

T
332.41
LEH

ESCUELA SUPERIOR POLITECNICA DEL LITORAL
INSTITUTO DE CIENCIAS HUMANISTICAS Y ECONOMICAS
Carrera de Economía con Mención en Gestión Empresarial

TESIS DE GRADO

Previo a la obtención del Título de:
ECONOMISTA EN GESTIÓN EMPRESARIAL
Especialización: SECTOR PÚBLICO

**“Integración y Reestructuración Financiera:
Análisis para el Ecuador”**

Presentado por:

Daniel Eduardo Lemus Sares

Xavier Ordeñana Rodríguez

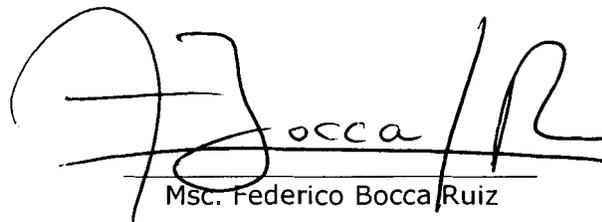
Guayaquil – Ecuador - Año 2001

TRIBUNAL DE GRADO.

PRESIDENTE

Ing. Omar Maluk Salem

DIRECTOR DE TESIS



Msc. Federico Bocca Ruiz

MIEMBROS PRINCIPALES

Econ. Leonardo Estrada

Msc. Manuel González

La responsabilidad por los hechos, ideas y doctrinas expuestos en esta tesis, corresponden exclusivamente a los autores, y la propiedad intelectual de la misma a la Escuela Superior Politécnica del Litoral.

Daniel Eduardo Lemus Sares

Xavier Ordeñana Rodríguez

*A nuestros padres y hermanos, por el apoyo
incondicional durante los años de estudio.*

*A los directivos y profesores de la Carrera,
en especial a Omar Maluk y Federico Bocca,
por su paciencia y ayuda.*

*“Saber, pero pensar que no sabemos,
es el logro más alto de la vida;
no saber, y pensar que sí sabemos
es una enfermedad”*

LAO TSE

Índice:

ÍNDICE:.....	6
INTRODUCCIÓN:.....	8
CAPÍTULO 1: INTEGRACIÓN FINANCIERA.....	10
1.1 ¿QUÉ ES LA INTEGRACIÓN FINANCIERA?	11
1.2 VENTAJAS DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA.....	12
1.3 ¿QUÉ SE NECESITA PARA UNA INTEGRACIÓN FINANCIERA?.....	14
1.4 LA INTEGRACIÓN FINANCIERA EN EL ECUADOR.....	15
<i>1.4.1 La opción sin integración financiera.....</i>	<i>16</i>
<i>1.4.2 El ingreso de Bancos Extranjeros</i>	<i>16</i>
<i>1.4.3 Los riesgos de una integración financiera en el Ecuador</i>	<i>17</i>
<i>1.4.4 Mecanismos de Regulación</i>	<i>21</i>
1.5 CONCLUSIONES: CONVENIENCIA DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA PARA EL ECUADOR.....	23
CAPÍTULO 2: REESTRUCTURACIÓN CORPORATIVA Y FINANCIERA EN EL	
ECUADOR	25

2.1 LA CRISIS EN EL SECTOR FINANCIERO ECUATORIANO.....	25
2.1.1 Orígenes de la crisis.....	26
2.1.2 La segunda etapa de la crisis financiera.....	29
2.1.3 Avances en la Estrategia de Reestructuración.....	32
2.2 DE LA CRISIS FINANCIERA A LA CRISIS EMPRESARIAL.....	33
2.2.1 Evolución empresarial pre-crisis.....	34
2.2.2 Principales aspectos de la Inversión Extranjera.....	38
2.2.3 Medidas tomadas para reestructurar el sector.....	40
2.3 TAREAS PENDIENTES PARA LA REESTRUCTURACIÓN.....	42
CAPÍTULO 3: EVIDENCIA DE INTEGRACIÓN FINANCIERA Y CAPACIDAD DE	
ABSORCIÓN DE UNA CRISIS.....	49
3.2 INTEGRACIÓN FINANCIERA Y EL SUPUESTO DE PARIDAD DE TASAS DE INTERÉS.....	50
3.3 ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA SERIE DEL ÍNDICE EMBI PARA ECUADOR, MÉXICO Y ARGENTINA.	
.....	55
CONCLUSIONES:	59
BIBLIOGRAFÍA:	61

Introducción:

Durante la década de los noventa, se ha podido observar que los episodios de crisis financieras se han vuelto mucho más frecuentes que en años anteriores e involucran tanto los sistemas financieros domésticos, los mercados de divisas y problemas relacionados con la deuda interna y externa. Sus costos de resolución han resultado ser altos, especialmente en América Latina lo cual se debe, entre otros, al hecho de que en los países industrializados existe mayor diversificación de cartera, contrastando con América Latina donde el 70% o más del financiamiento de las empresas la otorga el sistema bancario .

Por otro lado, la evidencia demuestra como las relaciones financieras internacionales débiles influyen de una manera importante en los equilibrios macroeconómicos. Así la importancia de una integración financiera se acrecienta, para países con economías emergentes, como el Ecuador.

El presente trabajo consta de tres partes claramente definidas. En el Capítulo 1, se introduce la integración financiera: las ventajas, los requerimientos, los riesgos y las alternativas para enfrentar estos riesgos. En el Capítulo 2, se presenta un diagnóstico de la crisis financiera y corporativa del país, las medidas correctivas que se tomaron y las posibles alternativas que, al momento, poseen las autoridades. En el Capítulo 3, tomando como referencia los procesos de integración y reestructuración de México, se analiza el efecto de éstos en el Ecuador. Al final se concluye.

Capítulo 1: Integración Financiera

La apertura de los mercados financieros permite a los inversores diversificar entre activos nacionales como extranjero, y así especular sobre las variaciones de los tipos de interés extranjeros frente a las locales, los tipos de cambio, etc. El volumen de las transacciones financieras realizadas en los mercados de divisas muestra la importancia de las transacciones financieras internacionales.

El volumen mundial diario de transacciones de divisas en 1994, fue de 1 000 millones de dólares. De las cuales, cerca del 80%, es decir alrededor de 800 millones fueron en dólares. El promedio anual de exportaciones e importaciones de Estados Unidos de Norteamérica es alrededor de 800 millones de dólares. Si consideramos, que las transacciones que realizan los exportadores o importadores americanos son una gran mayoría del total de transacciones comerciales mundiales, podemos decir que éstas representan

diariamente tan solo 2 000 millones que equivalen al 0.25% del total de transacciones. Es decir, la mayoría de las transacciones no están relacionadas con el comercio sino con la compraventa de activos financieros.

1.1 ¿Qué es la Integración Financiera?

La integración financiera es un proceso relativamente sencillo. En el caso de Panamá, el ingreso de bancos internacionales se produjo a través de una ley bancaria promulgada en 1970. A pesar de que los bancos se establecieron inicialmente para hacer operaciones offshore, muchos también operan en el mercado local. Un exceso de oferta monetaria aumenta la liquidez bancaria. El exceso de liquidez se invierte en el exterior, ya sea directamente o a través de los bancos internacionales. En el caso de exceso de demanda de dinero, ocurre lo contrario.

Una clave del sistema financiero panameño es el ajuste del portafolio bancario, que permite resolver un exceso de demanda u oferta de dinero y suavizar sus fluctuaciones. El acceso al mercado internacional aumenta la disponibilidad de recursos en la economía, lo que permite que las inversiones no estén limitadas por el nivel de ahorro interno. Por lo tanto, el nivel de crédito de cada banco individual es independiente de su nivel de depósitos.

La indiferencia de los bancos entre asignar los recursos en el mercado local o extranjero es lo que se llama *integración financiera*. La integración financiera implica la mayor interdependencia de los circuitos financieros

internacionales y permite a las naciones captar inversión extranjera directa y especulativa. La lógica económica, por la cual las economías insertan sus sistemas financieros al mercado mundial de capitales consiste en complementar el ahorro interno con el externo para financiar las inversiones con bajas tasas de interés.

Una integración financiera bajo un sistema de dolarización – que sería el caso de Ecuador – al no existir riesgo devaluación, incentivaría un mercado financiero más competitivo, existe una mayor certeza para los inversores extranjeros.

En Panamá, frente a eventos inesperados o disturbios, los bancos internacionales reaccionaron aumentando su exposición y usando fondos externos para respaldar sus operaciones internas¹.

1.2 Ventajas de la Integración Financiera

Algunas ventajas que se presentan al establecer una integración financiera son las siguientes:

- ✓ La importante participación del sector financiero en la resolución de excesos de oferta o demanda de fondos, a través de variaciones en los pasivos internacionales netos de la banca. Es

¹ Esto lo hicieron en las crisis de 1964, 1967-69, 1973-75 y 1978-80. Para una descripción detallada de estos eventos, véase Moreno- Villalaz (2000)

decir, el efecto de un déficit o superávit de cuenta corriente tendrá un efecto mucho menor en los precios relativos, y por ende en el tipo de cambio real, ya que los ajustes se hacen rápidamente.

Como los bancos son indiferentes entre las transacciones locales o en el exterior, su restricción de recursos no estaría relacionada a consideraciones sobre la cantidad de divisas en el país, sino a su balance de situación.

- ✓ Las tasas de interés locales deberán tender a las mundiales, provocando el efecto “desbordamiento”. La integración financiera provocará una caída de la tasa de interés local (al nivel de la existente en el mercado mundial) abaratando la inversión productiva interna.

El mecanismo de equilibrio con integración financiera *no* es el tipo de cambio real, sino más bien, el cambio en la posición neta de pasivos en los bancos. Dado que en un sistema de integración financiera las tasas de interés deberían ser estables, la cantidad de dinero será determinada por la demanda y no por la oferta del Banco Central.

La inversión extranjera directa que arriba al país buscará los proyectos más rentables, esto obliga a los sectores receptores de dicha inversión a ofrecer retornos esperados más elevados, así como minimizar y diversificar sus riesgos.

Mientras no exista una integración financiera en los modelos macroeconómicos, las recomendaciones de políticas macroeconómicas se hacen condicionadas en la existencia de distorsiones en mercados financieros, lo que las hace cuestionables. Finalmente, la evidencia de un caso con integración financiera, como en Panamá, indica que cuando no existen distorsiones en los macro precios financieros se reducen los desequilibrios macroeconómicos².

1.3 ¿Qué se necesita para una integración financiera?

Uno de los primeros requisitos es un **marco regulatorio** que facilite la integración y establezca la confianza de los inversores que debe incluir normas de transparencia y contabilidad, administración de riesgo agregado y una serie de medidas y prácticas orientadas a mejorar el ambiente contractual y corporativo de un país.

El concepto de **movilidad de capitales** para individuos o firmas es la esencia misma de la integración financiera. Si existe control de capital, cualquier exceso de fondos puede quedar atrapado, porque los bancos no pueden invertirlo en el exterior, lo que disocia el sistema financiero interno del sistema financiero internacional. Es decir, la movilidad de capitales, es una condición necesaria, mas no suficiente.

² Tipo de cambio real, tasa de int. real y prec. de los activos. Véase Moreno- Villalaz (2000)

La **dolarización**, como se expresó anteriormente, es un apoyo a la integración financiera, debido a que existe una mayor certeza para los inversionistas al desaparecer el riesgo devaluación. Sin embargo, no es la dolarización pieza fundamental de la integración financiera.

Eliminar los **costos administrativos** de transferir recursos internos hacia fuera, que constituyen una limitante para la movilidad de capital y por ende la integración financiera.

Un ejemplo: Hong Kong es un país que posee una limitada integración financiera debido a que a pesar de tener movilidad de capital posee diferencial de intereses entre transacciones en dólares norteamericanos y dólares de Hong Kong. Además existen barreras de entrada en la banca, los bancos tienen que balancear separadamente sus cuentas en ambas monedas. Adicionalmente, existe un pequeño costo a la banca de transferir recursos hacia fuera.

1.4 La integración Financiera en el Ecuador

Uno de los principales riesgos que enfrenta un país, al adoptar un sistema monetario como la dolarización, es la vulnerabilidad de la economía ante shocks externos. Como se verá más adelante, este riesgo bajo integración financiera se mantiene, o incluso se agrava, si es que no existen medidas complementarias. En el presente apartado, se explicará los mecanismos que tiene el Ecuador para enfrentar estos shocks, antes y

después de una integración financiera. De igual manera, se determinará los riesgos que enfrenta el Ecuador ante una integración financiera y finalmente se determinará si conviene o no un proceso de este tipo para el país.

1.4.1 La opción sin integración financiera

Concordando con Ayala (2000), al estar dolarizados, la opción que en este momento tienen las autoridades económicas para amortiguar el efecto negativo de los shocks externos es el manejo de políticas de gasto agregado restrictivas que afectarán la producción y el empleo. Además, la contracción de la demanda hace que la oferta de bienes transables aumente y por lo tanto se incrementen las exportaciones, finalmente la reducción en el consumo aumenta el ahorro interno y reduce la necesidad de recurrir al ahorro externo, lo cual mejora el saldo de la cuenta corriente.

1.4.2 El ingreso de Bancos Extranjeros

El Ecuador, como muchos otros países, tiene restricciones en la entrada de bancos extranjeros³. La entrada de los bancos, debe ser vista como la oportunidad para fortalecer el sistema financiero. Generalmente, los bancos extranjeros tienen portafolios más diversificados y tienen mayor acceso a recursos mundiales, es decir, tienen menor riesgo y son menos

sensibles a shocks negativos de la economía del país. De esta manera, al ser las economías emergentes más volátiles que las industrializadas, el tener un componente extranjero significativo es importante ya que ayuda a proteger al sistema bancario de los shocks internos.

Además, el ingreso de bancos extranjeros puede incentivar la utilización de mejores técnicas bancarias, como por ejemplo las técnicas de manejo de riesgos que pueden promover el control de riesgos en el sistema bancario. De manera general, el incremento en la disciplina del mercado probablemente ocasionará una conducta más prudente de las instituciones bancarias.

1.4.3 Los riesgos de una integración financiera en el Ecuador

Al momento de adoptarse una política de integración financiera en el Ecuador, se deberá tomar ciertas precauciones para evitar que este sistema falle u ocasione un perjuicio a los bancos locales.

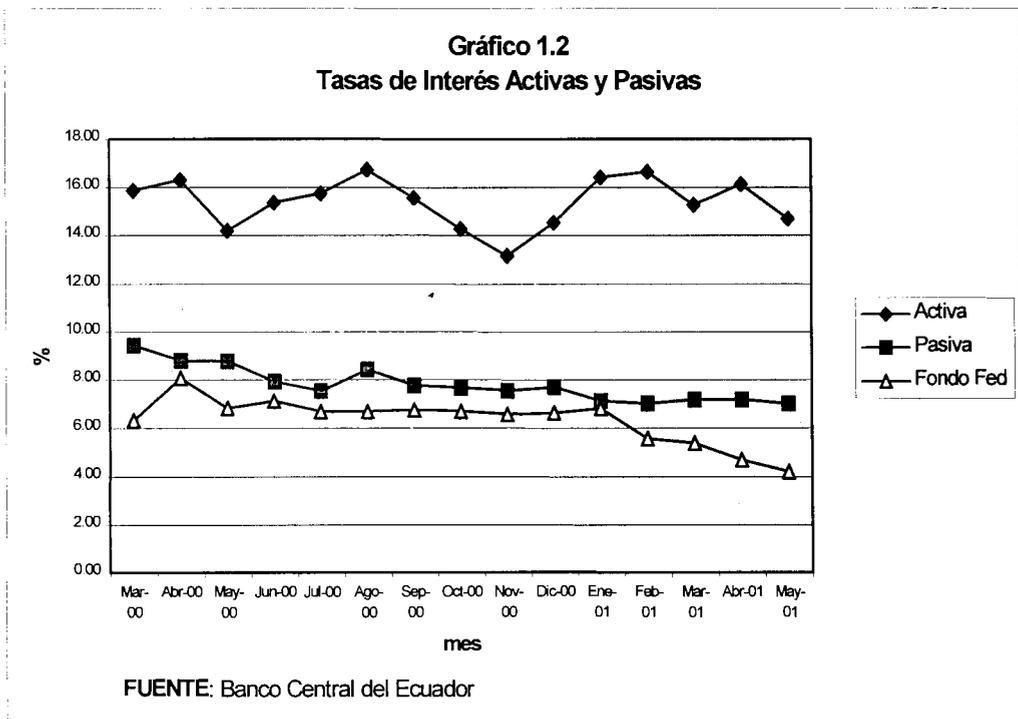
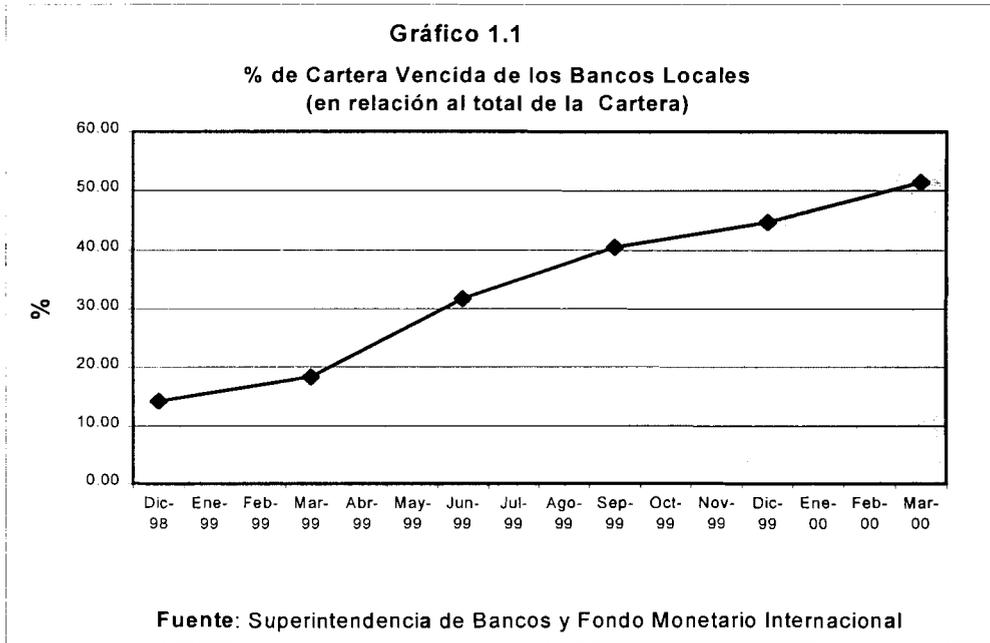
Como se ha señalado anteriormente, la participación de los bancos extranjeros en el mercado local es la clave de la integración financiera. Sin embargo, esta participación dependerá de las garantías que estos bancos

³ Básicamente, en el Ecuador, los bancos extranjeros deben formar una compañía nacional y declarar impuestos y utilidades en el Ecuador.

tengan para ingresar y participar en el país. Un factor importante es un marco jurídico adecuado y estable que permita a los bancos planificar y proyectar a mediano o largo plazo. Al estar estos bancos participando directamente (a través de sucursales) y no a través de una inversión adicional, y por lo tanto es más vulnerable al éxito o fracaso del banco en el país, esta estabilidad adquiere más importancia.

La situación actual de los bancos puede ser un riesgo al momento de aplicar la integración financiera. Como se muestra en el Gráfico 1.1, la cartera vencida de los bancos locales han crecido considerablemente durante los últimos años. Es importante recalcar además que las cuentas *evergreen*, es decir aquellas que están por vencerse no están incluidas en este porcentaje.

Esta cantidad de cuentas vencidas genera un costo financiero alto ya que las cuentas incobrables o difíciles de cobrar pasarían a ser responsabilidad del banco, afectando sus costos y por ende sus utilidades. Así, al tener costos de intermediación significativos, los diferenciales de interés se mantienen altos como se refleja en el Gráfico 1.2.



Además, si al momento de realizar integración financiera, se presentan los diferenciales actuales que se muestran en el Gráfico 1.2, podrían presentarse inconvenientes. Esto se debe a que los bancos extranjeros, en general, presentan intereses más bajos y con un diferencial más cerrado. Por ejemplo, la tasa pasiva en Euro dólares en Londres es 3.70 y la activa es 6.75.⁴

¿Qué sucede si en estas condiciones se implanta una integración financiera? Los depositantes ecuatorianos tendrían incentivos para colocar sus depósitos en los bancos locales, ya que reciben un mayor interés que en los bancos extranjeros. En cambio en lo que se refiere a créditos, los ecuatorianos tendrían incentivos para hacerlo en los bancos extranjeros, debido a las tasas bajas. Esto ocasionaría un problema para los bancos locales ya que tendrían recursos disponibles, pero éstos no tendrían demanda, lo que podría conducirlos a una eventual quiebra. Los bancos extranjeros no presentarían inconvenientes, siempre y cuando tengan recursos disponibles.

Otro riesgo en que se incurre al establecer una integración financiera, es que ésta puede generar un arribo masivo de la inversión extranjera, la cual no esté necesariamente orientado hacia la inversión productiva, lo cual

⁴ Tasas al 30 de Julio de 2001. Fuente: Federal Reserve USA.

genera desequilibrios en cuenta corriente poniendo en riesgo al sector externo.

1.4.4 Mecanismos de Regulación

En Ayala (2000) se presenta la opción de un **fondo de estabilización macroeconómica**⁵ con “reglas claras sobre sus fuentes y usos” administrado por una institución externa al país⁶. Este fondo sería exclusivamente un mecanismo intermedio o alternativo a la integración financiera total debido a que si bien es cierto cumple un rol similar al de los bancos en una integración financiera; este fondo es vulnerable a la voluntad gubernamental, quedando abierta la puerta a posibles cambios de reglas y “excepciones” que permitan un uso de los fondos distinto al originalmente previsto. Eventos de esta naturaleza disminuyen la confianza acerca del verdadero fin de este fondo generando así un potencial fracaso del sistema.

De igual forma, especialmente en las etapas iniciales de la dolarización se ha presentado un gran influjo de capitales⁷, lo cual genera un **exceso de liquidez** que podría dificultar el desarrollo del sector transable.

⁵ Este fondo estaría basado en el comportamiento de los principales productos de exportación del país, básicamente en nuestro caso, el petróleo. Se deberá acumular durante los períodos de precios elevados y desacumule cuando están bajos. El precio de referencia podría ser el precio presupuestado o una media móvil con relación a los precios del pasado.

⁶ El autor presenta en dicho trabajo el papel de instituciones como el Fondo Latinoamericano de Reserva en la constitución de dichos fondos.

⁷ Entre otras causas por el prec. del petróleo y transf. unilat. de ecuatorianos en el exterior.

Por esto, Ayala (2000) plantea la captación de esta liquidez a través de un organismo internacional que cumpla con el papel regulador del Banco Central del Ecuador sin estar sometido a las presiones políticas del Ecuador, ya que se trata de un organismo supranacional.

Fitzgerald (1996) propone la creación de la “Facilidad de Financiamiento de Corto Plazo (STFF por sus siglas en inglés), a través del cual se proporcione liquidez a los gobiernos que tengan problemas financieros. Fitzgerald considera que el Fondo Monetario Internacional debe jugar un papel importante en la prevención y solución de las crisis financieras. El fondo debería proporcionar liquidez y regular prudencialmente los intermediarios financieros.

El objetivo de la política macroeconómica debe ser redistribuir el uso de la liquidez internacional y la disponibilidad de booms a crisis. Para esto, en lo que se refiere a política monetaria, durante la época de bonanza de flujos de capitales, Caballero (2000) señala que se requiere una **intervención esterilizada**, es decir el Banco Central vende bonos públicos por reserva internacional; y durante crisis, estas reservas se venden de vuelta. Esta política es difícil y costosa de aplicar durante períodos prolongados. Por otro lado, la mencionada política tiene un elemento de estabilización de los tipos de cambio real.

Todas las alternativas anteriores contiene la misma esencia: buscar un medio de estabilizar y garantizar la liquidez, reduciendo así el efecto de los shocks externos en la economía nacional.

1.5 Conclusiones: Conveniencia de la Integración Financiera para el Ecuador

Se ha analizado en el presente capítulo, la posibilidad de ingresar al sistema financiero internacional, a través de la integración financiera. Se han establecido, de igual manera, las múltiples ventajas que este proceso presenta, de manera especial en los países dolarizados, como el Ecuador. La convergencia de las tasas de interés nacionales hacia las mundiales y la participación del sector financiero en la resolución de los excesos o déficits de fondos son algunos de los puntos positivos de la integración financiera. Esta última, adquiere una importancia mayor al ser un país que tiene un esquema monetario como la dolarización, en el cual la oferta monetaria depende exclusivamente de la entrada y salida de divisas.

De igual forma, se han determinado los riesgos que se pueden presentar, en un país como el nuestro. El no poder garantizar la participación de los bancos extranjeros en el sistema financiero nacional al abrir nuestros mercados, y los excesos o déficit de liquidez que se pueden generar al depender exclusivamente de los flujos de capitales del exterior, son los principales peligros que se enfrenta una integración financiera.

Sin embargo, los riesgos que se han analizado, pueden ser enfrentados a través de las alternativas que se presentaron en el apartado anterior. Los fondos de estabilización o la participación de un organismo multilateral que maneje los excesos de liquidez pueden ser opciones viables para amortiguar las salidas de divisas.

Un país integrado financieramente opera como un sistema macroeconómico de mercado competitivo, es estable, se ajusta frente a shocks – o al menos reduce sus efectos, genera confianza y estabilizar las tasas hacia el nivel mundial.

En el presente capítulo, se ha determinado también la importancia de un sistema financiero sano, que influirá en los niveles de interés y sobretodo en los diferenciales o *spread*. Es necesario establecer la urgencia de tener un sistema financiero reestructurado antes de buscar la integración financiera, debido a que si se hace lo contrario, la banca nacional podría resultar seriamente perjudicada, como fue explicado en el apartado 1.4.3. Radica aquí la importancia de explicar el proceso de reestructuración financiera, como requisito para la integración financiera en el Ecuador. Esta explicación se realiza en el Capítulo siguiente.

Capítulo 2: Reestructuración Corporativa y Financiera en el Ecuador

Este capítulo provee un análisis de la evolución de la crisis financiera y empresarial en el Ecuador, sus desencadenantes, las medidas tomadas hasta el momento y las distintas alternativas para completar las tareas aún pendientes.

2.1 La crisis en el sector financiero ecuatoriano

Entre 1998 y 2000, el sector bancario ecuatoriano sufrió un debilitamiento que dejó como consecuencia 16 instituciones financieras cerradas o intervenidas por organismos estatales (65% del total de los activos del sistema financiero); niveles de créditos irrecuperables oficializados que ascienden al 45% del total de créditos entregados; y

además la desaparición del sucre como moneda nacional debido a la pérdida total del control monetario.

2.1.1 Orígenes de la crisis

En el año de 1987, al final de la crisis de deuda mexicana, este país pese a todas sus reformas y privatizaciones enfrentaba una inflación superior al 100%. Por esto, su gobierno decidió utilizar anclas nominales como el tipo de cambio para llevar a la baja las expectativas de inflación. Y adicionalmente se establecieron acuerdos anuales en donde se establecían los precios de los principales bienes y servicios de la economía. De esta manera se pensó tener inflaciones de un dígito en un corto periodo de tiempo.

Pero, pese a que esta medida hizo converger la economía mexicana hacia bajas tasas de inflación, el tiempo que tomó el proceso fue mayor al esperado, hubo un costo en términos del tipo de cambio real que llevó a México en el año de 1995 a una crisis de capitales y financiera.

Las medidas tomadas por México, coinciden en forma a las que menciona Mishkin (2001) como desencadenantes de una crisis: liberalización de diversos sectores de la economía, entre ellos el financiero, que permite entre otras cosas la entrada de capitales del exterior. Sin embargo al incentivar el Estado este tipo de medidas para poder cumplir con sus metas (como México y su tipo de cambio), las subvenciones indirectas entregadas

traen como consecuencia un incremento de la vulnerabilidad externa que tarde o temprano termina en crisis.⁸

En el Ecuador, durante el periodo presidencial 1992 – 1996, se estableció un paquete de medidas con el fin de lograr una economía acorde con las tendencias mundiales. Las políticas adoptadas abarcaron: liberalización financiera, establecimiento del tipo de cambio como ancla nominal para reducir la inflación, y altas tasas de interés reales en sucres para atraer capitales extranjeros.

Similar a México, la inflación empezó a decrecer pero aún superaba la tasa de devaluación. Por esta razón endeudarse en dólares fue ventajoso, aún para aquellos sin fuentes de ingresos en esta moneda. Este fue el motivo por el cual la cartera de los bancos se volvió vulnerable a shocks que implicasen ajustes en el tipo de cambio.

En 1995 por motivo del conflicto bélico con Perú, la incertidumbre ocasionó fugas de capitales que atentaron contra el tipo de cambio, terminando en una devaluación real de la moneda, la primera desde 1990 (Ver **Tabla 2.1**).

⁸ Las subvenciones se reflejan en tasas de interés reales pasivas positivas mayores a las del exterior, y a la vez tasas reales activas mas bajas en moneda extranjera que en moneda nacional. Esta situación lleva a que sectores generadores o no de divisas se endeuden en esta moneda y por tanto estén expuestos a cambios en el valor de la divisa.

TABLA 2.1

Tipo de Cambio e Inflación				
Año	Tipo de Cambio nominal	Variación % del Tipo de Cambio	Inflación	Inflación vs. Devaluación*
1990	880,43			
1991	1.244,10	41,31%	49,00%	18,63%
1992	1.806,00	45,17%	60,20%	33,29%
1993	1.989,00	10,13%	31,00%	205,93%
1994	2.247,00	12,97%	25,40%	95,82%
1995	2.914,00	29,68%	22,80%	-23,19%
1996	3.627,00	24,47%	25,50%	4,22%
1997	4.321,00	19,13%	30,60%	59,92%
1998	6.780,00	56,91%	36,10%	-36,56%
1999	20.100,00	196,46%	52,20%	-73,43%

* Un valor positivo implica una revaluación del tipo de cambio real

Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaboración: Los autores

Como consecuencia de la crisis de 1995, 2 bancos enfrentaron problemas de solvencia. La situación fue controlada mediante créditos subordinados del Banco Central en un caso,⁹ y en el otro mediante el mecanismo de absorción.¹⁰ Pese a que el sector financiero fue el más afectado de esta crisis (decreció en el 9% durante el primer trimestre de 1995), el problema fue llevadero, es así que un mayor efecto real en la economía tuvo la caída del presidente Bucaram en Enero de 1997.¹¹

En apariencia la economía del Ecuador podía marchar en una situación sostenible a pesar del momento de crisis de 1995. Sin embargo, eventos adversos en los años subsiguientes impidieron una adecuada

⁹ Banco Continental / Un crédito subordinado es un mecanismo mediante el cual el prestatario da como garantía sus participaciones en el negocio para el cual se ha otorgado el crédito.

¹⁰ El Banco de los Andes fue absorbido por Filanbanco.

recuperación del sistema financiero, manteniéndolo vulnerable a shocks externos. Así tenemos al fenómeno del niño y la caída de los precios del petróleo entre el periodo 1997-98; la crisis Rusa en 1998 (la cual tuvo repercusiones en todas las economías emergentes), además de la inestabilidad política que generó dos caídas de gobiernos entre 1997 y 1999.

2.1.2 La segunda etapa de la crisis financiera

Como afirma Claessens (2001 et. al.), es típico en una crisis sistémica, resultado de shocks en el tipo de cambio y desaceleración generalizada de la economía, que los sectores corporativos y financiero presenten importantes dificultades en cumplir sus pagos y consecuentemente los niveles de deudas no recuperables aumenten. Todo esto acompañado con disminuciones en los precios de los activos (en especial los bienes raíces) además de altas tasas de interés y fugas de capitales.

En Ecuador a finales de 1998 este era el panorama que se avecinaba. Producto de una sobrevaloración de sus activos, el Banco de Préstamos dio en quiebra, luego los dos mayores bancos del país presentaron problemas de liquidez,¹² y rápidamente deterioraron su situación pese a la ayuda proporcionada por el gobierno. Para tratar de frenar un efecto dominó en el sistema, se creó una entidad encargada de garantizar el 100% de los

¹¹ Observando la evolución del IDEAC (Banco Central del Ecuador)

depósitos en el sistema financiero. Es así como el primer banco en problemas (Filanbanco) termina en manos de esta entidad para evitar su quiebra.

En 1999 el banco considerado como más importante del Ecuador (Banco del Progreso) presentó problemas de solvencia, por lo cual fue cerrado para ser liquidado. Su cierre estuvo mezclado con elementos políticos que ahondaron los problemas de confianza. Así luego del cierre de esta entidad, 6 bancos pequeños adicionales cerraron sus puertas. La crisis bancaria se generalizó pese a los esfuerzos que llegaron incluso al congelamiento de depósitos.

A continuación se presentan indicadores de la evolución de la crisis financiera en el Ecuador (**Tabla 2.2 y 2.3**), se destaca el volumen de depósitos en el sistema financiero, y las ratios de créditos considerados como irrecuperables, estos indicadores revisten de importancia debido a que evidencian los problemas de financiamiento por el cual tuvieron que atravesar los bancos. Pues, por un lado los deudores disminuyeron el flujo de devoluciones de los préstamos, y por otro los acreedores al retirar sus fondos impiden que los bancos puedan seguir financiando o refinanciando a los primeros. De esta manera se entra en un círculo en el cual tanto el sector financiero como el sector corporativo colapsan.

¹² Banco del Progreso y Filanbanco.

TABLA 2.2

CREDITOS VENCIDOS EN EL ECUADOR						
(Porcentaje de la cartera total de los bancos)						
	Dic-98	Mar-99	Jun-99	Sep-99	Dic-99	Mar-00
Créditos Vencidos	6,50	16,70	26,30	29,90	33,30	n.a
En bancos locales	14,20	18,30	31,70	40,50	44,70	51,40
En bancos off-shore	3,50	11,90	9,50	11,70	13,50	n.a
En bancos privados	4,60	12,80	14,60	18,90	18,90	22,40
En bancos en poder de la AGD	7,80	22,20	31,10	32,60	37,80	57,10
En bancos cerrados	6,50	14,50	40,10	36,00	40,20	80,00
En sucres	14,40	16,00	30,30	37,70	41,40	43,50
En dólares	5,40	17,10	25,00	28,10	32,00	53,10

Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador; FMI

Elaboración: Staff del FMI

TABLA 2.3

DEPOSITOS DEL SISTEMA BANCARIO									
(Cifras en millones de dólares)									
	Mar-98	Jun-98	Sep-98	Dic-98	Mar-99	Jun-99	Sep-99	Dic-99	Mar-00
Bancos locales	3.368	3.635	3.875	4.281	3.662	3.701	3.626	2.847	2.769
Bancos Off-shores	2.874	1.611	1.575	2.436	3.207	2.827	2.364	1.956	1.529
Bancos Privados	2.694	2.613	2.214	3.322	2.429	2.439	2.528	2.232	2.142
Bancos en poder de la AGD	3.547	2.633	3.236	3.395	2.590	2.347	1.943	1.481	1.479
Bancos cerrados	-	-	-	-	1.850	1.741	1.519	1.090	677
En sucres	2.267	2.481	2.694	2.930	2.063	2.075	1.936	1.298	1.042
En dólares	3.975	2.765	2.756	3.787	4.806	4.452	4.054	3.505	3.257
Depósitos no congelados	6.242	5.246	5.450	6.717	4.402	3.659	3.672	2.865	3.230
Depósitos congelados	-	-	-	-	2.467	2.869	2.318	1.938	1.069
Tipo de Cambio (Sucres por dólar)	4.884	5.272	6.211	6.765	9.971	11.124	13.637	19.858	25.000

NOTA: Los datos de Marzo de 2000 no incluyen los valores en las off-shore de los bancos cerrados

Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador; FMI

Elaboración: Staff del FMI

2.1.3 Avances en la Estrategia de Reestructuración

Inmediatamente después de la generalización de la crisis bancaria, una estrategia de reestructuración bancaria fue diseñada. Sus objetivos se centraron en devolver la solvencia y rentabilidad al sector financiero al menor costo posible para el fisco; y al mismo tiempo sentar las bases macroeconómicas que restauren la credibilidad en el país.

La Agencia de Garantías de Depósitos (AGD) se creó junto con los problemas de Filanbanco y ofreció una garantía total para así evitar retiros masivos del sistema financiero. Su manera de operar sería la siguiente: Si un banco quebraba, esta entidad pagaría todos los depósitos y sometería a la entidad a un proceso de “reestructuración” o “saneamiento” según si era no viable rehabilitar el banco. Aparte de esta agencia, el Banco Central por ley aún estaba obligado a asistir con ayuda financiera de corto plazo a entidades con problemas.

De esta manera queda establecido simplemente un mecanismo de ayuda a corto plazo mas no de reestructuración, pues la garantía de 100% no es sostenible en el tiempo por crear incentivos a tomar excesos de riesgo. Recién en el segundo semestre de 1999 se anunció una auditoría que determinaría que bancos podrían quedar en el sistema y cuales debían ser cerrados. Este fue el primer paso que se tomo en pro de una verdadera reestructuración.

Pero a pesar de la aparente voluntad de terminar con el problema, no fue posible emplear un mecanismo rápido como lo es asumir todas las deudas incobrables y dejar a los bancos sin esa carga. La crisis de pago de deuda que enfrentaba paralelamente el Ecuador impediría que una medida de ese costo fuera posible.

La AGD ha emprendido la tarea de recuperar cartera, valorar los activos de los bancos cerrados y rematarlos para así disminuir la deuda inicialmente emitida para cubrir los depósitos. Sin embargo, el no haber iniciado conjuntamente un proceso de reestructuración en el sector empresarial ha traído como consecuencia que sigan en aumento las deudas incobrables. Esta situación que no ha sido relevante durante el año 2000 por la recuperación de la economía, ha empezado a causar estragos en el años 2001, e incluso amenaza con desatar otra crisis financiera, con el agravante que no se dispone de herramientas nominales para enfrentarla.

2.2 De la crisis financiera a la crisis empresarial

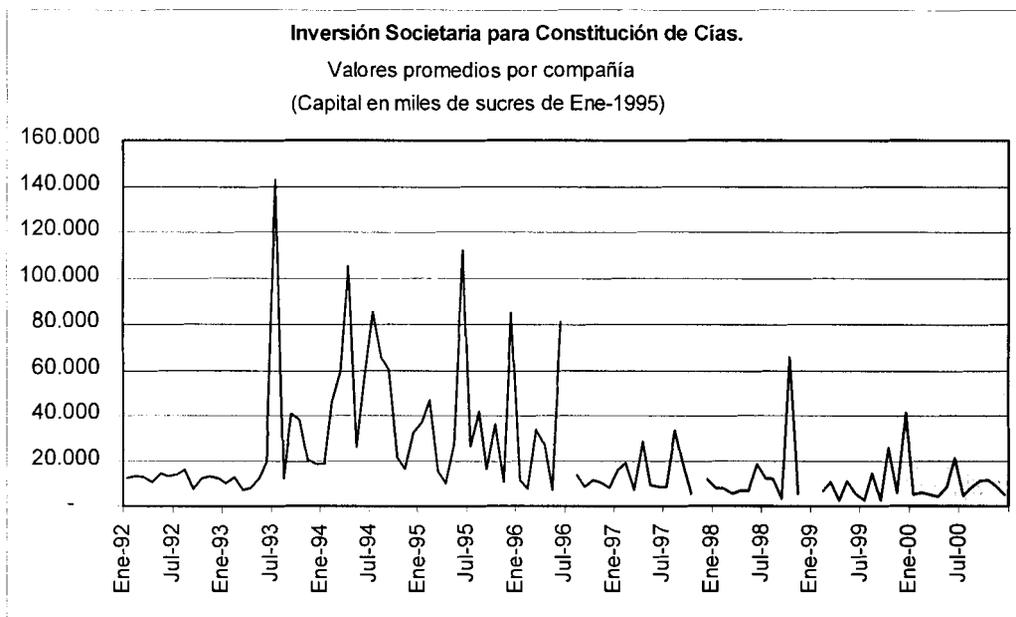
En esta sección se destacan los aspectos mas importantes del sector empresarial, para el cual no se ha emprendido un proceso de reestructuración verdadero. Sin embargo, en los actuales momentos (Agosto – 2000) amenaza con desencadenar una nueva crisis en el país.

2.2.1 Evolución empresarial pre-crisis.

Durante el periodo de auge económico (1994 y parte de 1995) el sector empresarial ecuatoriano tuvo un rápido desarrollo alimentado por la facilidad para conseguir créditos en los bancos. Muestra de ello constituye los volúmenes de inversión en las distintas áreas registrados por la Superintendencia de Compañías.

Si bien los volúmenes totales de inversión societaria no presentan tendencia alguna (**Gráfico 2.1**), al calcular los promedios invertidos por compañía se observa que durante 1994 están presentes (en términos reales) los valores máximos (**Gráfico 2.2**). Tanto los valores anteriores como posteriores a este auge no presentan diferencia significativa alguna; situación que no es consistente con la crisis de 1998 y 1999 pues, de haber una situación de la gravedad de ese año, es de esperar que la inversión cayera a niveles menores que los registrados antes de 1994. Pero también es cierto que en una economía en crecimiento, la inversión (en términos reales) debe crecer, por lo que este estancamiento si demuestra un problema en el sector.

Gráfico No. 2.1

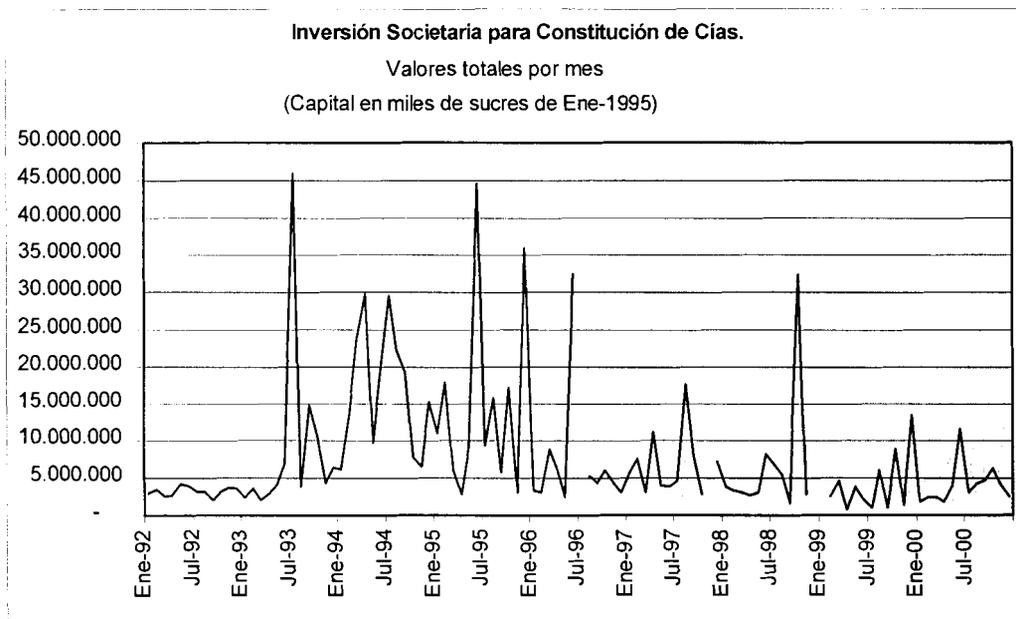


NOTA: Se han omitido los valores de Julio-1996, Noviembre-1997, Diciembre-1998 y Enero-1999 por ser inusuales

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Los autores

Gráfico No. 2.2



NOTA: Se han omitido los valores de Julio-1996, Noviembre-1997, Diciembre-1998 y Enero-1999 por ser inusuales

Fuente: Superintendencia de Compañías

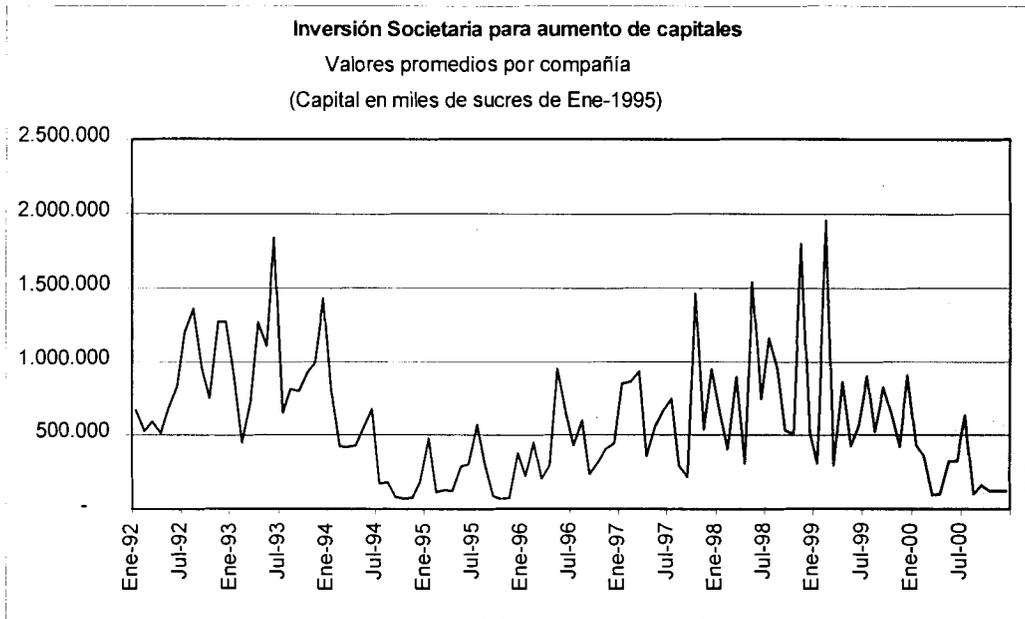
Elaboración: Los autores

Los estados de situación de 1998 y 1999¹³ muestran que la mayoría de los sectores de manera agregada tuvieron pérdidas y es más, las tienen acumuladas. Esta información resulta útil para comprender porque el otro rubro de la inversión societaria (aumentos de capital) presenta un ritmo decreciente durante ese periodo.

La expansión de capital promedio de las compañías sigue una tendencia parecida a la de la inflación (**Cuadros 2.3 y 2.4**), y esto se puede explicar porque el mecanismo de revalorización de activos fijos, suele dejar como resultado un excedente que se registra en el patrimonio. Con este valor posteriormente las compañías pueden aumentar capital o amortizar pérdidas acumuladas, esto explicaría porque en 1999 no operó el primer mecanismo. Un ejemplo de porque existieron valores que tuvieron que cubrirse con las reservas por corrección monetaria, es que las deudas pactadas en dólares, en términos de sucres se incrementaron drásticamente, impidiendo tener un excedente positivo producto de la corrección monetaria.

¹³ Véase los boletines de la Superintendencia de Compañías del Ecuador

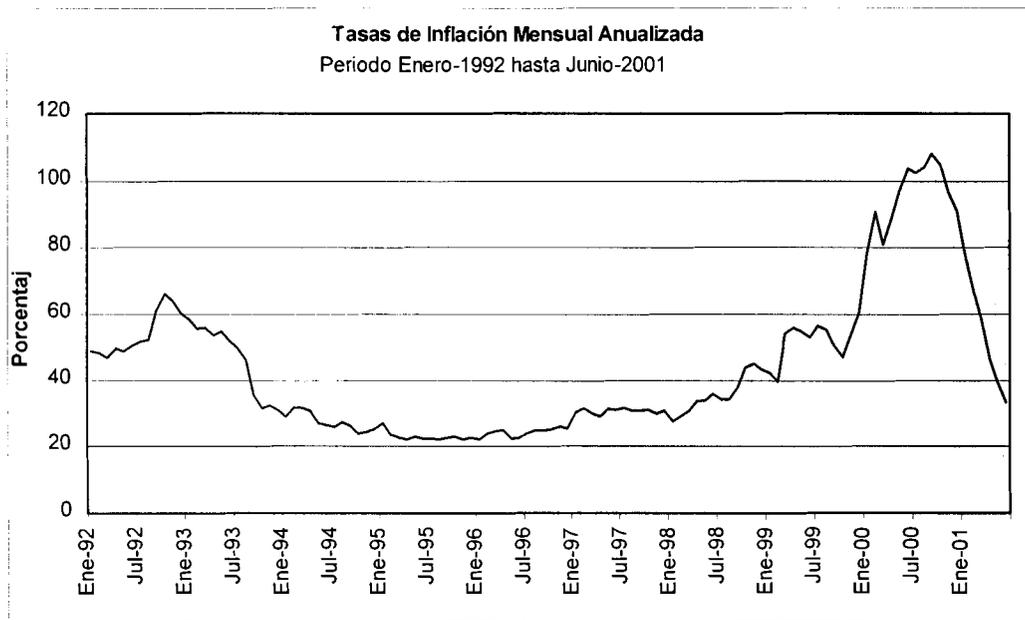
Gráfico No. 2.3



Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Los autores

Gráfico No. 2.4



Fuente: Banco Central del Ecuador

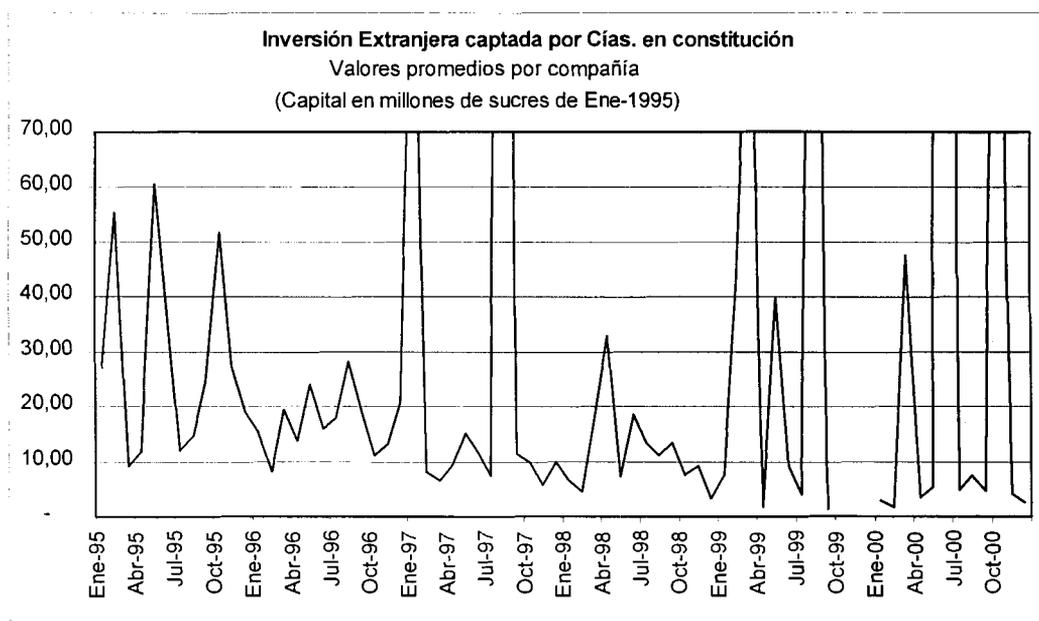
Elaboración: Los autores

2.2.2 Principales aspectos de la Inversión Extranjera

Los gráficos de inversión extranjera promedio captada en constituciones de nuevas compañías se presenta en el **Gráfico 2.5**. Durante el periodo de auge económico existió una mayor captación de capitales extranjeros por parte de las compañías en constitución, pero no en la proporción que alcanzó los capitales nacionales.

Esta situación no es la esperada debido a la estabilidad cambiaria de ese momento, que en teoría permitió una mejor estimación de los retornos de las inversiones. Sin embargo estas distorsiones pueden tener un origen nominal, pues no se debe olvidar que la tasa de devaluación de 1999 fue ampliamente mayor a la tasa de inflación.

Gráfico No. 2.5



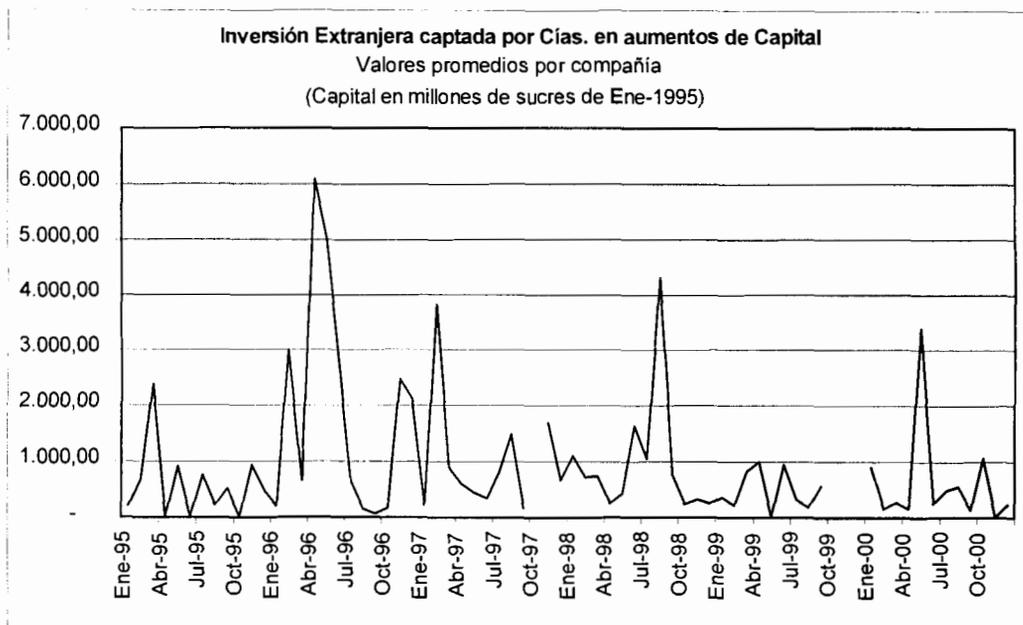
NOTA: No se encuentran los valores de Octubre a Diciembre de 1999

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Los autores

Las particularidades de la inversión en constitución se repiten en la inversión para aumentos de capital (**Gráficos No. 2.6 y 2.7**), lo que demuestra la mayor estabilidad de estos rubros frente a la inversión nacional, a pesar de los valores inusualmente altos del año 2000.

Gráfico No. 2.6



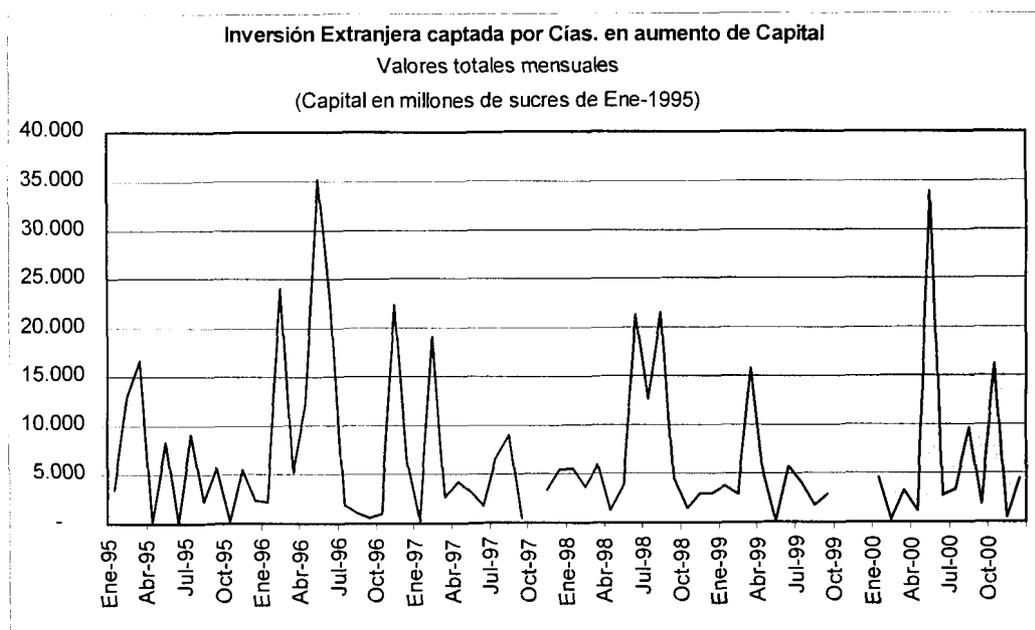
NOTA: No se encuentran los valores de Octubre a Diciembre de 1999

El valor de Octubre-1997 ha sido omitido por ser atípico

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Los autores

Gráfico No. 2.7



NOTA: No se encuentran los valores de Octubre a Diciembre de 1999

El valor de Octubre-1997 ha sido omitido por ser atípico

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Los autores

2.2.3 Medidas tomadas para reestructurar el sector

Durante el primer episodio de crisis (1995 – 1996), la economía ecuatoriana se desaceleró, el PIB trimestral anualizado fue negativo tanto en el primer como tercer trimestre. Sin embargo, los índices de actividad económica demuestran que los efectos negativos no fueron lo

suficientemente fuertes como para hablar de una crisis en si. De acuerdo al IDEAC consta como el periodo mas deprimido Julio-Diciembre de 1996.¹⁴

No fue necesario tomar ninguna medida para enfrentar los problemas que pudieron enfrentar las empresas. Al parecer la mayoría pudieron renegociar con sus acreedores en caso de haberlo necesitado.

Sin embargo, los eventos de los años subsiguientes no permitieron una recuperación total, es así que en 1998 el índice de actividad se vuelve negativo e incluso llega hasta cerca del -8.00% . Como se describió en apartados anteriores, la inversión societaria disminuyó, y paralelamente los niveles de deudas incobrables han llegado a superar el 50% del total de la cartera de los bancos. Pese a que la estrategia para reestructurar el sistema financiero, directa o indirectamente afecta al sector empresarial, no se ha establecido un mecanismo para ayudar a este sector. La ley que permite el proceso de reestructuración de deudas simplemente establece montos y formalidades para realizar dicho proceso, pero no existe una intervención directa para obligar a estas empresas a reestructurarse o de ser el caso cerrar.

¹⁴ Para mayor detalle consultar series del IDEAC (Índice de actividad económica coyuntural) del Boletín de Estadística Mensual del Banco Central del Ecuador.

2.3 Tareas pendientes para la reestructuración

Dada relevancia del sector corporativo dentro la crisis financiera nacional, es necesario para una reestructuración efectiva incluir dentro de una sola estrategia tanto ambos sectores.

El primer paso consiste en estabilizar las variables macroeconómicas. No es posible mantener el nivel de confianza que un proceso de esta naturaleza requiere si existe una alta volatilidad en la economía. Las variables mas importantes comprenden al tipo de cambio y los niveles de inflación. En este contexto Ecuador posee una ventaja por la dolarización de su economía.

Para establecer las bases de la reestructuración, es necesario que tanto las autoridades como los bancos conozcan las pérdidas al interior de las firmas. Una vez establecido la naturaleza del disturbio, es momento de determinar el mecanismo por el cual firmas y sistema financiero alcanzarán una renovación satisfactoria.

Antes de proceder con alguna estrategia, se deben establecer los mecanismos legales que operarán sobre la reestructuración, estos deben incluir: estándares para cierres de firmas y bancos, reglas para la inversión extranjera, y políticas para las adquisiciones y absorciones. En este punto es una sugerencia interesante para evitar la presión de grupos de interés, tomar los estándares internacionales como referencia.

Una vez establecidas las reformas legales que permitirán llevar adelante el proceso, es necesario lograr progresos en el sector financiero para poder luego alcanzarlos en el sector corporativo. La reestructuración empieza con una separación de los bancos, calificándolos de viables y no viables.

Para emprender los procesos de liquidación, recuperación de cartera y venta de los activos de la banca cerrada puede operar un organismo estatal (AMC)¹⁵. Por otra parte, los bancos viables deben ser recapitalizados; para esto existen dos mecanismos: vía ayuda directa del estado (a través de un BRA¹⁶); o de no existir presiones de mercado, vía un diferencial más alto entre las tasas activas y pasivas.

El cierre de un banco será determinado por la diferencia entre el valor de mercado de los activos y el valor nominal de las obligaciones. En caso de existir pérdidas estas pueden ser repartida entre los diferentes intervinientes: Accionistas (mediante reducción o disolución de sus participaciones), Depositantes y prestamistas externos (reduciendo los montos exigibles) y Empleados (mediante reducción de salarios o de personal). O a través de ayuda gubernamental que se refleja en las siguientes posibilidades: Aumento de impuestos (directos o indirectos como la inflación), recortes en el gasto

¹⁵ Asset Management Corporation por sus siglas en inglés.

¹⁶ Bank Restructuring Agency por sus siglas en inglés.

público o aumento de la deuda (que a largo plazo se tiene que convertir en uno de los dos anteriores).

La medida en que se carguen pérdidas a cada uno de estos actores depende de las condiciones particulares del país. A priori, la mejor medida sería que el gobierno asuma todas las pérdidas de los bancos mediante emisión de deuda, pero pueden darse cuestiones coyunturales que impidan que esta medida surta los efectos de deseados. En Ecuador, en el año 1999 se anunció la cesación de pagos de los Bonos Brady, razón por la cual, la emisión de mas deuda hubiese tenido costos muy altos por el castigo que impondrían los mercados.

Además, debido a la crisis monetaria que atravesó el país, imposición de pérdidas a los depositantes o prestamistas externos, hubiera ocasionado una mayor desconfianza que se reflejaría en un mayor ataque al tipo de cambio.¹⁷ Por esto, el mantener los canales de ayuda hacia la banca son los preferibles, pero es importante asumir el total de pérdidas en el primer momento de tranquilidad para pasar a tomar las medidas que impidan a futuro eventos similares.

¹⁷ Si se imponen pérdidas a los depositantes como ocurrió en el feriado bancario, los depositantes nacionales preferirán mantener los depósitos fuera del sistema y los externos los retirarán del país hacia mercados mas seguros. En el primer caso los banco pierden liquidez y en el segundo adicionalmente se deprecia el tipo de cambio o se pierden reservas.

La separación entre firmas viables y no viables puede complicarse por la falta de datos en sus hojas de balance, por esto es necesario valerse de toda la información posible e incluso hacer simulaciones de los beneficios futuros.

Una vez determinados tanto las instituciones financieras como firmas que tienen posibilidad de seguir operando, es necesario establecer el mecanismo por el cual se hará efectiva la reestructuración. Para esto, el gobierno debe tomar un rol activo para así determinar las prioridades de la economía, costos sociales de las medidas, y así mismo establecer los planes para mitigar estos efectos. A continuación se presentan las modalidades de reestructuración corporativa posibles, recogidas de la experiencia de otros países con problemas similares.

El primer mecanismo consiste en la intervención del gobierno como un mediador. Este mecanismo es necesario si existen factores que inhiban a los prestamistas a liderar el proceso. Tales factores incluyen falta de capital en los bancos, excesivo poder de negociación de alguna de las partes, o falta de incentivos de los bancos o corporaciones por reducir una deuda que es fruto de supervisión pobre y mal manejo. Esta modalidad normalmente se utiliza cuando no existen problemas sistémicos como en Ecuador, pues la medida requiere de confianza en el mediador además de un ambiente de estabilidad macroeconómica. En Ecuador, esta es la medida que se esta

usando para reestructurar las firmas, sin embargo la alta concentración de las deudas hacen de esta una medida inadecuada.

Un esquema de incentivos financiados por el gobierno es una manera de lograr que las partes involucradas estén dispuestas a negociar. Tales incentivos comprenden: compensaciones a la banca por el cambio del tiempo de madurez de los créditos y los periodos de gracia; tasas de cambio e interés garantizadas e; inyecciones de capital. Una vez más, este mecanismo es viable cuando los problemas de la banca no son generalizados, pues de ser el caso hay que considerar elementos adicionales además de la voluntad de las partes.

Los mecanismos restantes requieren una participación mucho más activa del estado no solo como mediador sino como líder del proceso. La creación de organismos especializados en la reestructuración puede ser necesaria, así tenemos las agencias de reestructuración bancaria y las administradoras de activos. Estas agencias se encargan de proceder con la recapitalización de los bancos declarados viables (las BRA) y el manejo de los activos de los bancos y empresas no viables (las AMC). La presencia de estas instituciones se justifica cuando la crisis es sistémica, de tal manera que los problemas de las corporaciones y bancos son lo suficientemente profundos como para impedir una reestructuración.

Estos organismos presentan inconvenientes por estar sujetos a politización y presiones de grupos de interés. Situación que puede ser

solucionada a través del establecimiento de metas y plazos definidos con anterioridad a su creación. Adicionalmente, para un cabal cumplimiento de las metas propuestas, no se debe olvidar el entorno legal del cual se discutió en párrafos anteriores.

Una vez cumplidos los objetivos que se perseguían con las entidades creadas para la reestructuración, es necesario que estas desaparezcan para permitir el normal desenvolvimiento de la economía. A medida que los bancos son recapitalizados las BRA deben proceder con la reprivatización inmediata de estas entidades. Así mismo las AMC, cumplido el proceso de saneamiento de los activos de bancos y empresas deben proceder con la venta y recuperar el mayor valor posible, pues a medida que pase el tiempo es mas probable que los valores de venta disminuyan y los costos de administración se eleven.

Finalmente, no es posible que este proceso se de por terminado si no quedan sentadas las bases para impedir que eventos de esta naturaleza se repitan. Si leyes claras y mecanismos de ayuda oportuna no son factibles por la inestabilidad política del país entonces es necesario tomar medidas de carácter externo sobre las cuales no se pueda crear distorsiones. La dolarización nos garantiza algo equivalente a la estabilidad cambiaria nominal (pero no de precios relativos), la integración financiera impide la volatilidad de capitales y además obliga a la banca local a reducir sus costos

administrativos pues los márgenes de intermediación tienden a ser los internacionales.

Capítulo 3: Evidencia de Integración Financiera y capacidad de absorción de una crisis.

3.1 Objetivos:

A manera de resumen se puede decir que la integración financiera es deseable para economías como la ecuatoriana porque permite a las firmas e instituciones financieras acceder a fuentes de financiamiento más baratas y con plazos de vencimiento de los créditos más largos. Por otro lado, los beneficios de la integración financiera para el caso ecuatoriano se potencian por el escenario de post-crisis financiera que está viviendo el país donde los bancos todavía presentan problemas de capitalización y las reformas para mejorar la supervisión prudencial son escasas.

En este sentido, el objetivo de este capítulo es demostrar la relación que existe entre reestructuración financiera y las mejoras que esta medida

ofrece para explicar la integración de la economía ecuatoriana a los mercados de crédito internacionales. El estudio realiza un análisis comparativo de la series macroeconómicas del Ecuador y México. Se eligió la economía mexicana como benchmark para Ecuador por ser esta una economía que después de sufrir una crisis financiera severa realizó una reestructuración de su sistema de pagos la misma que le ha permitido integrar su economía a los mercados de créditos internacionales.

3.2 Integración Financiera y el supuesto de Paridad de Tasas de Interés.

La reestructuración financiera busca reestablecer el mecanismo de canalización de los fondos mientras que la integración busca no solo tener tasas bajas y menos volátiles, sino tener acceso a financiamiento extranjero para los proyectos de las empresas locales.

En este sentido, se usa los supuestos de la paridad de tasas de interés de movilidad de Capitales y no existencia de oportunidades de arbitraje como medida de la calidad de la integración financiera que muestran las economías, así se tiene:

$$R = R^* + \text{Exp. Dev.} + r \quad (1)$$

donde:

R es la tasa de interés nacional

R^* es la tasa de interés mundial

Exp. Dev son las expectativas de devaluación

r es el riesgo país.

Bajo dolarización, las expectativas de devaluación son cero, por lo que la ecuación (1) se transforma en

$$R = R^* + r \quad (2)$$

En una integración financiera total, las tasas locales deberían ser iguales a las internacionales, sin embargo existen correcciones a la paridad por la diferencia de riesgo pago que representa para los agentes la tenencia de bonos de diferentes países.

Reordenando la ecuación (2),

$$r = R - R^* \quad (3)$$

Por lo que se puede plantear un estimado del riesgo país, a través de la diferencia de tasas nacionales, con la tasa de la US Federal Reserve. En el **Gráfico 3.2**, se ilustra dicho indicador.

Ahora bien, se representa en el **Gráfico 3.1** los diferenciales propuestos en la ecuación (3). Para calcularlos se ha empleado como tasa local las tasas activas referenciales en dólares. El gráfico demuestra que contrario a la evolución de los mercados de deuda (que es donde el se determina el riesgo país) los diferenciales de tasas de interés entre Ecuador

y el FED no siguen un patrón lógico, pues es de esperarse que exista un castigo por riesgo en los créditos creciente durante el año 1999, y no lo contrario como se observa.

Algo muy interesante que se devela con el cálculo de estos diferenciales es que las tasas de interés referenciales para el Ecuador no responden a mecanismos de mercados. Es mas, si observamos las líneas de nivel introducidas en el gráfico, es claro que durante el periodo de 1997 y 1998 los diferenciales son significativamente mas bajos. Esta situación implica la existencia de un subsidio en los créditos en dólares.

Sin embargo, durante 1997 esta situación no es anormal debido al boom que presentaron en aquel año los mercados emergentes. Ya desde 1998 se interpreta el margen como un subsidio pues la calificación de riesgo para mediados de 1998 sufrió un caída significativa. De igual manera sucede en 1999 que fue el año de la crisis financiera nacional.¹⁸

¹⁸ Véase los Gráficos 3.3 y 3.4: EMBI como indicador de la evolución del riesgo.

GRAFICO 3.1: Spread de tasas: Ecuador vs. Ft

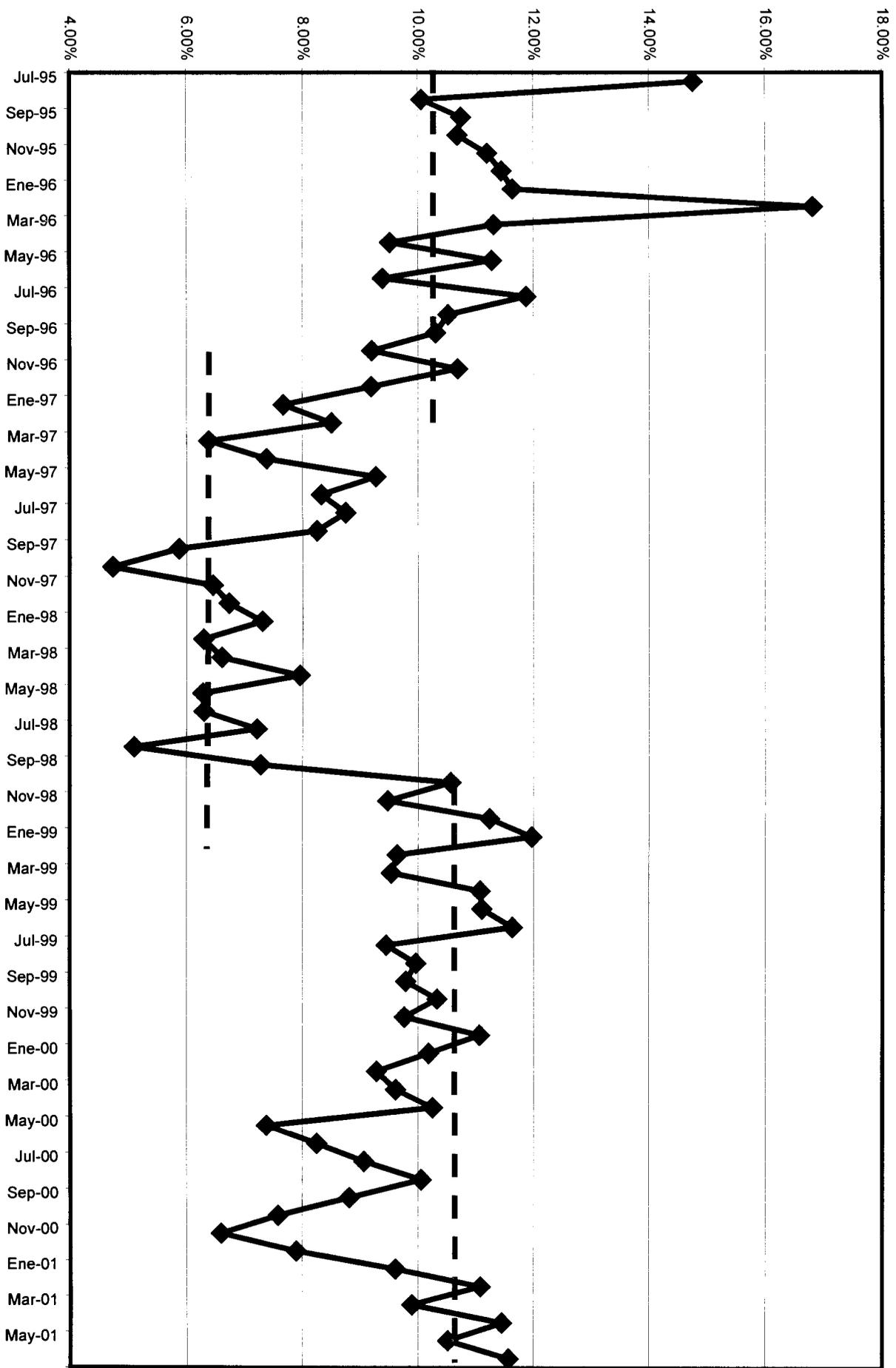
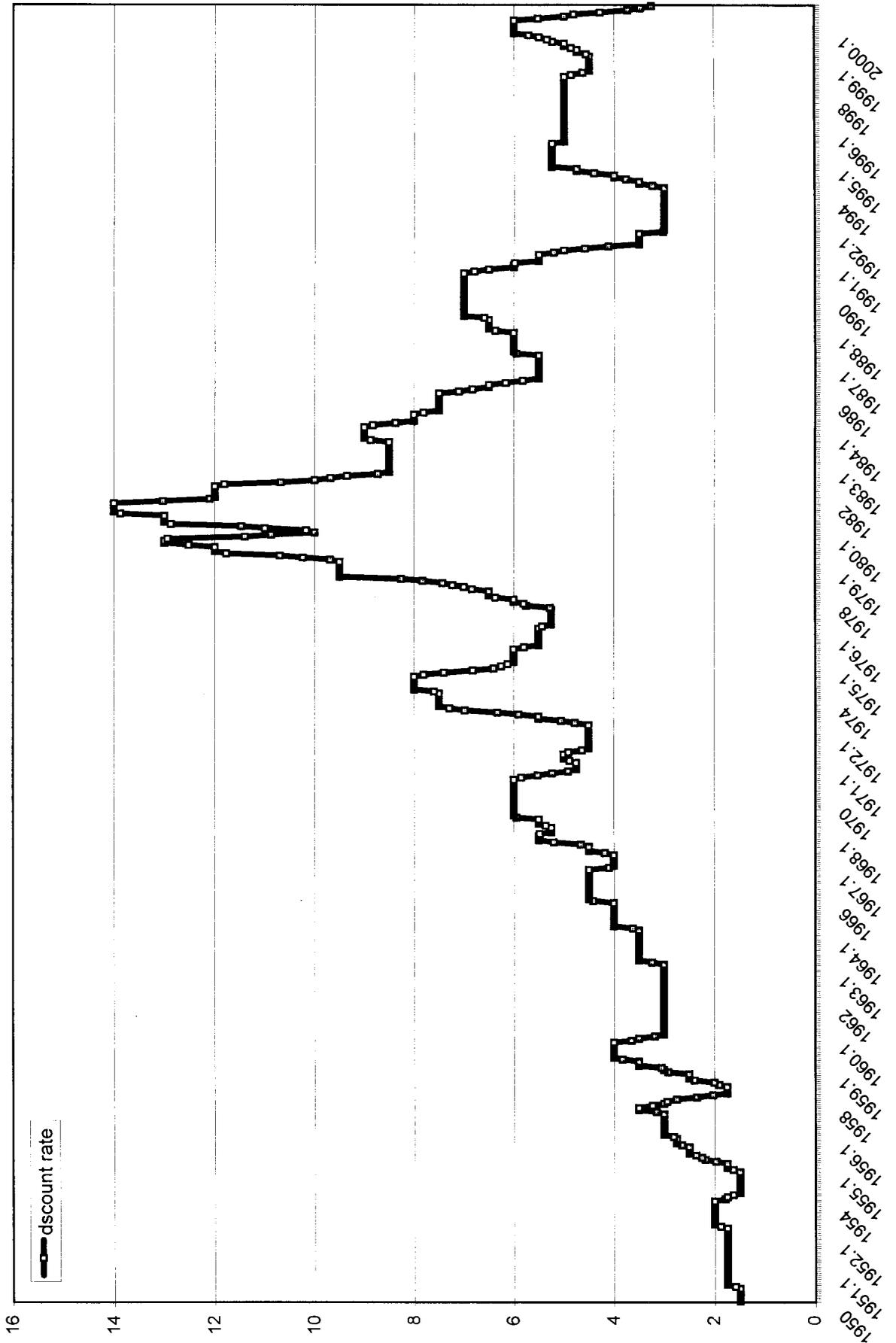


GRAFICO 3.2: USA DISCOUNT RATE



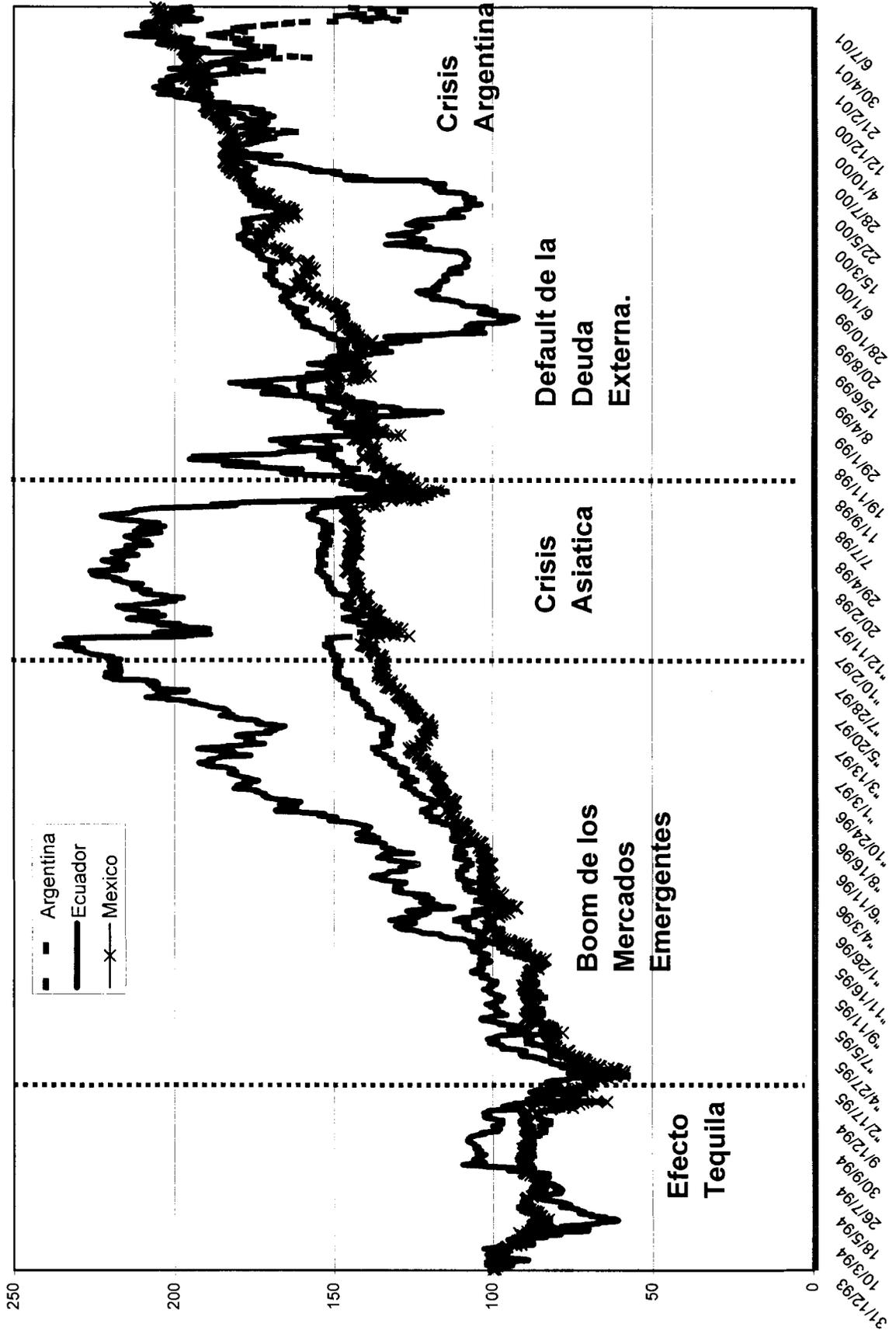
3.3 Análisis comparativo de la serie del índice EMBI para Ecuador, México y Argentina.

Utilizando el EMBI+19 tomando como base el 31 de Diciembre de 1993, podemos analizar la evolución de la deuda de algunos países de la región. En el **Gráfico 3.3 y 3.4**, se analiza la evolución del indicador para el Ecuador. Se observa los efectos de las diferentes crisis internacionales en la trayectoria de precios ecuatorianos al igual que los efectos internos.

México es un país que ha logrado un alto grado de integración financiera debido al grado de apertura de su economía en todos los aspectos. Su evolución en precios de deuda solo se ve afectada por dos eventos fuertes en la economía. Uno interno de México conocido como el efecto tequila, el cual ocurrió por una sobrevaloración de la moneda producto de medidas antiinflacionistas. El efecto causó una pérdida de valor cercana al 50% pero que en un año fue superada. En el gráfico 3.3 se observa que tanto Argentina como Ecuador sufrieron efectos de arrastre de magnitud considerable producto de esta crisis mexicana.

¹⁹ Emerging Market Bond Index Plus- Fuente: JP Morgan

GRAFICO 3.3: EMBI: ECUADOR VS. ARGENTINA & MEXICO

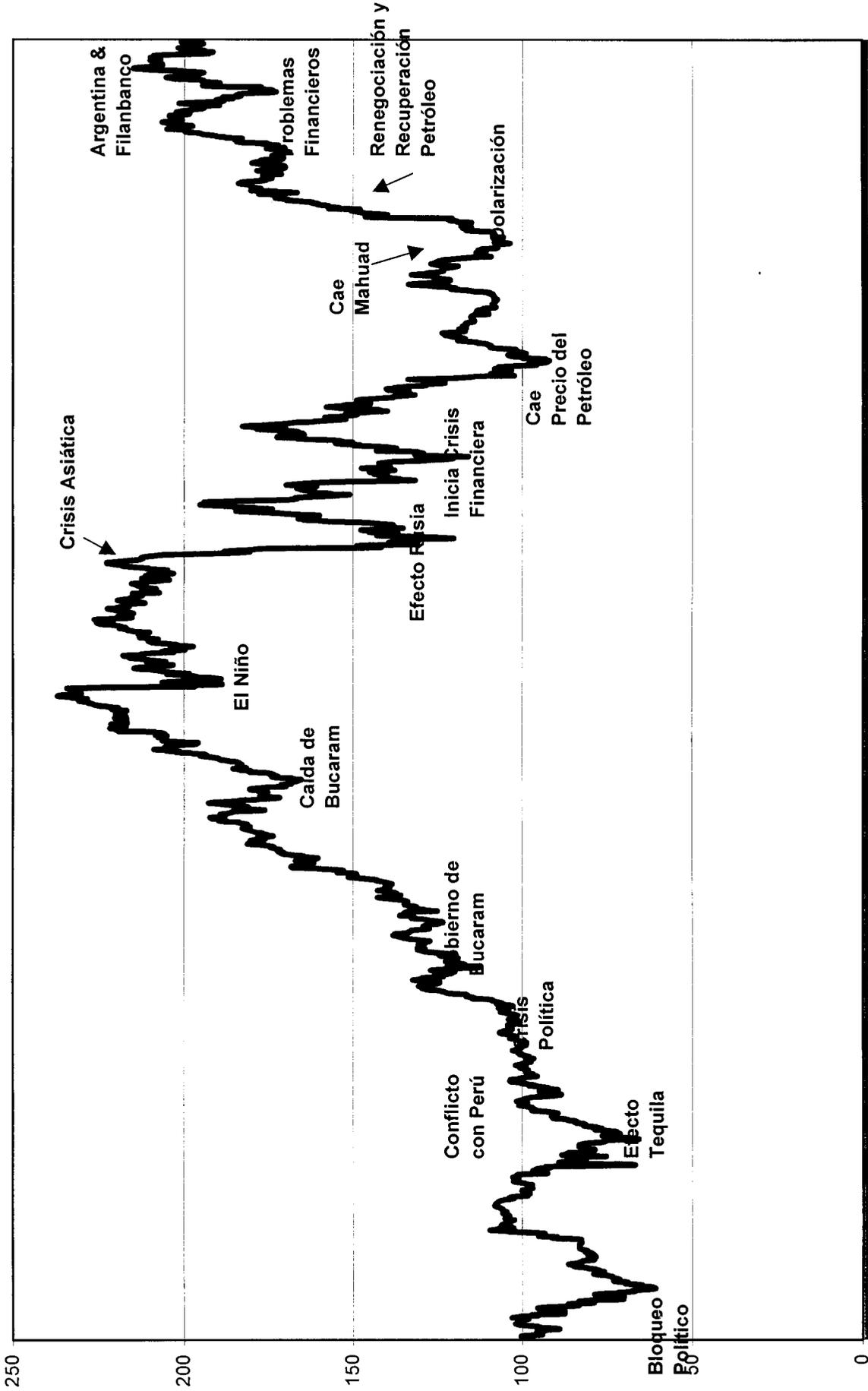


El otro evento que implicó un quiebre de la series en los mercados de deuda es la crisis asiática, la cual sobrevino luego de un periodo de gran crecimiento de los mercados de deuda en las economías emergentes. Sin embargo, mercados para ese entonces ya fuertes como Argentina y México sufrieron pérdidas no tan considerables como con la crisis tequila y es mas fueron de menor duración.

En la actualidad, México posee un nivel de integración que le ha ayudado a sobrellevar los efectos de la crisis Argentina, la cual ha perdido en el mercado de deuda una vez mas cerca del 50% del valor de sus obligaciones.

Para el caso de Ecuador, es claro observar que absorbe una carga fuerte de las crisis del resto de países emergentes, en especial durante la crisis rusa donde los precios de deuda de los otros dos países perdieron menos del 30% de su valor mientras Ecuador perdió alrededor del 50%. Durante sus otros episodios de inestabilidad política o económica, el año de 1999 es clave pues representó una caída lo suficientemente fuerte como para regresar a los niveles iniciales, además de la alta volatilidad de ese periodo. La dolarización y la recuperación de los precios del petróleo le han permitido recuperarse, pero a menos de que exista un mecanismo de ajuste rápido como el en este trabajo propuesto, no será posible decir el tiempo de duración de esta recuperación por los problemas que una vez mas están apareciendo en el sistema financiero.

EMBI Ecuador



16-Jul-97

31-Dic-93

Conclusiones:

Las crisis financieras son shocks que impiden una correcta canalización de los recursos en el sistema hacia aquellos proyectos que son los mas rentables. Esto se produce por un aumento de probabilidad en la ocurrencia de selección adversa y riesgo moral, ambos fruto de la información asimétrica.

En ese sentido la integración financiera, de la mano con una reestructuración de bancos y empresas, proveera una fuente de estabilidad futura que permitirá atenuar los problemas causados por el carácter contracíclico del crédito en las economías. Y así es mas probable un crecimiento sostenido.

Sin embargo, no se debe olvidar que no por esto la economía queda libre de la influencia de factores externos. Solo la supervisión prudencial al interior de las propias instituciones y por parte de los agentes externos

encargados de ello, permitirá el desarrollo de los mecanismos de mercado que sirvan de atenuantes definitivos a este tipo de eventos.

Bibliografía:

- AYALA, Roberto (2000). “El papel del Fondo Latinoamericano de Reservas frente a la dolarización de la economía ecuatoriana”. (FLAR) Trabajos de Investigación - Boletín Fondo Latinoamérica de Reservas, pp.143 – 158.
- BERG, Andrew, y Eduardo Borensztein (2000). “The pros and cons of full dollarization”. IMF Working Paper, No WP/00/50.
- CABALLERO, Ricardo (2000). “Macroeconomic volatility in Latin America: A view and three case studies”. Prepared for the first panel meeting of Economía, LACEA
- CAMPODÓNICO, Humberto (1999). “De la crisis del Sudeste Asiático a la crisis internacional: Impacto en América Latina y el Perú”. En internet <http://www.elpe.org> [Enlaces Latinoamericanos para Economistas].

CARRASQUILLA, Alberto (1998). “Causas y efectos de las crisis bancarias en América Latina”. Trabajo preparado para presentación en el Seminario organizado por el Banco Central de Bolivia con la ocasión de su 70 aniversario, 21 y 22 de Julio de 1998.

CLAESSENS, Stijn, Daniela Klingebiel y Luc Laeven (2001). “Financial Restructuring in banking and corporate sector crises: What policies to pursue?”. NBER Working Paper Series, No. W8386.

CRESPO, Juan Ignacio (1998). “Crisis financiera: ¿del éxito definitivo al derrumbe súbito?”. Iniciativa Socialista, No 50, 1998.

DORNBUSCH, Rudi (2001). “A primer on emerging market crises”. NBER Working Paper Series, No. W8326.

FISCHER, Stanley (1997). “Capital account liberalization and the role of the IMF”. IMF Seminar: Asia and the IMF, Hong Kong.

FITZGERALD, E. V. K (1996). “Intervention versus regulation: the role of the IMF in crisis prevention and management”. United Nations Conference on Trade and Development Review, Génova.

GOMPERS, Paul, y Josh Lerner (1998). “Conflict of interest in the issuance of public securities: evidence from venture capital”. NBER Working Paper Series, No. W6847.

KROSZNER, Randall, y Raghuram G. Rajan (1995). "Organization structure and credibility: Evidence from commercial bank securities activities before the Glass-Steagall Act". NBER Working Paper Series, No. W5256.

KRUEGER, Anne, y Aaron Tornell (1999). "The role of bank restructuring in recovering from crises: Mexico 1995 – 98". NBER Working Paper Series, No. W7042.

LASSO, Guillermo (1999). "Un desafío importante: Banca de inversiones y multiservicios". Revista Ekos Economía, número 3, abril, entrevista pp. 43-45.

MISHKIN, Frederic (2001). "Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries". NBER Working Paper Series, No. W8087.

MORENO-VILLALAZ, Juan (1999). "Lecciones de la experiencia monetaria Panameña: Una economía dolarizada con integración financiera". CATO Journal, Vol. 18, No. 3.

OFFERDAL, Erik, Mariano Cortés, Mayra Zermeño, Alvin Hilaire, Gabriela Inchauste, Fernando Delgado, Antonio Pancorbo, y Werner Séller (2000). "Ecuador: Selected Issues and Statistical Annex". IMF Staff Country Report, No. 00/125.

ROCA, Richard (1999). “Causas y lecciones de la crisis financiera internacional”. En internet <http://www.elpe.org> [Enlaces Latinoamericanos para Economistas].

STONE, Mark (2000). “Large-scale post-crisis corporate sector restructuring”. IMF Policy Discussion Papers, PDP/00/07.