

Un programa integral de recuperación económica para el Ecuador

**(Presentación realizada por la
administración del BCE en diversos foros)**

Banco Central del Ecuador

- diciembre de 1999-

Un Programa Integral

- ↓ 1. El eje del análisis de coyuntura: la solvencia financiera
- ↓ 2. La coyuntura y el margen de acción de la política económica
- ↓ 3. Programa económico integral en el corto plazo
- ↓ 4. Estabilidad cambiaria
 - 4.1 Dolarización: conveniencia, factibilidad, sostenibilidad

1. El eje del análisis en la
coyuntura:
La Solvencia Financiera

Definiciones (1)

↓ Solvencia

Una economía es solvente cuando puede cancelar sus compromisos externos e internos a través de la generación de recursos, sin afectar su patrimonio

Definiciones (2)

↓ Condición de Solvencia

En el largo plazo, la diferencia entre la tasa de interés real $-i-$ (costo de los pasivos) y el crecimiento del PIB $-g-$ (generación de recursos) ponderada por la proporción Deuda/PIB $-b-$, es igual al superávit St :

$$St = (i-g)bt$$

Análisis de solvencia

Balance Consolidado: Sector Público y Sector Financiero

ACTIVOS	PASIVOS
<i>Sector Público:</i> RMI Valor Presente Superávit Primario Bienes recibidos en dación de pago Otros activos (Bonos recibidos en dación) Activos en poder de la AGD	<i>Sector Público:</i> EMC en poder del sector privado Deuda Externa Garantía de Depósitos (AGD) Financiamiento de Comercio Exterior (Barclays) Deuda neta IESS (Afiliados) Pasivos de M y LP con el exterior (BCE)
<i>Sector Privado:</i> Cartera del sistema financiero	<i>Sector Financiero:</i> Depósitos restringidos (Congelamiento) Depósitos y captaciones disponibles Requerimientos de Liquidez bancos "B" Líneas de crédito de comercio exterior
	<i>Sector Privado:</i> Deuda Externa

Punto de partida

↓ Definir un marco para guiar y ordenar la discusión económica en el país (el tema es solvencia no tipo de cambio: el tipo de cambio es un resultado de la ausencia de política integral que resuelva el problema indicado) y

↓ Reconocer los límites de políticas unilaterales

Consciente de lo anterior el BCE propone:

↓ Reconocer el problema y declarar la necesidad de reordenar los pasivos de la economía y maximización de activos.

↓ Iniciar un proceso de reordenamiento de los pasivos de la economía mediante:

- reducción del stock
- alargamiento de los plazos

2. La coyuntura y el margen de acción de la política económica

El rol de la política monetaria

↓ No tiene capacidad de emitir para financiar
brecha: inflación

↓ Si decide esterilizar:

- incremento en las tasas de interés: útil para reducir especulación
- reducción de la inversión y el consumo: freno al crecimiento, agravando el problema que se quiere resolver (solvencia)
- limita la capacidad de repago al sector financiero: más bancos en problemas
- incremento de obligaciones para garantía de depósitos: retroalimentación de la raíz del problema

El sector fiscal

↓ Requiere refinanciar sus pasivos:

- Deuda externa
- Obligaciones por garantía de depósitos
- Deuda con el IESS: US\$ 650 millones

↓ ... y optimizar sus activos

Sistema Financiero

- ↓ Necesita fortalecimiento para evitar más entidades en la AGD.
- ↓ Los bancos bajo control estatal deben sincerar su situación (hasta cuando la Nación va a asumir sus costos).
- ↓ Restablecer la intermediación del ahorro: financiar la inversión y posibilitar el crecimiento económico
- ↓ Contribución: alargamiento de plazos de pasivos mediante el descongelamiento reprogramado de depósitos restringidos
- ↓ Privatización de la banca (realización de activos

Sector real

↓ Reactivación de la producción:

- condición necesaria para superar la situación de insolvencia
- requisito para fortalecer la situación financiera de los bancos

3. Programa Económico Integral en el Corto Plazo

Conclusión: Necesidad de un programa integral en el corto plazo

↓ La coyuntura económica requiere de un plan económico integral que debe incluir:

- El reordenamiento de los flujos financieros de la economía, para atacar la raíz del problema.
- La reactivación de la producción para superar la situación de insolvencia y dotar de mayor estabilidad al sistema financiero.
- El fortalecimiento financiero, para recuperar la intermediación financiera.

⇒ Solo un plan de esta naturaleza conducirá a la estabilidad cambiaria

4. Estabilidad Cambiaria

Estabilidad cambiaria

- ↓ La estabilización cambiaria es solo uno de los puntos de un programa integral de recuperación nacional y, en ese marco, la dolarización es solo una de las alternativas a debatir
- ↓ La dolarización es un esquema extremo de tipo de cambio fijo.

Estabilidad cambiaria

↓ La dolarización se discute mucho en círculos académicos y tecnocráticos internacionales, así como en su momento se discutió la flotación, las bandas, los cambios múltiples y los mercados de intervención, todo en las últimas dos décadas

↓ Hasta ahora, la propuesta tiene tintes básicamente experimentales

4.1. Dolarización

Conveniencia, Factibilidad y
Sustentabilidad

4.1.1 Conveniencia de la Dolarización

Ventajas esperadas de la dolarización

↓ En la discusión académica se enfatizan estas ventajas:

↓ 1. Reducir inflación (convergencia al nivel de los Estados Unidos).

↓ 2. Reducir tasas de interés (convergencia a nivel de los Estados Unidos).

↓ 3. Crear un ambiente de confianza y certidumbre para la inversión.

Ventajas esperadas de la dolarización

- ↓4. Profundizar el mercado financiero y crear un mercado de crédito de largo plazo.
- ↓5. Renunciar a la gestión monetaria y al señoriaje (se eliminaría la confusión entre dinero y crédito)
- ↓6. Eliminar el riesgo cambiario
- ↓7. Redirigir la competitividad a productividad y no a decisiones administrativas

Cuales beneficios son específicos a la dolarización?

- ↓ Todos estos puntos -excepto el relativo a la renuncia a la gestión monetaria y al señoriaje- son propios de la estabilidad del tipo de cambio, bajo cualquier régimen sustentable.
- ↓ La dolarización implica elevados costos de ingreso, y más elevados todavía, de salida; pero no es irreversible, como se tiende a presentarla.

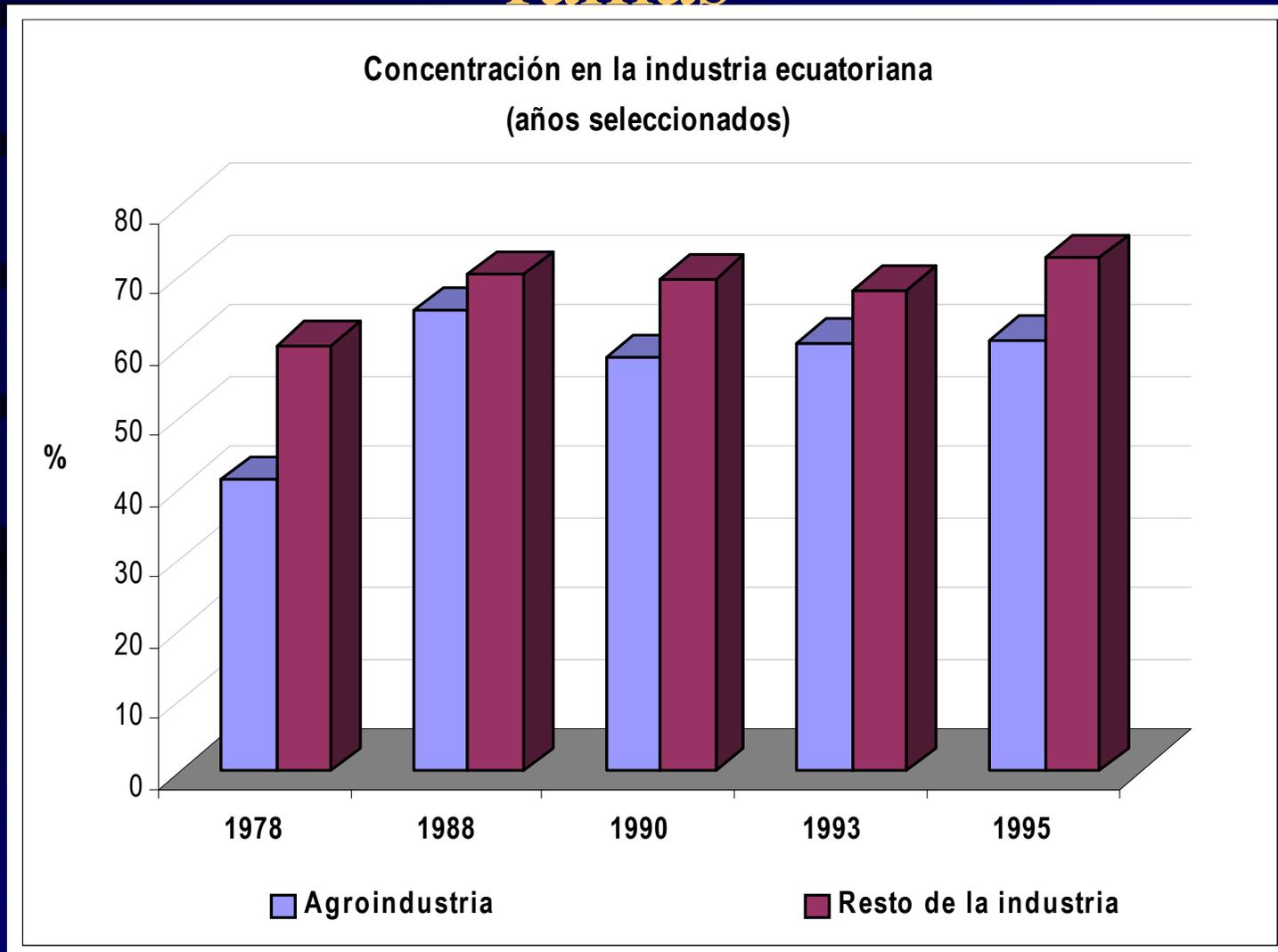
Sobre la reducción de la inflación:

↓ El mecanismo de formación de precios en una economía marcadamente monopolizada impedirá que las tasas de variación de precios del Ecuador sean similares a las de EE.UU., a pesar de eliminarse el riesgo de devaluación.

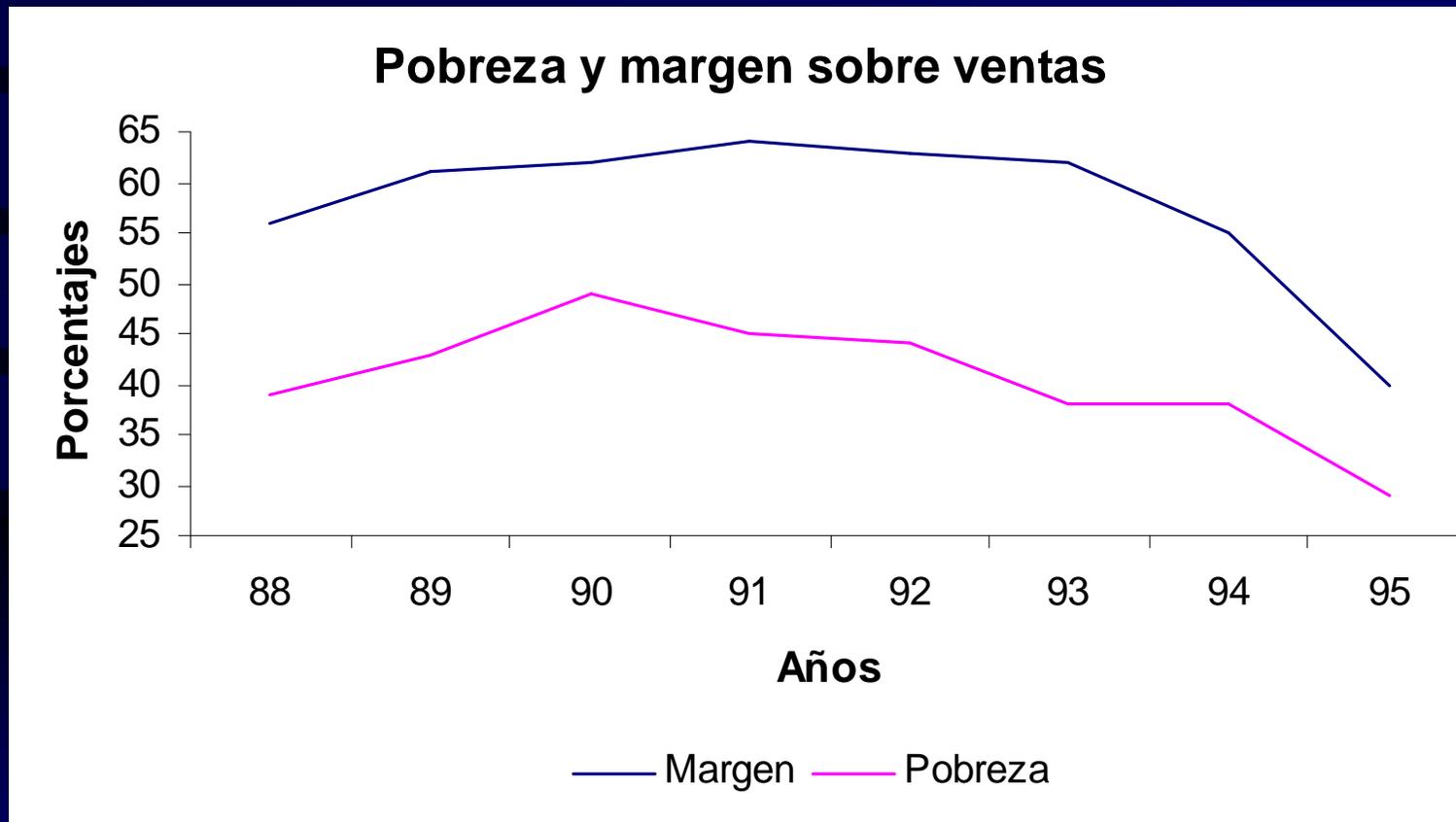
↓ Ejemplos de concentración en Ecuador:

Cárnicos	87%	Cervezas	100%
Lácteos	69%	Llantas	99%
Molinería	80%	Jabones	91%
Azúcar	97%	Papel	92%
Chocolate	79%	Cordelería	100%
Cemento	100%	Calzado	65%

Evolución de la concentración por ramas



Correlación entre pobreza y margen



Sobre la reducción de tasas de interés:

↓ Se reduce el riesgo cambiario que es un elemento de las tasas de interés, pero no se elimina el riesgo país, porque:

- Persiste debilidad en el sistema financiero (riesgo bancario), agravado por la pérdida del prestamista de última instancia.
- Se deterioran las posibilidades fiscales para ofrecer alternativas en un ambiente de mayor desempleo con la consecuente inestabilidad política y social

Sobre la reducción de tasas de interés:

- Las restricciones a la política económica definen un dilema en la política fiscal que solo podría afrontar retos disputando directamente recursos del sector privado (crowding out) y por tanto presionando al mercado de préstamos
- Para atraer depósitos sería necesario una tasa de interés -en dólares- mayor a la internacional en una prima de riesgo país que asuma todos estos **nuevos** componentes.

Sobre confianza y certidumbre para la inversión

↓ Sin riesgo cambiario se repatriarían las utilidades y se esperaría mayor inversión extranjera directa, como sucedería en cualquier esquema de estabilización cambiaria.

↓ Pero persistirían:

- Baja calificación de la mano de obra (productividad)
- Inseguridad jurídica
- Inestabilidad política y social
- Infraestructura para la producción

Políticas con efectos en el largo plazo

Sobre profundización financiera y mercados de crédito de largo plazo

- ↓ Igual que en cualquier esquema de estabilidad cambiaria, mejoraría el mercado de capitales y el abastecimiento de ahorro externo, sin duda, con una reducción más importante de los costos de transacción
- ↓ Sin embargo, con las tasas de interés resultantes de la inestabilidad financiera ya mencionada, ¿qué profundización financiera es posible?
- ↓ Con los ingresos de la mayoría hay un efecto nominal notable sobre costos de transacción

PEA urbana con ingresos menores a US\$100

Mercado laboral ecuatoriano: segmentos de remuneración
-Proyecto indicadores de coyuntura del mercado laboral ecuatoriano-

segmentoSML	nov. 98 US\$	% encuestados	nov. 99 US\$	% encuestados
0.5	63	18%	33	19%
1	126	29.3%	66	33%
1.5	189	19.2%	100	20%
2.5	316	13.4%	166	14%
5	631	8.5%	332	7%

Sobre la renuncia a la gestión monetaria y al señoriaje

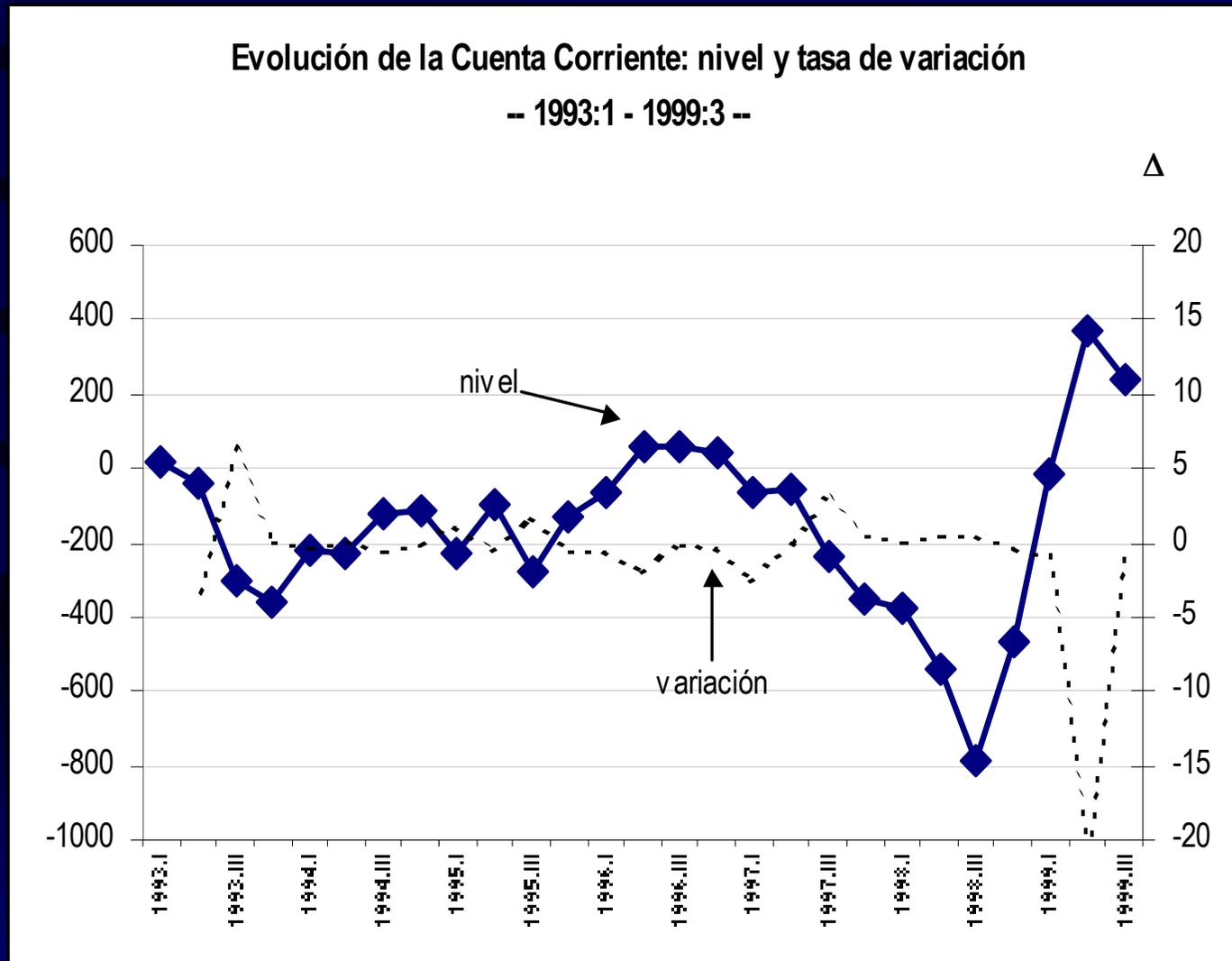
- ↓ La dolarización supone que la autonomía monetaria (Banco Central) es perversa, por ello se debe eliminar la discrecionalidad en la oferta de dinero.
- ↓ Se supone que cualquier política contracíclica solo funcionaría si fuese una economía cerrada, pero no es el caso, con claros ejemplos en Ecuador y otros países.
- ↓ Debe considerarse no solo la política monetaria sino también la fiscal.
- ↓ Con la dolarización estaríamos sujetos a la política contracíclica de EEUU.

Sobre la renuncia a la gestión monetaria y al señoriaje

↓ Qué pasa con dolarización?:

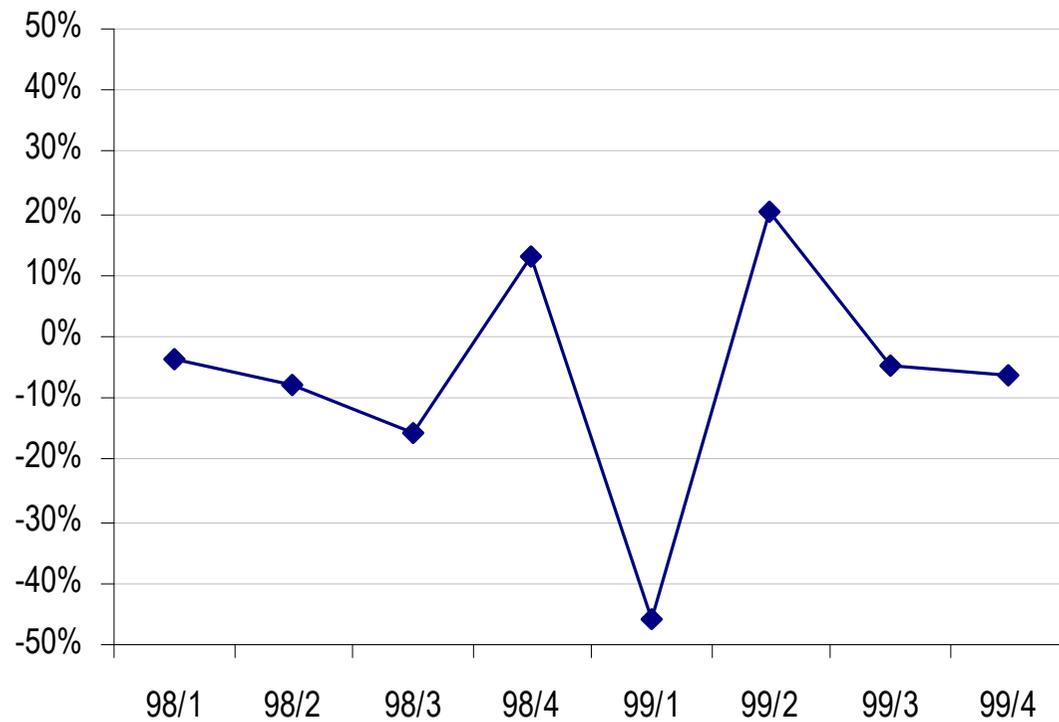
- A partir del stock inicial de dólares, la oferta de dinero (U.S.\$), depende de las fluctuaciones de la RMI (cuenta corriente y cuenta de capitales).
- Cuenta corriente = $(X-M) + \text{Inversión de cartera} + \text{transferencias}$
- Cuenta de capitales = inversión extranjera directa e indirecta.
- La esfera monetaria estaría sujeta a fuertes fluctuaciones incluso en el muy corto plazo, con una rigidez real en la formación de precios que obligaría a ajustes en cantidades, y en última instancia, en empleo y salarios

Fluctuaciones de la cuenta corriente



Fluctuaciones de la RMI

RMI: variación trimestral
(1998:1 - 1999:4)

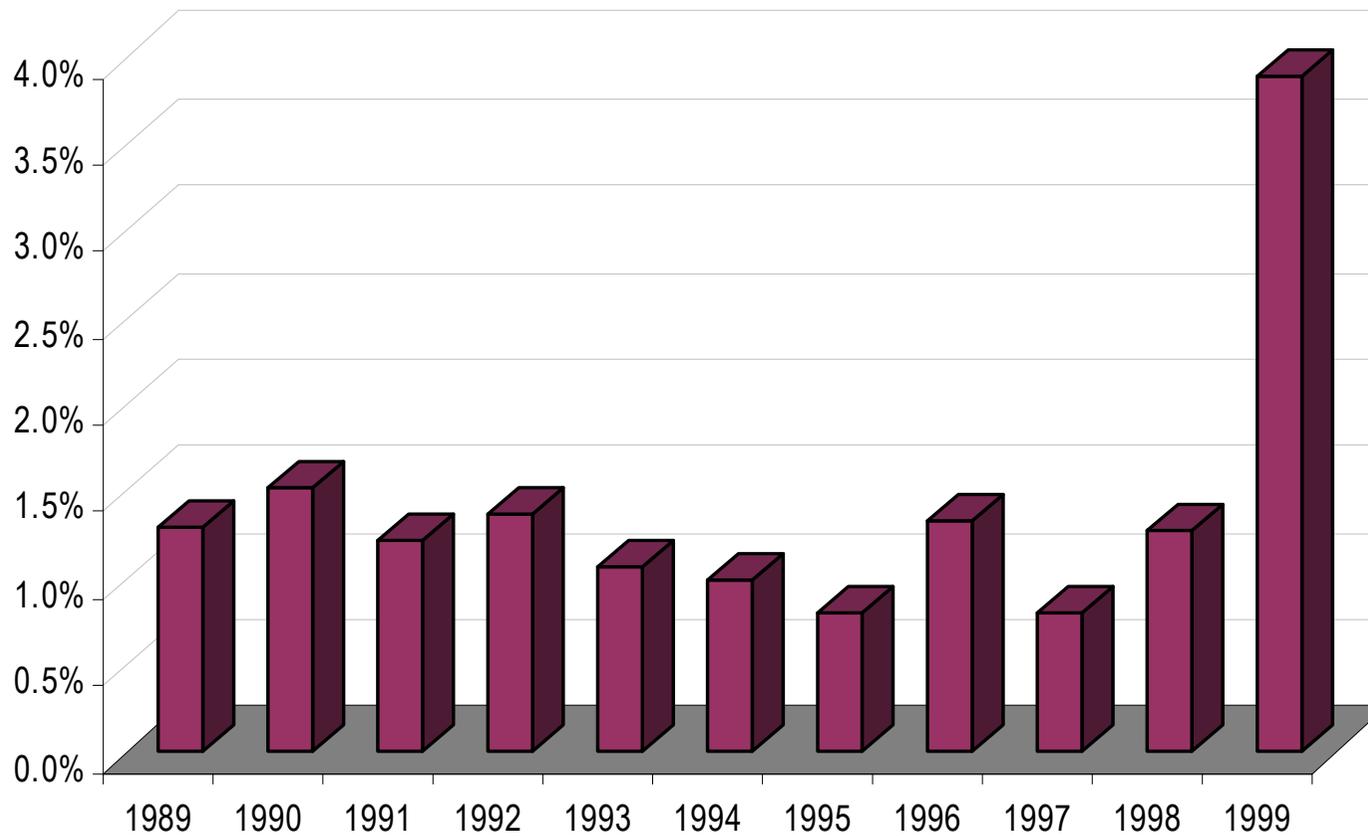


Sobre la renuncia a la gestión monetaria y al señoriaje

- ↓ Se pierden los ingresos generados por la emisión monetaria (señoriaje).
- ↓ Opción del congreso de los EE.UU. (de aprobarse) es por una sola vez (US\$ 1600, para el caso ecuatoriano -1998-).
- ↓ Esto implica menores recursos para el fisco.

Evolución del señoraje

Señoraje 1989 - 1999
(como porcentaje del PIB)



Sobre la reducción del riesgo cambiario

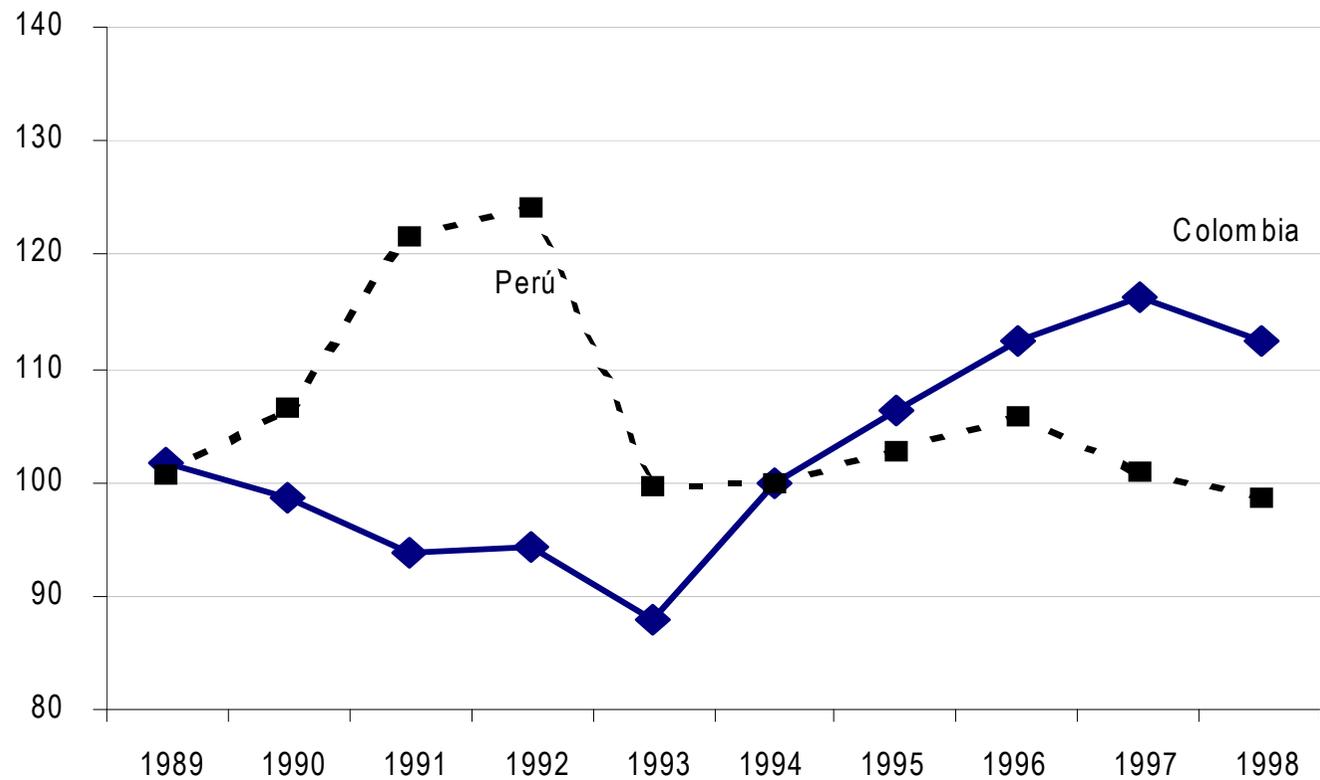
- ↓ Igual que otros regímenes de estabilidad cambiaria, esta virtud subsistiría mientras la dolarización sea creíble.
- ↓ Indispensable revisar las condiciones de sustentabilidad cuando el aparato productivo estaría tan vulnerable a choques reales y monetarios y cuando se restringiría aún más la capacidad estatal de afrontar la situación social.

Sobre la redirección del enfoque de la competitividad hacia productividad

- ↓ La reducción del margen de acción a la política económica interna vuelve rígida una porción mucho mayor de los costos de producción y, paralelamente, más volátil la evolución de las ventas (no solo de transables). Costos salariales serán aún más vulnerables
- ↓ La dolarización deja indefenso al país ante cualquier manejo cambiario de la subregión

Evolución del tipo de cambio real bilateral en la región andina

Indice de tipo de cambio bilateral real: Colombia y Perú (1988-1998)
-- 1994 = 100 --



4.1.2. Factibilidad de la Dolarización

FACTIBILIDAD:

Prerrequisitos institucionales

- ↓ Reformas constitucionales y legales necesarias para la dolarización requerirían un acuerdo político de una intensidad poco acostumbrada en el Ecuador.
- ↓ Como opción, podría resolverse por plebiscito.
- ↓ Cualquier opción tomaría tiempo, en un marco de mayor incertidumbre.

FACTIBILIDAD:

Prerrequisitos económicos

- ↓ Saneamiento y reingeniería del sistema financiero, incluyendo su privatización y el ingreso de la banca transnacional, proceso que tomó varios años en países con mejores puntos de partida.
- ↓ Flexibilización laboral y despliegue de una infraestructura social capaz de solventar las presiones del nuevo modelo, lo cual requiere una profunda reforma fiscal.

FACTIBILIDAD:

Prerrequisitos económicos

- ↓ Reactivación y reestructuración productiva que permita a las empresas afrontar el reto de la inserción internacional solo con innovación tecnológica y eficiencia.
- ↓ Extensión y profundización de la infraestructura de comunicaciones y transporte, para aprovechar las ventajas de la inserción internacional a las regiones rezagadas.

FACTIBILIDAD:

Prerrequisitos económicos

↓ Incluso si se pudiesen obviar los prerrequisitos mencionados, se necesitaría, PARA LA

TRANSICION:

- Adelanto del tipo de cambio por encima del requerido por la sustitución monetaria.
- Crédito a las empresas para afrontar la transición.
- Recursos para el Fisco para afrontar las demandas sociales de los más perjudicados.
- Inyección de recursos frescos a la banca para que viabilice los flujos de capital .

FACTIBILIDAD:

Tipo de cambio para dolarizar la economía

↓ Cómo se obtiene:

- Si el Banco Central respalda SOLO su base monetaria ampliada, se debería cambiar 31.021 sucres por U.S.\$.
- Como desaparece la garantía de depósitos, se puede prever un retiro masivo de depósitos del sistema financiero, en cuyo caso el Banco Central debe respaldar el cuasidinero. Más aún en el marco del debate político en torno a la dolarización.

FACTIBILIDAD:

Volatilidad del tipo de cambio para dolarización

Tipo de cambio

-para base monetaria ampliada y M2 -

fecha	TC BMA	TC M2
31/01/1999	6142	42087
28/02/1999	6039	61262
31/03/1999	12211	71325
30/04/1999	12218	72666
31/05/1999	12661	61928
30/06/1999	13123	63137
31/07/1999	15302	65418
31/08/1999	16110	69194
30/09/1999	18409	70524
31/10/1999	23522	74206
30/11/1999	31021	81095

4.1.3 Sostenibilidad de la dolarización

Consecuencias para el sector financiero en el corto plazo

- ↓ Con ese nivel de tipo de cambio se produciría una notable desintermediación financiera (la gente no necesita ir al banco).
- ↓ Una cartera vencida más grande, porque las empresas no ligadas a la exportación y con deudas en dólares tendrían dos opciones:
 - Incrementar sustancialmente los precios, inviable en momentos de recesión.
 - Quebrar.
- ↓ En dolarización no existen sistemas de salvataje al sistema financiero y las tasas de interés se dispararían, agravando la situación.

Consecuencias para el sector real en el corto plazo

- ↓ Ganancias extraordinarias para el sector exportador que no necesariamente se traducirían en una expansión productiva por la incertidumbre.
- ↓ La inestabilidad de la oferta monetaria obligará a las empresas a incrementar las existencias, lo que tiene efectos directos sobre los precios.
- ↓ Las fluctuaciones en la demanda, por las variaciones de la oferta monetaria, provocarán inestabilidad y mayor desocupación en el mercado laboral.
- ↓ Para el funcionamiento de las empresas será indispensable un mercado de trabajo totalmente desregulado.

Posibles ganadores en el mediano plazo

- ↓ Importadores
- ↓ Negocio Inmobiliario
- ↓ Sector Financiero competitivo (si riesgo país baja a niveles ideales)
- ↓ Industria grande (sector automotor)
- ↓ Comercio competitivo y de financiamiento
- ↓ Mercado de valores
- ↓ Servicios en general

Posibles perdedores en el mediano plazo

- ↓ Sectores productores de bienes no transables
(mayoría del sector informal)
- ↓ Sector exportador
- ↓ Comercio tradicional mediano y pequeño
- ↓ Industria mediana y pequeña
- ↓ Sector Financiero no competitivo
- ↓ Masa Laboral no competitiva
- ↓ Jubilados

Es sostenible la dolarización?

↓ Experiencias previas de dolarización han correspondido a circunstancias históricas y geopolíticas muy peculiares, definiendo nichos específicos en el mercado financiero internacional y estructuras productivas mayormente terciarias.

Es sostenible la dolarización?

↓ No solo la mayor vulnerabilidad a los choques externos sino también la estructura de tasas de interés resultante, conducirían a una radical desindustrialización del país, con los consecuentes problemas de desempleo y miseria.

Es sostenible la dolarización?

↓ Se imprimiría una rigidez tal en la política económica que obligaría a ajustes por el lado de las cantidades y no por el lado de los precios ante las permanentes fluctuaciones del comercio internacional y del flujo de capitales

Conclusión

Necesidad de hallar alternativas de
estabilidad cambiaria

↓ Incluso si el esquema de la dolarización resulta inviable en las actuales circunstancias, esto no agota la discusión en torno a un tipo de cambio estable

↓ La urgencia de la estabilidad cambiaria obliga a estudiar seriamente la sostenibilidad del régimen de flotación y de otras alternativas heterodoxas como el control de cambios.