

SECTOR EXTERNO Y POLÍTICA CAMBIARIA

5.1 Evolución de la balanza de pagos y del endeudamiento externo

Al término de 1998, la balanza de pagos registró nuevamente un saldo negativo en cuenta corriente por un monto de US\$2.169 millones, equivalente al 11% del PIB.

Tal resultado estuvo determinado por el saldo desfavorable de la balanza comercial en US\$ 995 millones, que se derivó principalmente de la contracción de las exportaciones, y del aumento del déficit en la balanza de servicios debido al incremento en el pago de intereses de la deuda privada (US\$ 80.5 millones) y al de otros servicios, constituidos básicamente por fletes. Este impacto negativo se aligeró por el aumento sustancial de las transferencias de ecuatorianos residentes en el exterior, las cuales, al totalizar US\$ 776 millones, casi duplicaron las del año anterior.

Cuadro No. 1

BALANZA DE PAGOS

	MILLONES DE DOLARES	1998 (p)
CUENTA CORRIENTE		-2.171
BALANZA COMERCIAL		-995
Exportaciones		4.203
Petróleo y Derivados		923
No petroleras		3.280
Importaciones		-5.198
BALANZA DE SERVICIOS		-1.952
Créditos		890
Intereses inversión de la Reserva		78
Viajes		291
Otros servicios		521
Débitos		-2.842
Interés Deuda Externa Pública		-782
Normales		-610
Capitalización y Condonación		-94
Atrasos intereses del año		-47
Intereses sobre intereses atrasados		-30
Interés Deuda Privada registrada		-282
Viajes		-241
Otros servicios		-1.536
TRANSFERENCIAS		776

MILLONES DE DOLARES	1998 (p)
CUENTA DE CAPITALES	1.775
INVERSION DIRECTA EXTRANJERA	831
Societaria	78
Petrolera	753
DEUDA EXTERNA PUBLICA	648
Desembolsos	1.304
Normales (Efectivo) (1)	1.092
Capitalización de intereses	90
Refinanciamiento	122
Amortización Neta	-777
Normal	-516
Refinanciamiento	-141
Amortización Diferida	-121
DEUDA PRIVADA REGISTRADA NETA	640
OTROS CAPITALES	2
FLUJOS DE CAPITAL DE CORTO PLAZO	-346
RESERVA MONETARIA INTERNACIONAL	395

(1) Incluye swap oro no monetario

Fuente: Banco Central del Ecuador

El saldo de la cuenta de capitales, US\$1.774 millones, fue superior al obtenido en 1997 (US\$ 976 millones), hecho que se explica tanto por el ingreso de US\$ 831 millones por concepto de inversión extranjera directa como por el mayor monto de deuda externa, US\$1275 millones. De su parte, la cuenta otros capitales, constituida por los atrasos netos de deuda y refinaciamientos de la deuda pública y privada, registró una disminución al pasar a US\$ 373 millones en 1998.

Como consecuencia del saldo negativo en cuenta corriente superior al superávit en la cuenta de capitales, la Reserva Monetaria Internacional experimentó una reducción equivalente a US\$ 395 millones, la mayor de la década.

5.2 Balanza comercial

El déficit de la balanza comercial, equivalente al 5% del PIB, fue resultante de la acción combinada de dos factores: una contracción de las exportaciones en 20% y un aumento de las importaciones en 11.4%.

Las ventas al exterior, que sumaron US\$ 4.203 millones, mostraron el mayor descenso en lo que va de la presente década, a consecuencia de la disminución de las exportaciones petroleras en 40.7%, de las tradicionales en 15% y de las no tradicionales en 3.4%.

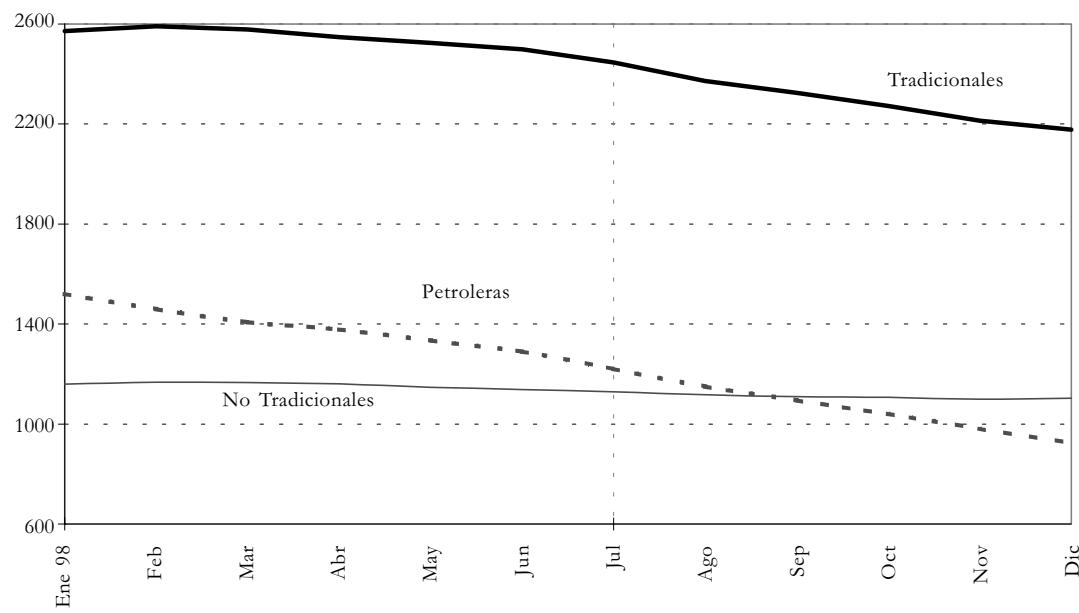
El declive de las ventas de petróleo, las cuales alcanzaron US\$ 789 millones, estuvo determinado básicamente por la caída de los precios internacionales del crudo, que de un promedio de US\$15.4 por barril en 1997 pasó a US\$ 9.2 en 1998; y, en menor medida, por el descenso en el volumen de venta (6%). Las exportaciones de derivados sumaron US\$ 134 millones, valor inferior en 8% al de 1997, como efecto de la declinación en los precios y en el volumen transado.

Por su lado, el monto de las exportaciones no petroleras, US\$ 3.280 millones, de los cuales US\$ 2.177 millones correspondieron a las ventas de productos tradicionales, fue inferior en US\$ 426 millones al de 1997. Este descenso se explica por la disminución tanto del precio como del volumen comercializado de banano y plátanos, convertido en el principal producto de exportación; la reducción de los precios del camarón; el menor volumen de colocaciones de cacao —a pesar del repunte de la producción— y sus elaborados; y, la caída de los precios y volumen del café y sus elaborados.

Las exportaciones no tradicionales alcanzaron US\$ 1.103 millones, esto es US\$ 39 millones menos que en 1997, revirtiendo la tendencia creciente experimentada durante los años noventa. A su vez, las ventas de productos primarios se contrajeron en 22%, a pesar de que su rubro principal, las flores, mantuvieron su dinamismo incrementando su valor en US\$ 31 millones. Las exportaciones de productos industrializados crecieron en US\$ 44 millones por la contribución de los jugos y conservas, enlatados de pescado, químicos y fármacos, otras manufacturas de metales y manufacturas de cuero, plástico y caucho.

Gráfico No. 1

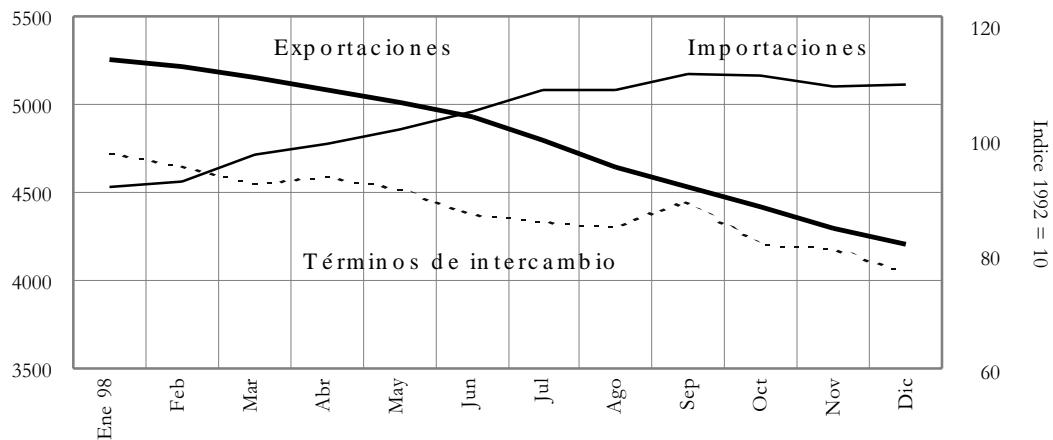
EXPORTACIONES POR GRUPO DE PRODUCTOS



El comportamiento al alza de las importaciones, se explica por el aumento de casi todos los rubros, a excepción de los combustibles y lubricantes. Así, por su mayor incremento se destacaron la adquisición de materias primas y bienes de capital para la industria, y los equipo de transporte.

Gráfico No. 2

COMERCIO EXTERIOR Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (Valores Anualizados)



Como consecuencia de la caída de precios de los principales productos de exportación, en especial del petróleo, el índice de los términos de intercambio experimentó un importante deterioro durante 1998, situándose en 87.2, que es el nivel más bajo observado durante la década de los noventa.

La evolución de la tasa de cobertura de las exportaciones¹ se presenta a continuación:

Cuadro No. 2

TASA DE COBERTURA DE LAS EXPORTACIONES (1996-1998)

	1996	1997	1998
Exportaciones	4.900	5.264	4.203
Importaciones	3.680	4.666	5.198
Tasa de cobertura	133%	113%	81%

Fuente: Banco Central del Ecuador

1 Calculada como la relación entre exportaciones e importaciones.

5.3 Endeudamiento externo

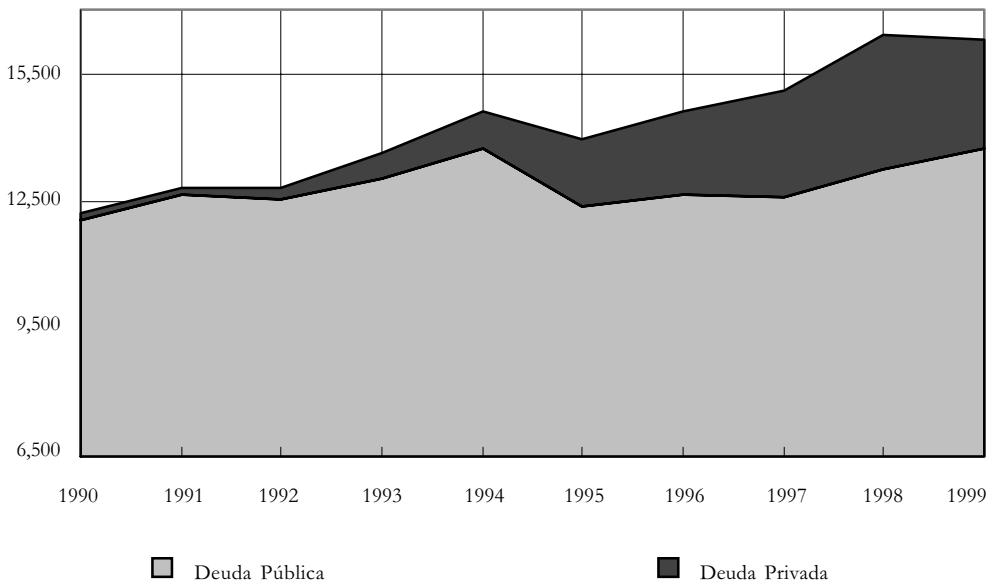
El saldo de la deuda pública externa al finalizar 1998 alcanzó US\$ 13.241 millones (67.2% del PIB), de los cuales el 88% comprometen al gobierno central (US\$ 11.681 millones). El total desembolsado fue de US\$ 1.179,7 millones, correspondiendo el 83% a los desembolsos efectivos, cuyos recursos provinieron principalmente de organismos internacionales, entre los cuales se destacan el FLAR, la CAF y el BID, con un monto de US\$ 661,5 millones.

Las amortizaciones totalizaron US\$ 739,6 millones, esto es, 33.6% menos que en 1997. De dicho valor, el 83.3% que asciende a US\$ 615 millones, corresponde a la amortización efectiva con organismos internacionales.

El total de intereses pagados por concepto de la deuda pública (US\$ 617,4 millones, que concierne mayormente al gobierno central), disminuyó en US\$ 53 millones, registrándose paralelamente un aumento en los atrasos por intereses equivalente a US\$ 178.9 millones, asociados a la mora con los países miembros del Club de París. El total de atrasos acumulados de la deuda externa a diciembre de 1998 ascendió a US\$ 543.9 millones, de los cuales US\$ 524.1 millones corresponden al Club de París.

Gráfico No. 3

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA
(Millones de dólares)



El saldo de la deuda privada por US\$ 3.159,5 millones registró un crecimiento del 25.4% respecto al de 1997. El total de desembolsos y amortizaciones efectivos ascendieron a US\$ 6.117,8 millones y US\$ 5.477,5 millones, respectivamente; en tanto el pago por intereses se elevó a US\$ 282,3 millones, esto es US\$ 81 millones más que los efectuados el año anterior.

5.4 Política Cambiaria

El esquema de bandas cambiarias permaneció vigente durante 1998, respaldándose en la utilización del tipo de cambio como ancla nominal a fin de controlar la inflación. Su mantenimiento, sostenibilidad y coherencia con las demás variables macroeconómicas se basó en el cumplimiento de la condición teórica de la paridad de poder de compra.

En esa línea, las autoridades consideraron que la máxima inflación doméstica, acorde con el esquema cambiario, estaría teóricamente determinada por la tasa de devaluación más la inflación externa. De no cumplirse esta condición el tipo de cambio real se apreciaría, con el consecuente efecto negativo sobre el sector exportador.

También en el caso de la *política cambiaria*, la menor disciplina fiscal, el debilitamiento del sector financiero doméstico con la consecuente demanda de liquidez y la crisis financiera internacional impusieron condicionamientos que, como ya se anotó en otra sección, indujeron una creciente dolarización de la economía, que llevó al Banco Central del Ecuador a tolerar elevadas tasas de interés, con el objeto de modular las expectativas de los agentes, reeditando el clásico dilema entre esta variable y la paridad, forzado a proteger las reservas externas del país y a aligerar las fluctuaciones del precio de la divisa norteamericana.

Si bien las presiones en el mercado de divisas fueron exacerbadas en el último trimestre del año, la autoridad monetaria ejecutó una primera calibración de la banda cambiaria el 25 de marzo, como medida extrema encaminada a enfrentar la falta de decisión política para adoptar medidas tendentes a solucionar la crisis fiscal (específicamente el incremento del IVA), que se había visto agravada aún más por el fenómeno de El Niño y la baja en los precios del petróleo.

En efecto, al primer trimestre del año, la desaceleración económica (-1.1%), el resultado global del sector público no financiero (-1.3%) y un crecimiento inusitado de la emisión monetaria (100%) desorientaron las expectativas de los agentes, generando fuertes presiones en el mercado cambiario, propiciando finalmente una recalibración de la banda.

La paridad central pasó de S/. 3800 a S/.5000 por dólar y la pendiente se ubicó en el 20%. (ver Cuadro) . El mencionado ajuste fue el quinto luego de que en diciembre de 1994 se estableció el esquema de bandas. El 14 de septiembre del mismo año tuvo lugar un nuevo ajuste del esquema cambiario, suscitado por crecientes presiones en el mercado de divisas. En esta ocasión se registró una devaluación de 15.2%, aumentándose la amplitud de la banda del +/-5% al +/-7.5%.

Cuadro No. 3

AJUSTES A LAS BANDAS CAMBIARIAS²

	PARIDAD CENTRAL	AMPLITUD	PENDIENTE	
AJUSTES				MEDIDAS COMPLEMENTARIAS
Situación inicial, al 15/02/1995	S./ 2356	S./ 100 (2.12 %)	12 %	
(16/02/1995) conflicto bélico con Perú	S./ 2425	S./ 100 (2.06 %)	12%	Medidas fiscales restrictivas (impuestos y pago de 2 días de sueldo). Inyección de liquidez al sistema financiero
(30/10/1995) crisis energética, inestabilidad política, endeudamiento interno (1.5% PIB)	S./ 2720	+/- 5%	16.5%	Ninguna medida de ajuste fiscal.
(09/08/1996), proceso electoral	S./ 3333	+/- 5%	18.5%	Incrementos de la tasa mini BEM's y reverse.
(03/03/97) crisis política	S./ 3800	+/- 5%	21%	Sistema de subastas
(25/03/1998) fenómeno de “El Niño”, crisis fiscal	S./ 5000	+/- 5%	20%	Ninguna. Discrepancia entre el gobierno y la autoridad monetaria.
(14/09/1998) modular expectativas	S/. 6270	+/-7.5%	20%	Ninguna.

Fuente: Banco Central del Ecuador

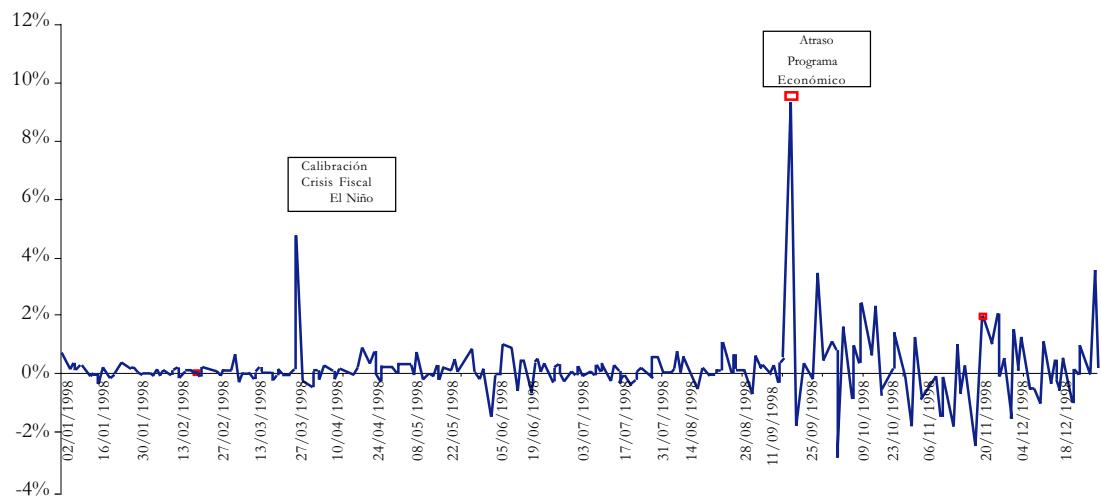
En el siguiente gráfico se aprecia la devaluación diaria del tipo de cambio durante 1998, observándose que la mayor volatilidad cambiaria tuvo lugar en el tercer trimestre del año, período que coincide con el inicio de la crisis financiera, y el consecuente incremento de la emisión monetaria a causa de la provisión de liquidez a los bancos en problemas.

² Para mayores detalles sobre el desarrollo de la política cambiaria a partir del esquema de bandas, véase por ejemplo, Villafuerte y Salvador (1995), Ayala y Villafuerte (1998) y Cuevas y Cabezas (1997).

Gráfico No. 4

TIPO DE CAMBIO DIARIO

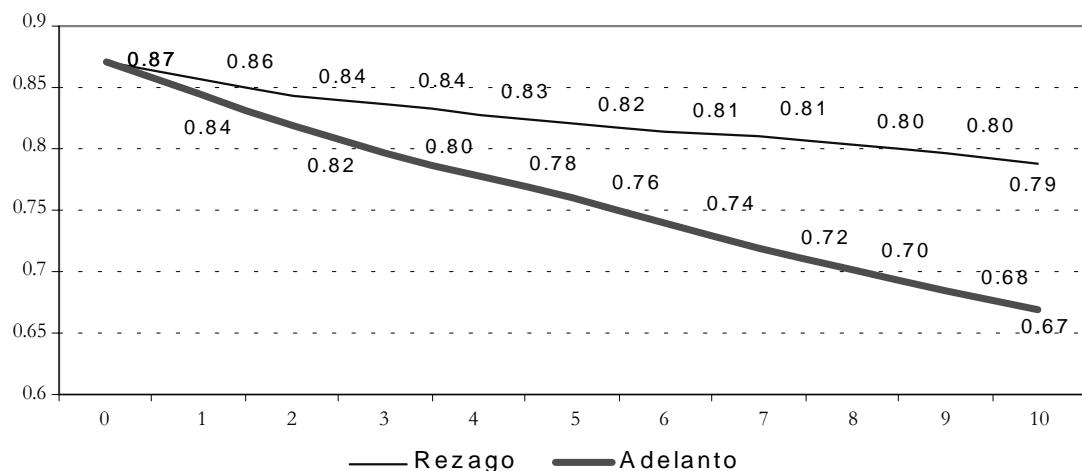
(Tasa de crecimiento diaria)



En efecto, el análisis de correlación cruzada entre las variables emisión y tipo de cambio nominal permite determinar la existencia de una fuerte relación entre las mismas. El coeficiente de correlación fluctúa de 0.9 a 0.8 para los primeros diez rezagos y de 0.8 a 0.7 en lo que concierne a los valores con adelanto.(ver Gráfico N°5).

Gráfico No. 5

CORRELACIONES TIPO DE CAMBIO-EMISION

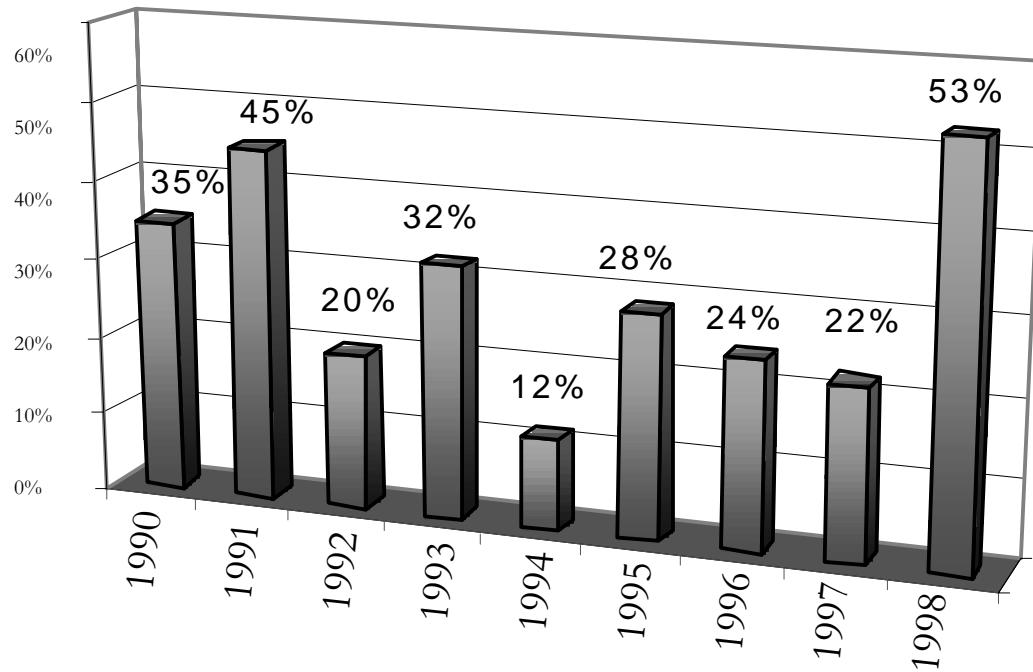


*El rezago corresponde al valor de la variable en el período (t-1) y el adelanto refleja la evolución en el período (t+1), entendiéndose al período t como el tiempo presente.

5.5 Tipo de Cambio nominal y real

Gráfico N. 6

TIPO DE CAMBIO (DEVALUACIÓN)

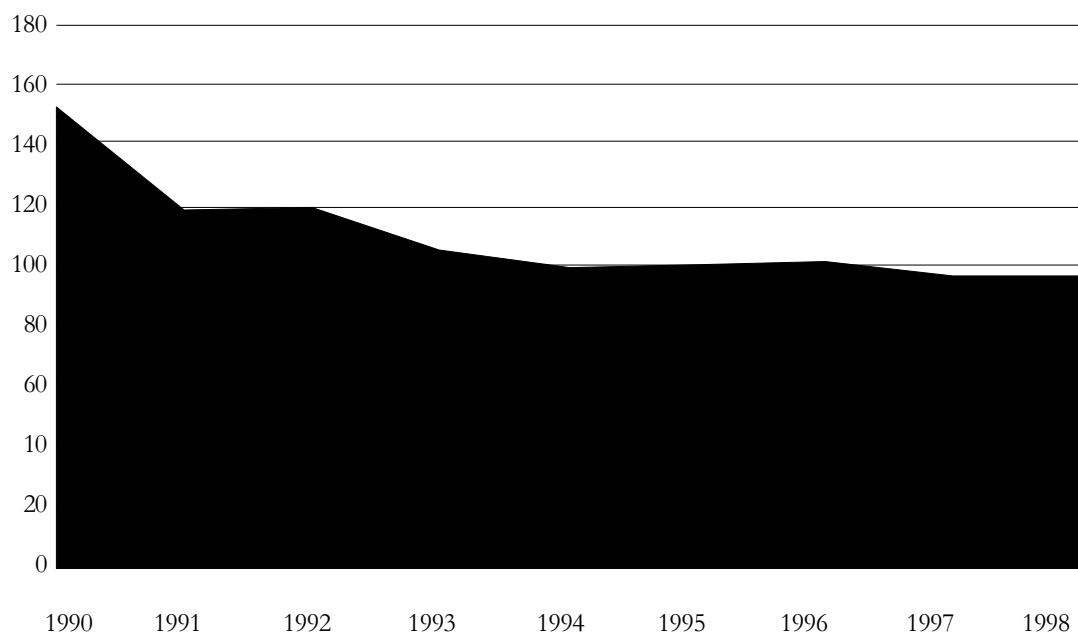


A diciembre de 1998 el tipo de cambio nominal registró una devaluación anual de 53%, situándose en S/.6765.8 por US dólar, lo que significó la mayor devaluación anual de la moneda en lo que va de la década.

Tal comportamiento estuvo determinado por los desequilibrios externos, fiscales, y financieros que fueron importantes en este año, y generaron mayores presiones sobre el mercado cambiario. En efecto, el resultado deficitario del sector fiscal cercano al 6% del PIB, junto a la escasez de divisas (que, entre otros factores, se debió al cierre de líneas de crédito por efecto de la crisis del sudeste asiático, y a la caída de los ingresos petroleros), determinaron una situación de incertidumbre que se agudizó por la crisis del sistema financiero iniciada en el tercer trimestre del año.

Gráfico No. 7

TIPO DE CAMBIO REAL, (BASE 1994 = 100)



En cuanto al tipo de cambio real, éste registró una depreciación del 11% de enero a diciembre de 1998, reflejando la marcada devaluación registrada en el año. Tal depreciación no contribuyó, sin embargo, a mejorar los ingresos por concepto de exportación, los cuales, por el contrario, fueron bastante inferiores a los observados el año anterior.

El tipo de cambio bilateral con Estados Unidos presentó una depreciación de 6% a lo largo del año y con respecto al mercado asiático, europeo y latinoamericano la depreciación cambiaria también fue el denominador común. El caso del socio comercial peruano fue la excepción, con un índice de tipo de cambio real que pasó de 100.0 en enero a 97.3 al fin de año.

5.6 Tipo de Cambio y Tasas de Interés

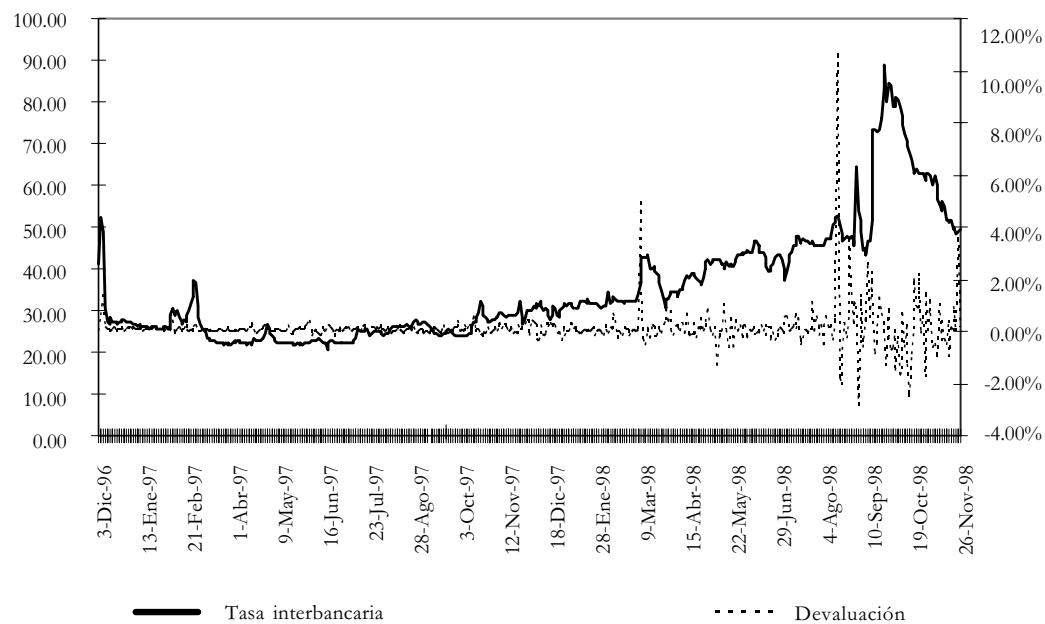
La política macroeconómica de estabilización difícilmente puede conseguir todos los objetivos a la vez; de ahí que deban enfrentarse dilemas de distinto orden que exigen la priorización de aquellos juzgados socialmente como más importantes. En el caso del Banco Central del Ecuador, y de acuerdo a lo que establece la ley, el objetivo fue el control de la inflación y las decisiones adoptadas lo privilegiaron, aún cuando se presentaron algunas dificultades.

Uno de los problemas que enfrentó la autoridad monetaria al haber escogido una estrategia anti-inflacionaria basada en el manejo del tipo de cambio como ancla nominal, fue el del clásico dilema entre tasa de interés y tipo de cambio, siendo que ésta última, como variable de ajuste, se tornó más volátil.

Lamentablemente, en una estrategia de ese tipo en donde la oferta monetaria es endógena, no se puede tener, simultáneamente, estabilidad cambiaria y de la tasa de interés, menos aún cuando el entorno económico es incierto y por tanto los agentes se orientan hacia una mayor demanda de divisas en el mercado, condicionando a que la autoridad despliegue una política monetaria más contractiva.

Gráfico. N. 8

TASA INTERBANCARIA Y DEVALUACIÓN



En el último trimestre del año, en el cual se registraron mayores presiones en el mercado de divisas, la tasa interbancaria presentó fuertes fluctuaciones, alcanzando niveles de hasta 80%, mientras que las tasas activas y pasivas a noventa días, que registraron un comportamiento menos errático, mantuvieron un promedio de 50.9% y 41.2%, respectivamente, a lo largo del año.

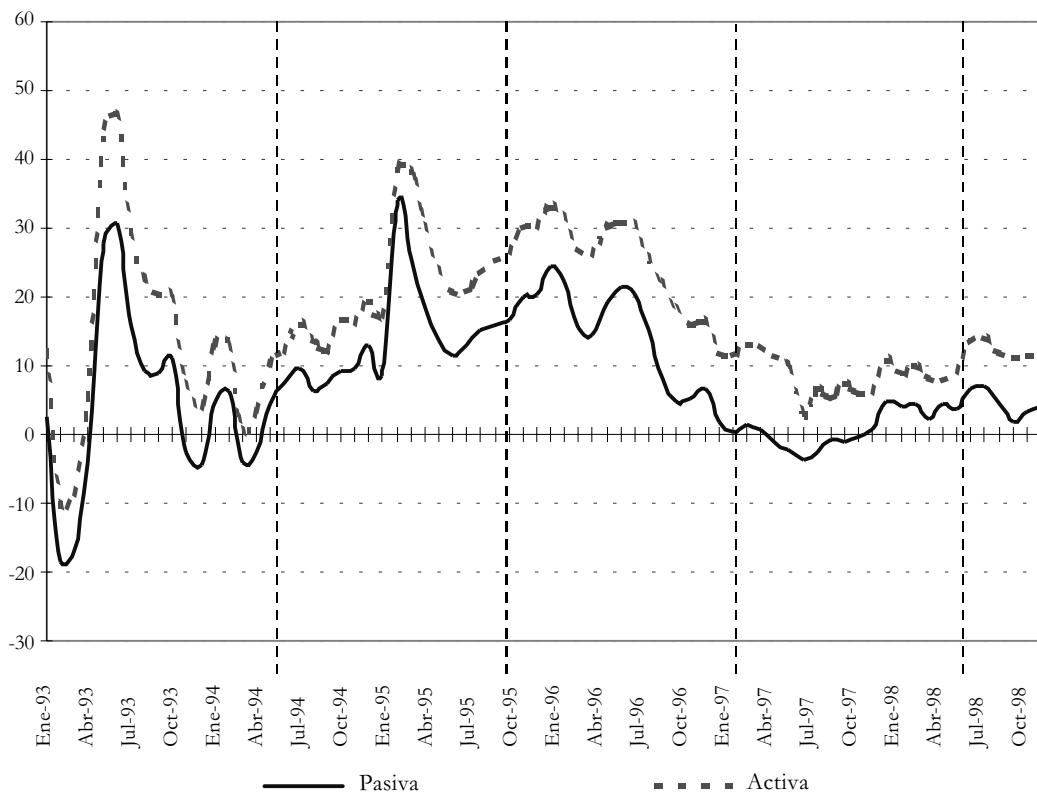
A pesar de los elevados niveles observados a fin de año, en 1998 el manejo de las tasas de interés fue menos restrictivo que el implementado en años anteriores, pues estuvo

condicionado por la frágil situación del sector real y financiero de la economía. Las autoridades actuaron bajo la consideración de que las altas tasas de interés reales podrían afectar la estabilidad del sistema financiero, generando problemas de recuperación de cartera y en la demanda agregada, lo que impactó negativamente en el sector real.

Como resultado de esta política, durante 1998 las tasas de interés activas y pasivas, tanto en términos reales como nominales mantuvieron niveles inferiores a los expuestos en años anteriores; a partir del último trimestre se registró un importante incremento de las mismas, en concordancia con las mayores presiones observadas en el mercado cambiario. Los elevados niveles de la tasa interbancaria en los últimos meses del año, fueron el reflejo de una política tendiente a desincentivar la demanda de divisas.

Gráfico No. 9

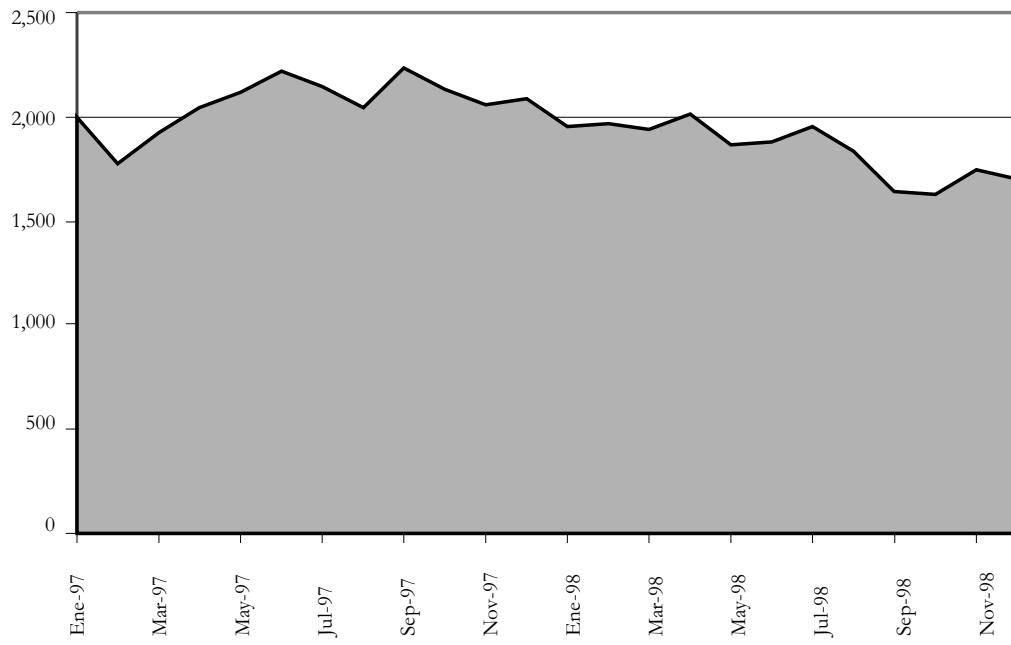
TASA DE INTERÉS REAL



5.7 Evolución de la Reserva Monetaria Internacional (RMI)

Gráfico No. 10

RESERVA MONETARIA INTERNACIONAL (Millones de dólares)



En 1998 la reserva monetaria internacional alcanzó un saldo de US\$ 1698 millones, que representó menos del 30% de M2 y fue equivalente apenas a 2.6 meses de importaciones de bienes y servicios. La situación de la RMI pudo ser más crítica si se considera que en el año se recibieron del FLAR US\$ 311 millones como apoyo a la balanza de pagos, y que el Banco Central efectuó una *operación swap* con el oro no monetario por US\$ 110 millones, para apuntalar la liquidez externa.

La caída del precio del petróleo fue determinante en el menor ingreso de divisas y su consecuente efecto negativo en las RMI. De hecho, dentro del activo de reserva el rubro divisas pasó de US\$ 1846 a US\$1377 millones en 1998.