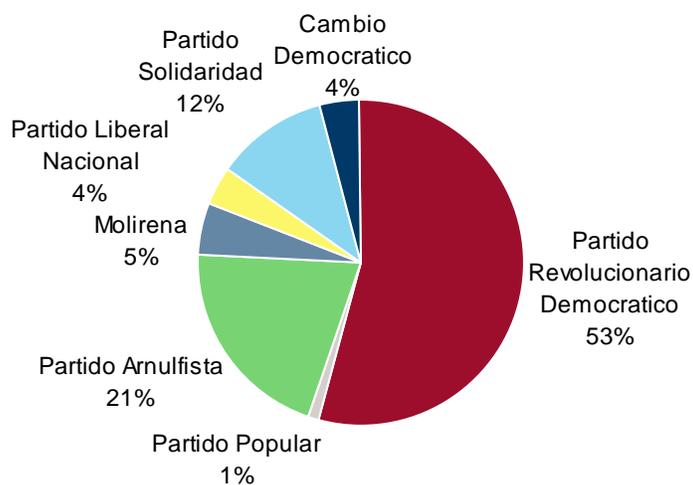
Fuentes: Diversas encuestas y Credit Suisse

### No existe, virtualmente, oposición política alguna a la ampliación del Canal de Panamá.

El partido político del Presidente Torrijos, el Partido Revolucionario Democrático, mantiene 42 de las 78 curules de la Asamblea Nacional y apoya abiertamente el proyecto (Cuadro 3). Casi todos los partidos políticos de la oposición también apoyan el proyecto, aunque no abiertamente por razones políticas. El amplio apoyo del congreso panameño proviene, en parte, de la administración hábil de la publicidad del plan de ampliación: antes de divulgar el plan al público el 24 de abril, la Autoridad del Canal de Panamá celebró sesiones a puerta cerrada con los representantes de cada uno de los partidos de oposición con el fin de facilitar el diálogo, construir un consenso y anticiparse a la oposición pública del proyecto. No obstante, el apoyo político formal del proyecto no garantiza el éxito del referéndum. Los votantes están algo desilusionados con los partidos políticos existentes y una acción política directa por parte de los grupos de la sociedad civil y de los ciudadanos puede determinar las decisiones que se toman en cuanto a las políticas, tal como ocurrió el año pasado cuando se dio una demora de seis meses en la reforma del Seguro Social. Según las palabras de un prominente experto local: “Las políticas se deciden en las calles de Panamá”.

#### Cuadro 3: Partidos políticos en la Asamblea Nacional

(En porcentaje de curules en la Asamblea Nacional)



Fuente: Asamblea Nacional y Credit Suisse

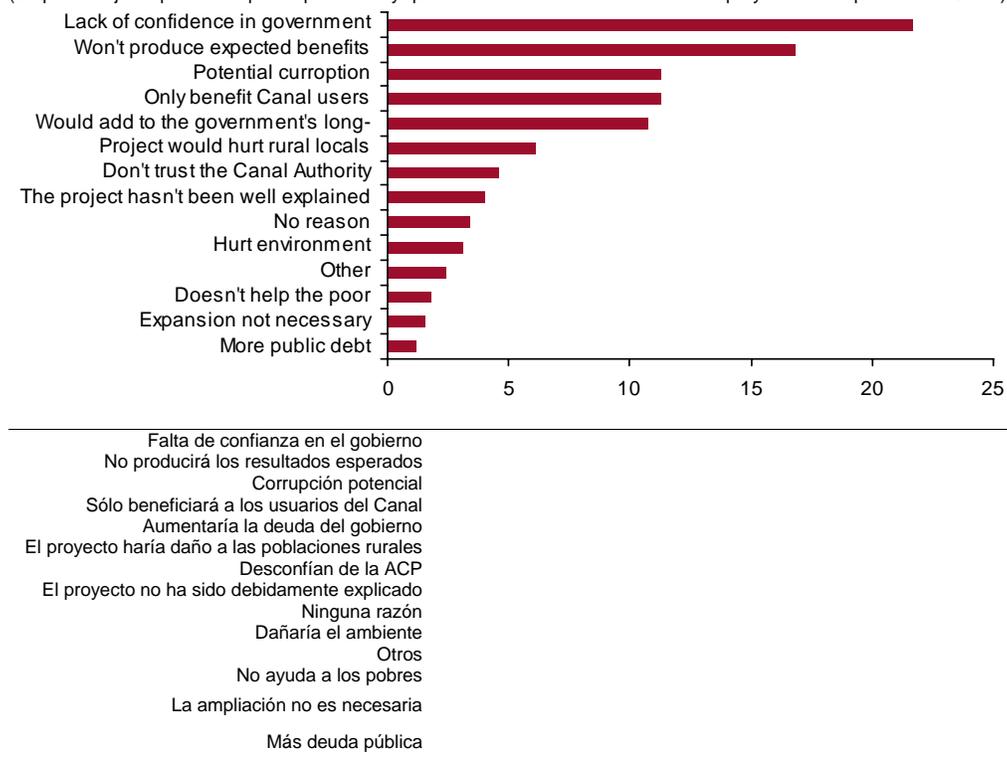
Hasta la fecha, la oposición política por los grupos de la sociedad civil ha sido callada, en parte debido a los méritos técnicos del proyecto de ampliación del Canal. La investigación e informes presentados por los medios locales de comunicación parecen haber llegado a la conclusión de que el proyecto es sólido y positivo para Panamá. Por lo tanto, los medios de comunicación parecen apoyar el proyecto. Nuestras discusiones con los periodistas y encuestadores que mantienen un contacto estrecho con el pulso de la opinión pública indican que el público también apoya ampliamente el proyecto. Quienes anteriormente se opusieron al proyecto por temor de ser desalojados de la Cuenca del Canal de Panamá ya no están en contra del mismo porque el proyecto no contempla la sumersión bajo el agua de las áreas actualmente pobladas. En nuestra reunión con un representante de un grupo de intelectuales opuestos, no encontramos un argumento apremiante contra el proyecto por razones técnicas ni de otra índole. Tal como lo analizamos en mayor detalle a continuación, existen riesgos de demanda, costo y ejecución, pero los mismos se muestran manejables y, en nuestra opinión, están muy por debajo del costo de oportunidad de no proceder con el proyecto.

**El gobierno se ha comprometido a asegurar la aprobación del proyecto de ampliación, y está procediendo con cautela para lograrlo.** La rápida aprobación de las reformas fiscales y del Seguro Social por parte de la Asamblea Nacional en el 2005 creó fuertes reacciones contra el gobierno por parte de los grupos de la sociedad civil, que demoraron la implementación de las políticas en cuestión. En el caso del proyecto de ampliación del Canal —que tiene implicaciones mucho más amplias y de más largo plazo para el país—el gobierno está procediendo deliberadamente a un ritmo mucho más lento, dando tiempo al debate y escrutinio públicos. El Presidente Torrijos reorganizó su Consejo de Gabinete, relevando a Héctor Alemán (ex-Ministro de Gobierno) y a Ricaurte Vásquez (ex-Ministro de Hacienda) de sus cargos en el Gabinete, reasignándolos a dirigir los esfuerzos para asegurar la aprobación de la ampliación del Canal en el referéndum. El señor Alemán es un político hábil reconocido y está a cargo de movilizar un apoyo de raíces populares, mientras que el muy respetado ex-Ministro de Hacienda, señor Vásquez, quien anteriormente fuera el director de finanzas y es actualmente el Presidente de la Junta Directiva de la Autoridad del Canal de Panamá, está encargado de orquestar la campaña de información. La ACP está organizando reuniones sobre la ampliación del Canal con comunidades por todo el país y con los sindicatos laborales, cámaras de comercio, estudiantes universitarios y demás grupos y hasta la fecha, esta campaña de información ha tenido una buena recepción. Aparentemente, el gobierno desea presentar el plan de la ampliación del Canal a la Asamblea Nacional para fines de junio. Después que la Asamblea debata y apruebe un proyecto de ley para celebrar un referéndum, deberán transcurrir un mínimo de 3 meses antes de que el gobierno organice dicho referéndum, lo que indica que es posible que el mismo se celebre tan pronto como octubre o noviembre del 2006 o, como máximo, a inicios del 2007.

**El riesgo único de mayor importancia de la aprobación del proyecto es que el referéndum se utilice como un voto de protesta contra el gobierno.** Ello ocurre, en parte, por el hecho de que quienes se oponen a la ampliación del Canal citan con mucha frecuencia como su motivo la “falta de confianza en el gobierno” (Cuadro 4). Aunque ahora mismo no hay riesgo de que se una el desempeño del gobierno con el proyecto de la ampliación del Canal debido a los índices altos de aprobación del Presidente Torrijos, ello puede convertirse en fuente de vulnerabilidad durante los próximos meses antes del referéndum. A pesar de los recientes índices altos de crecimiento (el producto interno bruto real en 2004-2005 fue de un promedio del 6%), la pobreza continúa siendo alta y el progreso en las áreas de la vida diaria de la población —la confianza en la fuerza de la policía y el sector del transporte— es relativamente lento. También hay el antecedente de referéndums anteriores que se han convertido en votos de protesta contra el gobierno de Panamá. En dos otros referéndums celebrados en 1992 y 1998, en los que los gobiernos de turno propusieron la eliminación de las fuerzas armadas (1992) y que se permitiera que los presidentes que ocupaban el poder pudieran reelegirse por otro período (1998), los votantes rechazaron las propuestas.

**Cuadro 4: ¿Por qué votaría usted contra el proyecto de ampliación del Canal?**

(En porcentaje de personas que respondieron y que tienen intención de votar contra el proyecto de ampliación del Canal)



Fuente: Dichtner &amp; Neira y Credit Suisse

**A falta de un escándalo o desacuerdo político mayor, es de esperar que los votantes aprueben el proyecto.** El auge actual de las inversiones y de la construcción en anticipación a la ampliación del Canal está sosteniendo el impulso del crecimiento económico, y la inversión extranjera en los bienes raíces está teniendo un efecto tangible de prosperidad en las vidas de muchos ciudadanos ordinarios. En nuestra opinión, el enfoque deliberado y metódico por parte del gobierno para levantar un apoyo de raíces populares y un consenso político, además de los méritos técnicos del proyecto, llevarán, con toda probabilidad, a la aprobación de la ampliación del Canal.

## Por qué ahora y no después

**El megaproyecto propuesto para ampliar el Canal de Panamá que tomará 8 años a un costo de \$5.25 mil millones tiene su motivación en la importancia cada vez mayor de los buques del tipo Pospanamax en el comercio mundial y la demanda creciente.** La ACP estima que el Canal alcanzará su máxima capacidad entre los años 2009 y 2012, lo que a su vez obstaculizará la calidad de su servicio y su competitividad. La aseveración de que el Canal está llegando a su capacidad máxima se basa en varios factores:<sup>1</sup>

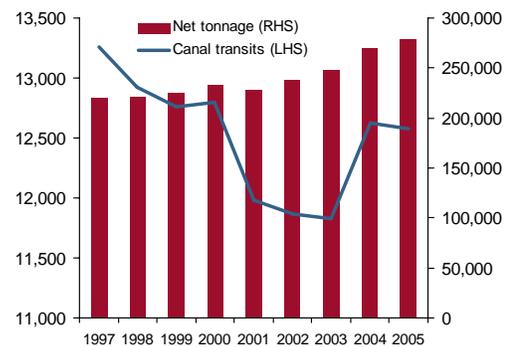
<sup>1</sup> A menos que se indique lo contrario, la información que se resume en esta sección se basa primordialmente en la "Propuesta para la Ampliación del Canal de Panamá: Proyecto de Tercer Juego de Esclusas" de la Autoridad del Canal de Panamá (ACP) (24 de abril de 2006), que puede consultarse en <http://www.panCanal.com/eng/plan/documentos/propuesta/acp-expansion-proposal.pdf>.

- El tamaño promedio de los buques que transitan el Canal ha aumentado un 20% en los últimos cinco años. Por ejemplo, en 2005, casi el 45% de los barcos que lo transitan fueron de la manga máxima que el tamaño del Canal permite, o sea un 35% más que en el año 2000. El aumento en el tamaño de los buques ha causado volúmenes crecientes de carga, a pesar de una disminución en la cantidad de tránsitos (Cuadro 5).

- Las reservaciones de tránsito y el índice de rechazo de solicitudes de cupos de reservación han aumentado. En el año 2000, el 40% de los usuarios solicitaron reservaciones, y sólo se rechazó el 1% de dichas solicitudes. En el 2005, el 73% de los usuarios solicitaron cupos, pero sólo el 55% los recibieron. El 18% restante de los usuarios tuvieron que transitar según su orden de llegada, tomando un tiempo mayor de espera para transitar.

### Cuadro 5: Tránsitos y tonelaje que transitan por el Canal

(A la izquierda, en unidades y a la derecha en miles de toneladas CP/SUAB)



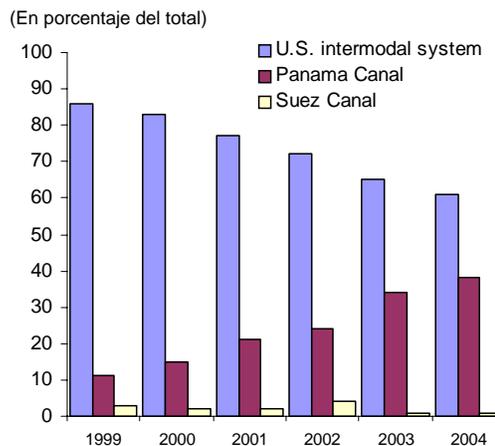
Fuente: INDESA y Credit Suisse

- **El tráfico pesado del Canal no le permite a la ACP suficiente tiempo para realizar el mantenimiento necesario.** Por ejemplo, en junio del 2004, el trabajo de mantenimiento creó una acumulación de 120 buques, triplicando el tiempo de espera de los buques que no tenían cupo de reservación y las operaciones no se normalizaron sino hasta 15 días después.
- Los estudios técnicos indican que el Canal tiene una capacidad máxima sostenible de 330 millones a 340 millones de toneladas CP/SUAB<sup>2</sup>, en comparación con los 279 millones de toneladas CP/SUAB que transitaron por el Canal en el 2005. Por lo tanto, el Canal operó al 85% de su capacidad en el 2005. Las proyecciones de crecimiento de la demanda de la ACP indican que el Canal copará su capacidad máxima en algún momento entre los años 2009 y 2011.

<sup>2</sup> CP/SUAB significa Sistema Universal de Arqueo de Buques del Canal de Panamá, que es la unidad de medida en toneladas de carga que transitan por el Canal de Panamá. La tonelada CP/SUAB sirve de unidad para determinar los peajes y mide la capacidad volumétrica de carga (en lugar de ser una unidad de medida en base al peso). Una tonelada CP/SUAB equivale aproximadamente a 100 pies cúbicos de espacio de carga.

**La participación del Canal en el mercado ha crecido rápidamente en los años recientes, pero al acercarse a su máxima capacidad, corre el riesgo de tornarse menos competitivo y confiable.** La participación del Canal en el segmento de los buques portacontenedores que utilizan la ruta del Asia hasta la costa este de los Estados Unidos aumentó a 38% en el 2004, de 11% en 1999, contra sus dos competidores principales, el sistema intermodal de los Estados Unidos y el Canal de Suez<sup>3</sup> (Cuadro 6). El crecimiento de la participación en el mercado se ha logrado en parte mediante inversiones y mejoras que se le han hecho al Canal a un costo de \$1,000 millones durante décadas anteriores, incluso la ampliación del Corte Culebra, el reemplazo de la flota de locomotoras y de sus rieles, y la profundización del lago Gatún. Sin embargo, a medida que el Canal se acerca a su capacidad máxima, las demoras del tráfico pueden tener repercusiones costosas en los puertos de escala subsiguientes, haciendo más cara la ruta por el Canal.

**Cuadro 6: Participación del Canal en el mercado de los portacontenedores desde el Asia hasta la costa oeste de los Estados Unidos**



Fuente: Autoridad del Canal de Panamá y Credit Suisse

Azul: Sistema intermodal de los Estados Unidos  
 Morado: Canal de Panamá  
 Blanco: Canal de Suez

**La capacidad del Canal de Panamá de mantener su competitividad y continuar aumentando su participación en el mercado depende de su capacidad de proporcionar paso a los buques Pospanamax.** En la actualidad, los buques Pospanamax –que no caben por el Canal– constituyen el 27% de la capacidad global de la carga en contenedores, y la ACP estima que su participación aumentará a 37% para el año 2011, debido a las economías de escala que se logran con estos buques. Es muy posible que los buques Pospanamax sean la fuente principal del crecimiento futuro de los volúmenes mundiales de carga. Su tránsito por el Canal ampliado le permitiría a la ruta por Panamá atender mayores volúmenes de carga con menos tránsitos, con lo que el Canal podría reducir sus costos de operación y maximizar sus ingresos. Sin la ampliación, el Canal de Panamá quedaría sin ventaja ante la competencia. El Canal de Suez puede atender los buques Pospanamax (aunque requiere un tiempo de viaje mayor desde el Lejano Oriente), y las principales ventajas del sistema intermodal de los Estados Unidos son la capacidad de sus puertos para atender los buques Pospanamax y los tiempos menores de viaje (aunque es menos confiable y más caro).

<sup>3</sup> El sistema intermodal de los Estados Unidos transporta mercaderías por mar hasta los puertos de la costa oeste de los Estados Unidos, y luego por ferrocarril hasta la costa este. Véase una discusión detallada sobre la posición competitiva y potencial del Canal de Panamá, del sistema intermodal de los Estados Unidos y del Canal de Suez en las páginas 19-26 de la Propuesta de la ACP para la ampliación del Canal.

## Los estimados de la demanda del mercado son realistas y apremiantes

**La ACP estima que con la ampliación del Canal, el volumen en toneladas CP/SUAB aumentará un promedio de 3% por año durante los próximos 20 años.** A ese ritmo, el volumen anual de toneladas CP/SUAB podría duplicarse hasta más de 500 millones de toneladas CP/SUAB en el año 2025, en comparación a los 279 millones de toneladas del 2005. Este estimado se basa en el crecimiento del comercio mundial, el crecimiento que se espera en la carga en contenedores como porcentaje del comercio mundial, la reubicación de las manufacturas al noreste de Asia, y el crecimiento de la demanda regional e intraregional. En base a estos factores, la ACP considera que el Canal de Panamá ampliará su participación en el mercado de la carga en contenedores de la ruta del noreste de Asia hasta la costa este de los Estados Unidos a 49% en el año 2025; sin la ampliación del Canal, su participación podría bajar a 23%. La ACP estima que el Canal ampliado podría generar ingresos adicionales de \$12.7 mil millones (57% del producto interno bruto estimado del 2006) durante los 11 años (desde 2015 hasta 2025) después de concluido el proyecto de ampliación, y que las ganancias netas por tonelada CP/SUAB podrían aumentar cuatro veces más que las del año 2005.

**En general, los proyectos grandes están sujetos al riesgo de una sobreestimación de la demanda y de los ingresos.** En un estudio de “megaproyectos”, intitulado “Megaproyectos y sus Riesgos; Una Anatomía de la Ambición” (*Megaprojects and Risk; An Anatomy of Ambition*),<sup>4</sup> los autores encontraron que los diseñadores y empresarios de los grandes proyectos a menudo sobreestiman sustancialmente la demanda de los productos o servicios de los proyectos nuevos. Dan ejemplos de la demanda real que sólo llega a ser la mitad o menos de los pronósticos originales, aunque una encuesta más completa de los proyectos de ferrocarril y carreteras que se citan en el antedicho libro sugiere que aunque los proyectos de ferrocarril tendían a lograr inicialmente un menor desempeño que los pronósticos de la demanda, los proyectos de carreteras tendían a lograr un desempeño mayor. Los autores atribuyen la sobreestimación de la demanda a diversos factores, entre ellos los datos pobres para desarrollar los pronósticos, los cambios inesperados del ambiente de las operaciones que incluyen traumas exógenos, y la propensión de los consultores de favorecer los proyectos.

**Consideramos que las lecciones aprendidas de otros “megaproyectos” no aplican necesariamente al Canal de Panamá, y que los pronósticos de la demanda de la ACP son razonables.** A diferencia de la mayoría de los proyectos encuestados por Flyvbjerg y otros (2003), el proyecto de la ampliación del Canal de Panamá no es un proyecto nuevo sin precedentes ni sin buenos antecedentes. En lugar de ello, el Canal de Panamá tiene una larga historia de operaciones desde principios del siglo veinte, funciona en una industria madura que ha sido estudiada a cabalidad, y mantiene una serie de datos a través de largos años como base para pronosticar la demanda futura.

**Los estudios anteriores del Canal de Panamá han subestimado el crecimiento del volumen de la carga.** En las palabras de un prominente experto local, la demanda del mercado del Canal se ha “estudiado al infinito” y los estudios han “subestimado constantemente la demanda real” a través de los años. En un estudio contratado por la ACP en el año 2001, los autores proyectaron que el volumen y los ingresos por peajes del Canal

---

<sup>4</sup> “Megaproyectos y sus Riesgos: Una Anatomía de la Ambición” por Bent Flyvbjerg, Nils Bruzelius y Werner Rothengatter (Cambridge University Press, 2003).

alcanzarían los 266 millones de toneladas CP/SUAB y \$667 millones, respectivamente, para el 2005.<sup>5</sup> En contraste, el volumen de carga que transitó por el Canal llegó a 278 millones de toneladas CP/SUAB y los ingresos por peajes alcanzaron \$885 millones en el 2005, sobrepasando las cantidades pronosticadas en 4.5% y 27%, respectivamente. El aumento mayor de lo proyectado en el volumen e ingresos del Canal se atribuyó en parte al advenimiento en años recientes de la carga que se transporta en los buques portacontenedores.

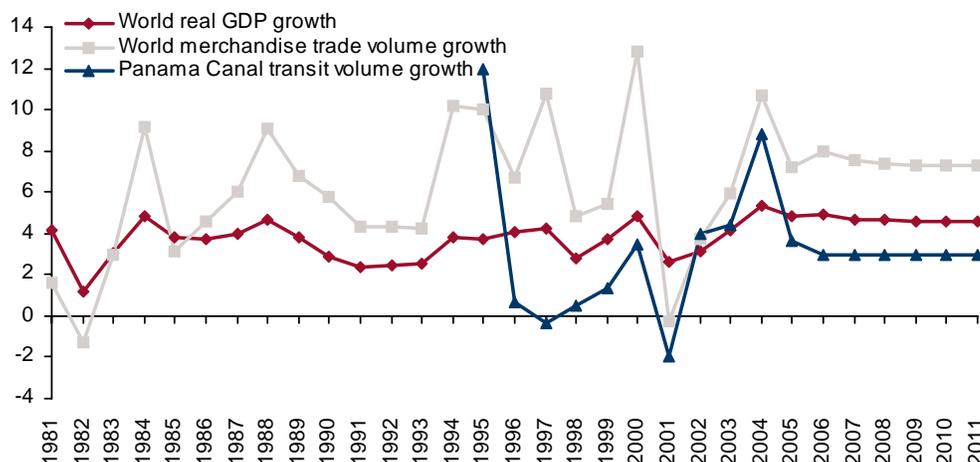
**Las tendencias recientes y los pronósticos actuales de la producción y el crecimiento del comercio mundial apoyan los pronósticos de la ACP del crecimiento de la demanda.** Durante el período de 1995 al 2005, los volúmenes de tránsito del Canal de Panamá aumentaron un promedio de 3.3% por año, quedándose atrás en comparación con el índice promedio de crecimiento anual de la producción mundial (4%) y del comercio de mercaderías (7%) durante el mismo período (Cuadro 7). No obstante, desde 1998, el crecimiento del volumen de tránsito del Canal ha sido similar a la tasa de crecimiento del comercio mundial, con un coeficiente de correlación de 0.8. Al extrapolar las cantidades del pasado reciente con los pronósticos que ha hecho el Fondo Monetario Internacional en cuanto a la producción mundial y crecimiento anual del comercio de mercaderías de un promedio de 4.7% y 7.5% respectivamente, el pronóstico de la ACP de un crecimiento anual de 3% en el volumen de tránsito por el Canal tiene posibilidad de lograrse.

---

<sup>5</sup> Véase el estudio de la ACP, "Desarrollo de los Pronósticos a Largo Plazo de la Demanda de Tráfico por el Canal de Panamá, 2001 al 2050" (febrero del 2001). Véase <http://pancanal.com/esp/plan/estudios/0160.pdf>

### Cuadro 7: Tendencias económicas globales y volumen de tránsito por el Canal de Panamá

(En porcentajes)



Rojo: Crecimiento real mundial del Producto Interno Bruto

Gris: Crecimiento del volumen del comercio mundial de mercaderías

Azul: Crecimiento del volumen del tránsito por el Canal de Panamá

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Autoridad del Canal de Panamá y Credit Suisse

1/ El crecimiento del comercio mundial de mercaderías se calcula tomando el promedio ponderado de los volúmenes de exportación e importación, ponderados por el valor en dólares de las importaciones y las exportaciones. Los datos de 1981 a 2007 provienen de la base de datos de WEO (*Perspectivas Económicas Mundiales*) del Fondo Monetario Internacional. Los pronósticos de 2008 al 2011 son los que el Fondo Monetario Internacional ha hecho para la producción y comercio mundial en mercaderías y servicios, publicados en su más reciente edición de *Perspectivas Económicas Mundiales* (abril del 2006).

**Los pronósticos de ingresos de la ACP también suponen que la Autoridad aumentaría los peajes un promedio de 3.5% por año en las próximas dos décadas.** En base a ello, los peajes se duplicarían para el año 2025. En este contexto, una pregunta clave es si las condiciones del mercado permitirán o no que la ACP aumente los peajes continuamente y que a la vez pueda mantener su competitividad.

**El cambio que sigue ocurriendo en la composición del tráfico por el Canal apoya el aumento de los ingresos de la ACP y el mantenimiento de su competitividad.** Desde 1995, la composición de la carga que transita por el Canal ha cambiado dramáticamente de carga seca a granel a la carga en contenedores. La porción de contenedores en el tráfico por el Canal y sus ingresos se ha más que duplicado en la última década, siendo de 35% y 40% de los totales, respectivamente. La carga seca a granel tiende a ser de mercaderías de gran volumen y de bajo costo (tales como granos), mientras que las mercaderías que se transportan en contenedores tienen a incluir mercaderías de alto costo y bajo volumen que se fabrican y provienen del norte del Asia. Debido a que los peajes son una porción mucho menor de las mercaderías de alto costo y bajo volumen que se transportan en contenedores, el segmento de contenedores del mercado es menos sensible a los aumentos potenciales de peajes que el segmento de la carga seca a granel. Por consiguiente, la porción mayor – y que sigue creciendo -- de contenedores en el tráfico del Canal deberá permitirle a la ACP aumentar sus peajes en incrementos sin detrimento de su competitividad.

**El riesgo único de mayor importancia de los pronósticos de la ACP en cuanto al crecimiento del volumen de tránsito y los ingresos es que ocurra un descenso profundo y prolongado en la economía mundial.** No obstante, según la base de datos de WEO (*Perspectivas Económicas Mundiales*) del Fondo Monetario Internacional, desde 1970 la economía mundial nunca ha registrado un crecimiento negativo de producción, y el comercio de mercaderías sólo ha decaído en tres años, reaccionando con aumentos considerables de allí en adelante.

### **Los riesgos de costo parecen razonables y están debidamente asegurados**

**Según estimados de la ACP, la ampliación del Canal de Panamá, incluyendo la construcción de un tercer juego de esclusas, costará \$5.25 mil millones entre los años 2007 al 2014 (o \$4.7 mil millones en precios del 2005).** El estimado incluye el costo del diseño, los costos administrativos, los costos de construcción, prueba y mitigación ambiental y los costos de iniciación del proyecto, así como las provisiones en caso de contingencia para todos los elementos del proyecto de ampliación como aparecen en el Cuadro 8.<sup>6</sup> De acuerdo con la ACP, el estimado del costo es sólido y confiable porque (i) se basa en un diseño conceptual detallado de esclusas y canales de navegación, (ii) el diseño ha sido analizado a cabalidad en cuanto a la factibilidad de su construcción y (iii) el estimado se ha verificado para comprobar su solidez utilizando un modelo de análisis de la tecnología más avanzada.

---

<sup>6</sup> Por lo general, los grandes proyectos también están sujetos al riesgo de una subestimación del costo. Flyvbjerg y otros (2003) argumentan que los grandes proyectos de transporte frecuentemente cuestan entre 50% y 100% de lo originalmente estimado. Los autores atribuyen los excedentes de costo a una falta de realismo en los estimados iniciales de costo, la subestimación de demoras potenciales y sus costos, cambios en las especificaciones y diseño del proyecto, y la fijación de contingencias a niveles inadecuadamente bajos. También hacen notar que "los grandes proyectos contienen un elemento grande de innovación tecnológica con un alto riesgo".

**Cuadro 8: Componentes y estimados de costo del proyecto de ampliación del Canal**

Componentes del proyecto	Estimado
<b>Esclusas nuevas</b>	(En millones de dólares americanos)
Esclusas del Atlántico	1,110
Esclusas del Pacífico	1,030
Contingencia de las esclusas nuevas	590
Subtotal	2,730
<b>Tinas de reutilización de agua</b>	
Tinas de reutilización de agua de las esclusas del Atlántico	270
Tinas de reutilización de agua de las esclusas del Pacífico	210
Contingencia de las tinas de reutilización de agua	140
Subtotal	620
<b>Canales de acceso de las esclusas nuevas</b>	
Canales de acceso de las esclusas del Atlántico (Dragado)	70
Canales de acceso de las esclusas del Pacífico (Excavación seca)	400
Canales de acceso de las esclusas del Pacífico (Dragado)	180
Contingencia de los canales de acceso	170
Subtotal	820
<b>Mejoras de los cauces de navegación existentes</b>	
Profundización y ampliación de la entrada del Atlántico	30
Ampliación de los cauces del lago Gatún	90
Profundización y ampliación de la entrada del Pacífico	120
Contingencia de las mejoras de los cauces existentes	50
Subtotal	290
<b>Mejoras del suministro de agua</b>	
Aumento del nivel máximo del lago Gatún	30
Profundización de los cauces de navegación	150
Contingencia de las mejoras del suministro de agua	80
Subtotal	260
<b>Inflación durante el período de construcción</b>	530
<b>INVERSIÓN TOTAL</b>	5,250
De los costos del proyecto	3,690
De inflación	530
De las contingencias	1,030
Porcentaje de las contingencias en el costo del proyecto	27.9

Fuente: Autoridad del Canal de Panamá y Credit Suisse

**El estimado del costo incluye \$1,000 millones para contingencias contra los riesgos y sucesos imprevistos; ello equivale al 28% del los costos básicos.** El estimado del costo consta de tres componentes: los costos conocidos y cuantificados (“Conocidos/Conocidos”), los costos conocidos pero no cuantificados (“Conocidos/Desconocidos”) y los costos que todavía no se han reconocido (“Desconocidos/Desconocidos”).<sup>7</sup> Excluyendo \$530 millones asignados para una inflación anual del 2% durante el período de construcción, los costos totales del proyecto son de \$4.7 mil millones en precios del 2005. De ellos, \$3.7 mil millones constituyen el estimado básico del costo, que comprenden “los costos conocidos y cuantificados” y “los costos conocidos pero no cuantificados” (márgenes de construcción). Los \$1,000 millones restantes son para los “desconocidos desconocidos”, o sea, los riesgos imprevistos posibles, incluyendo accidentes, cambios de diseño, aumentos de precio y demoras. El estimado del costo se basa en una evaluación de probabilidades que se deriva de la distribución de

<sup>7</sup> Véanse los informes de la ACP sobre el “Desarrollo e implementación de un modelo de riesgos y estimación de contingencias para el programa de Ampliación del Canal de Panamá.” (Marzo de 2006)

probabilidades de todos los aspectos del proyecto, algunas de los cuales se distribuyen conjuntamente (y otras independientemente). En base a ello, el proyecto tiene un 80% de probabilidad de costar \$4.7 mil millones o menos en precios constantes de 2005, incluyendo el costo de los factores de riesgo ya identificados.

**El proyecto de ampliación del Canal contiene relativamente pocos riesgos tecnológicos, de acuerdo con la ACP.** La ACP tiene experiencia directa con muchos elementos del proyecto, incluso el dragado, la excavación seca y las mejoras de los cauces de navegación; igualmente posee el conocimiento de las características geológicas del área del proyecto. Los riesgos tecnológicos mayores provienen de la instalación del tercer juego de esclusas, que contiene compuertas rodantes, pero estos riesgos vienen mitigados por diversos factores. Se dice que el proyecto de las esclusas tiene riesgos moderados porque no comprende construcción subterránea o subacuática o la perforación de túneles. Además, las esclusas se basan en una tecnología bien comprobada que ya se encuentra en uso en Berendrecht y Zandvliet (Bélgica), Ijmuiden (Holanda), y Le Havre (Francia).

**Los riesgos de la ejecución del proyecto parecen manejables.** El calendario del proyecto se desarrolló aparentemente en base a un estudio de factibilidad, y fue evaluado con un modelo sofisticado de análisis de riesgos, según el cual el proyecto tiene un 80% de probabilidad de concluir en 8 años o menos. De acuerdo con la ACP, la Autoridad ejecutará el proyecto como propietaria, pero contratará la mayoría del trabajo. En particular, la ACP contempla contratar un gerente para el proyecto, dos contratistas grandes, alrededor de 40 subcontratistas y un contratista de control de calidad. La ACP también planea contratar un contratista independiente que vigile el progreso del proyecto e informe directamente a la ACP.

**En suma, vemos que los riesgos negativos de los costos del proyecto son tolerables y que la suma asignada para las contingencias, un 28% de los costos básicos, es adecuada.** Aunque no tenemos una opinión experta del estimado del costo de la ACP y de las demoras potenciales de construcción y de los riesgos tecnológicos que pueden aumentarlo, no hemos identificado ninguna razón material para dudar de los estimados de los costos de la ACP. Es más, los estimados del costo del proyecto fueron desarrollados por consultores independientes y fueron revisados independientemente.<sup>8</sup> Por lo tanto, no consideramos que en esta coyuntura sea analíticamente útil aumentar arbitrariamente los costos del proyecto para propósitos de ilustración. No obstante, sí hemos llevado a cabo un análisis de sensibilidad del financiamiento del proyecto en base a cálculos de un volumen e ingresos menores que aparecen a continuación.

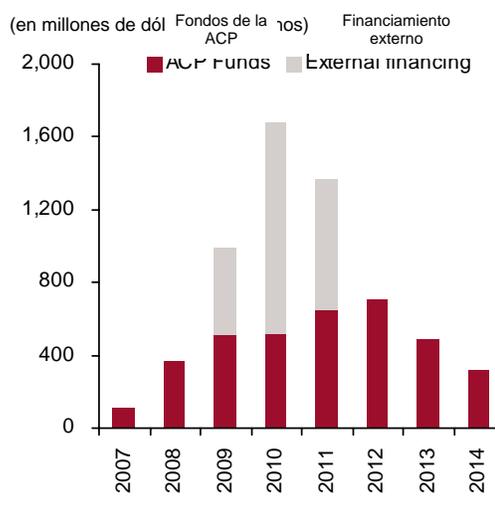
---

<sup>8</sup> Parson Brinkerhoff Internacional, la principal consultora de la ACP y gerente del programa del proyecto, es especialista en estimación de costos, cuyo contrato con la ACP le impide participar en la implementación del proyecto para asegurar su independencia. Los estimados iniciales del costo fueron entonces revisados independientemente por un comité técnico, incluyendo expertos de Arizona State University, University of California y University of Colorado.

## Financiamiento

**La ACP contempla pagar \$3.7 mil millones de los \$6,000 millones del costo total del proyecto (incluyendo los pagos de intereses); los \$2.3 mil millones restantes se financiarían externamente (Cuadro 9).** El financiamiento externo se haría en los años del 2009 al 2011, aunque posiblemente comenzaría tan pronto como el 2008 para prefinanciar los gastos anticipados del 2009 y posteriores. La ACP todavía no ha decidido la composición precisa del financiamiento, pero espera obtener una mezcla de financiamiento que incluye préstamos multilaterales, préstamos bancarios comerciales y deuda por bonos en base al mercado.

**Cuadro 9: Fuentes de financiamiento del proyecto**



Fuente: Autoridad del Canal de Panamá y Credit Suisse

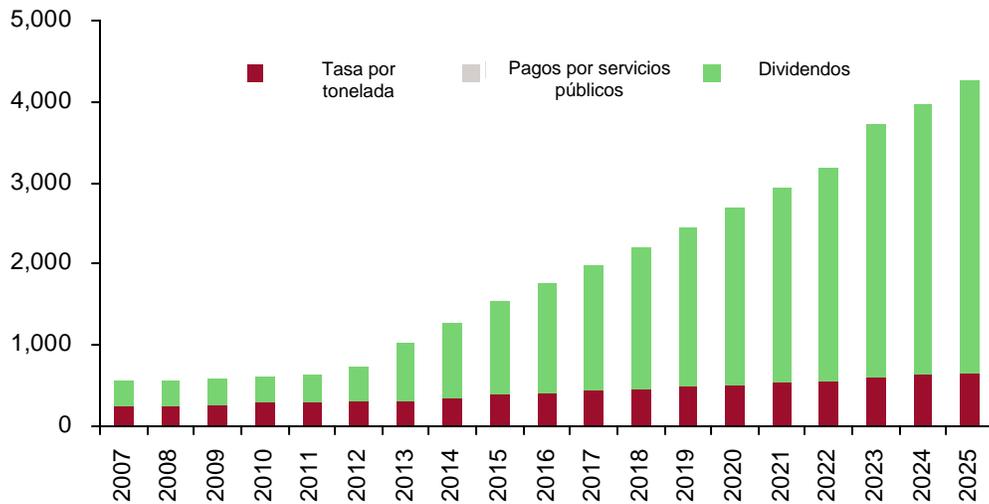
**Las suposiciones de financiamiento de la ACP se basan en aumentos anuales del 3% en el volumen y de 3.5% en los peajes durante y después de la construcción.** Las suposiciones de financiamiento también contemplan que las contribuciones fiscales que la ACP hace al gobierno se mantendrán generalmente estables hasta el año 2012, en aproximadamente 3% del producto interno bruto, antes de aumentar gradualmente a entre 6% y 7% del producto interno bruto en la década siguiente (Cuadro 10).

**Nuestro análisis de la sensibilidad del proyecto sugiere que las suposiciones para su financiamiento son sólidas y razonablemente robustas, aún si el volumen y crecimiento de los ingresos son menores de lo esperado.** Aun cuando las proyecciones detalladas de la ACP sobre los ingresos, volumen y peajes no están disponibles al público por motivos de propiedad, hemos intentado reproducir sus proyecciones financieras como una verificación saludable contra las suposiciones de financiamiento. Tomando los resultados financieros de 2005 al final del año fiscal (que termina el 30 de septiembre), pronosticamos ingresos (utilizando las suposiciones de un volumen de 3% y 3.5% de aumentos de peajes anuales) y gastos (utilizando el aumento promedio de los gastos nominales durante 2003-2005) para proyectar los ingresos netos hasta el año 2014. Luego restamos los dividendos fiscales que la ACP supone para obtener los fondos residuales disponibles para financiar el proyecto. En base a ello, pudimos duplicar a groso modo el financiamiento de la ACP para el proyecto, aunque con una discrepancia acumulativa de \$327 millones durante el período de 2007 al 2014 (Cuadro 11). Sin embargo, la discrepancia sería menor si los aumentos de peajes que se contemplan estuviesen sobrecargados, que probablemente lo están. Si suponemos que el porcentaje será de un punto menos del volumen anual y peajes de 2% y 2.5%, respectivamente, para el período completo de proyección, encontramos que a la ACP le faltarían \$1.5 mil millones que, si todos los demás factores son iguales, cambiarían el peso del financiamiento a un financiamiento externo por dicha suma (Cuadro 12). En tanto que la ACP no ha aumentado las contribuciones fiscales para el período del 2013 al 2014, tal como se

contempla, el financiamiento sería menor, de aproximadamente \$1,000 millones. Para un proyecto de esta magnitud con implicaciones a largo plazo mucho más allá de los próximos años, encontramos que el riesgo de \$1.5 mil millones adicionales (6.5% del producto interno bruto promedio durante el período del 2007 al 2014) en los costos de financiamiento, es tolerable. La ACP no tiene deudas y el proyecto podría soportar un margen mayor del que actualmente se tiene planeado, siempre y cuando todos los otros factores permanezcan iguales.

**Cuadro 10: Contribuciones fiscales al gobierno**

(En millones de dólares americanos)



Fuente: Autoridad del Canal de Panamá y Credit Suisse

### Cuadro 11: Proyecciones de ingresos, ganancias y financiamiento, 2007-2014: Escenario básico del caso

(En millones de dólares americanos, a menos que se estipule lo contrario, al final del año fiscal el 30 de septiembre)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos totales	1,209	1,289	1,374	1,465	1,562	1,665	1,775	1,892	2,017	2,150
Toneladas CP/SUAB (en millones)	278	287	295	304	313	323	332	342	353	363
Ingresos por tonelada CP/SUAB (en dólares)	4.3	4.5	4.7	4.8	5.0	5.2	5.3	5.5	5.7	5.9
Gastos	664	695	728	762	798	835	874	915	958	1003
Ganancias netas	545	594	647	703	764	830	900	977	1058	1147
Contribución fiscal (ACP)	489	523	556	575	595	619	645	727	1,031	1,278
De la cual: Dividendos			312	318	325	331	340	406	702	944
Disponibles para el financiamiento del proyecto (cálculo de Credit Suisse)			334	385	439	498	561	571	356	202
Financiamiento supuesto de la ACP para el proyecto			113	367	513	517	649	704	490	321
Discrepancia			222	18	-73	-19	-89	-133	-134	-119
Suposiciones										
Crecimiento de toneladas CP/SUAB (en porcentaje)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Crecimiento de los ingresos por tonelada CP/SUAB (en porcentajes)	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
Crecimiento de los gastos (en porcentajes)	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7

Fuente: Credit Suisse

### Cuadro 12: Proyecciones de ingresos, ganancias y financiamiento, 2007-2014: Escenario Negativo

(En millones de dólares americanos, a menos que se estipule lo contrario, al final del año fiscal el 30 de septiembre)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos totales	1,209	1,264	1,322	1,382	1,445	1,510	1,579	1,651	1,726	1,805
Toneladas CP/SUAB (en millones)	278	284	290	295	301	307	313	320	326	333
Ingresos por tonelada CP/SUAB (en dólares)	4	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9	5.0	5.2	5.3	5.4
Gastos	664	695	728	762	798	835	874	915	958	1003
Ganancias netas	545	569	594	620	647	675	705	736	768	801
Contribución fiscal (ACP)	489	523	556	575	595	619	645	727	1,031	1,278
De la cual: Dividendos			312	318	325	331	340	406	702	944
Disponibles para el financiamiento del proyecto (cálculo de Credit Suisse)			282	302	322	344	365	330	66	-143
Financiamiento supuesto de la ACP para el proyecto			113	367	513	517	649	704	490	321
Discrepancia			169	-65	-190	-173	-284	-374	-425	-464
Suposiciones										
Crecimiento de toneladas CP/SUAB (en porcentaje)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Crecimiento de los ingresos por tonelada CP/SUAB (en porcentajes)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
Crecimiento de los gastos (en porcentajes)	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7

Fuente: Credit Suisse