

4.1 Política Monetaria y Tasas de Interés

Durante 1999, la agudización de los desequilibrios fiscal, financiero y externo advertidos a finales de 1998, afectó seriamente la efectividad de los instrumentos de política monetaria aplicados por el Banco Central del Ecuador. Los instrumentos utilizados demostraron ser insuficientes para contrarrestar una crisis económica resultante de fuertes desajustes, muchos de ellos de carácter estructural, que no pudieron ser corregidos con una política monetaria que por definición corrige desequilibrios en el corto plazo.

En efecto, una serie de normas legales, específicamente la Disposición Transitoria Cuadragésima Segunda de la Constitución Política de la República del Ecuador y aquellas consideradas en la Ley de Reordenamiento Económico en Materia Económica, en el área Tributario Financiera¹, priorizaron la solución de la crisis bancaria. Así, el Banco Central del Ecuador debió extremar el uso de varios instrumentos y mecanismos de política para atenuar de alguna manera las tensiones inflacionarias, evitando la presencia de un proceso hiperinflacionario que habría inducido a desajustes aún más profundos en la economía.

Con el fin de enfrentar la debilidad del sector financiero² y de reducir los riesgos de una crisis sistémica, el Instituto Emisor, en cumplimiento de su rol de prestamista de última instancia que le asigna la Ley de Régimen Monetario y Banco del Estado³, solventó las deficiencias de liquidez de algunas instituciones financieras. Los recursos inyectados con este propósito obligaron paralelamente a una política más agresiva de operaciones de mercado abierto por parte de la entidad y, por ende, a tasas de interés elevadas.

A principios de 1999, en un intento por defender la banda cambiaria, particularmente durante los primeros meses del año, se produjo una disminución adicional de divisas de la reserva monetaria internacional. Las presiones en el mercado de divisas determinaron que el tipo de cambio permaneciera en el techo de la banda cambiaria establecida por el Instituto Emisor. Sin embargo, factores como el aplazamiento del ajuste fiscal, la dilación para llegar a un acuerdo con el FMI, y la negativa percepción externa de la situación

1 El Artículo 21 del Título II, estableció la garantía ilimitada de depósitos.

2 La mayoría de las instituciones financieras del país evidenciaron dificultades de liquidez como consecuencia de una inadecuada administración bancaria y una débil supervisión por parte del organismo de control, lo que incidió en mayores operaciones crediticias entre sectores vinculados, en detrimento de su canalización hacia la inversión productiva. Estas dificultades se acentuaron por el creciente nivel de cartera vencida, producto del impacto en 1998 del fenómeno de El Niño en la actividad agrícola, la caída en los precios del petróleo, la crisis financiera internacional y el consecuente cierre de las líneas de crédito externo.

3 Artículos Nros. 24 y 25.

económica del país, erosionaron de manera irreversible el esquema de bandas. Así, el 12 de febrero de 1999, la autoridad monetaria adoptó un esquema de flotación cambiaria, con la finalidad de evitar un drenaje mayor de reservas.

Luego de adoptado el nuevo esquema cambiario, el tipo de cambio promedio tendió a estabilizarse, sin embargo a partir del 19 de febrero (S/. 7.755) inició una tendencia alcista, que ubicó a la divisa en S/. 9.372 por dólar al 1ro. de marzo de 1999. Frente a la posibilidad de una crisis bancaria sistémica, la Junta Bancaria decretó un feriado bancario del 8 al 12 de marzo, al cabo del cual el Gobierno Nacional dispuso una reprogramación de los depósitos de los agentes económicos en la banca⁴. Se decretó el congelamiento del 50 por ciento de la mayoría de los depósitos y cuentas de ahorros en sucres⁵, y del 100 por ciento de las cuentas corrientes en dólares, en tanto que los depósitos a plazo en sucres y dólares se congelaron por un año a partir de la fecha de su vencimiento. De igual manera, los créditos bancarios fueron extendidos por un año a partir de su fecha de vencimiento. El efecto deseado de corto plazo de estas medidas fue evitar una corrida bancaria y detener la devaluación del sucre, a costo de una enorme contracción de la liquidez y del cese casi total de la intermediación financiera.

Posteriormente las autoridades económicas presentarían un cronograma de descongelamiento que se resume en el siguiente cuadro.

4 Mediante Decreto Ejecutivo No. 685 de 11 de marzo de 1999, se procedió a declarar en estado de movilización a las instituciones financieras nacionales públicas y privadas, sus entidades *off-shore*, a las compañías administradoras de fondos, a las de arrendamiento mercantil y fideicomisos mercantiles y a las emisoras y administradoras de tarjetas de crédito, así como a las personas naturales o jurídicas que mantenían a la fecha de expedición del Decreto deudas o créditos con las mencionadas instituciones.

5 Las condiciones del congelamiento por 365 días fueron las siguientes:

Para el 50% de los depósitos en cuenta corriente denominados en moneda nacional, si el saldo de la cuenta a la fecha del decreto fuere superior a dos millones de sucres. El 50% de los depósitos en cuenta corriente denominados en moneda extranjera, realizados en Instituciones financieras nacionales públicas y privadas, y sus *off shore*, si el saldo de la cuenta superara los 500 dólares. El 50% de los depósitos de ahorro en moneda nacional y uvc, y la totalidad de los depósitos en moneda extranjera realizados en instituciones financieras nacionales, sus correspondientes *off shore* y en sucursales o agencias de instituciones financieras extranjeras, que operen en el Ecuador, si el saldo depositado superara los cinco millones de sucres o 500 dólares. Adicionalmente se congelaron por 365 días las operaciones de reporto y depósitos a plazo en UVC, moneda nacional o extranjera, al igual que las captaciones en UVC, en moneda nacional y extranjera realizadas por las compañías de arrendamiento mercantil o administradoras de tarjetas de crédito.

PROCESO DE DESCONGELAMIENTO DE DEPÓSITOS

En una primera fase el gobierno liberó los depósitos de grupos objetivos específicos, como son: *las personas jurídicas sin fines de lucro, las de la tercera edad, aquellas afectadas por emergencias médicas, las cooperativas de ahorro y crédito, los organismos internacionales y los diplomáticos.*

En una segunda fase se liberó las operaciones de mayor liquidez como las cuentas corrientes y de ahorro con el fin de favorecer una paulatina dinamización de las actividades productivas y de intermediación financiera. A continuación se presentan los decretos que posibilitaron el proceso de descongelamiento.

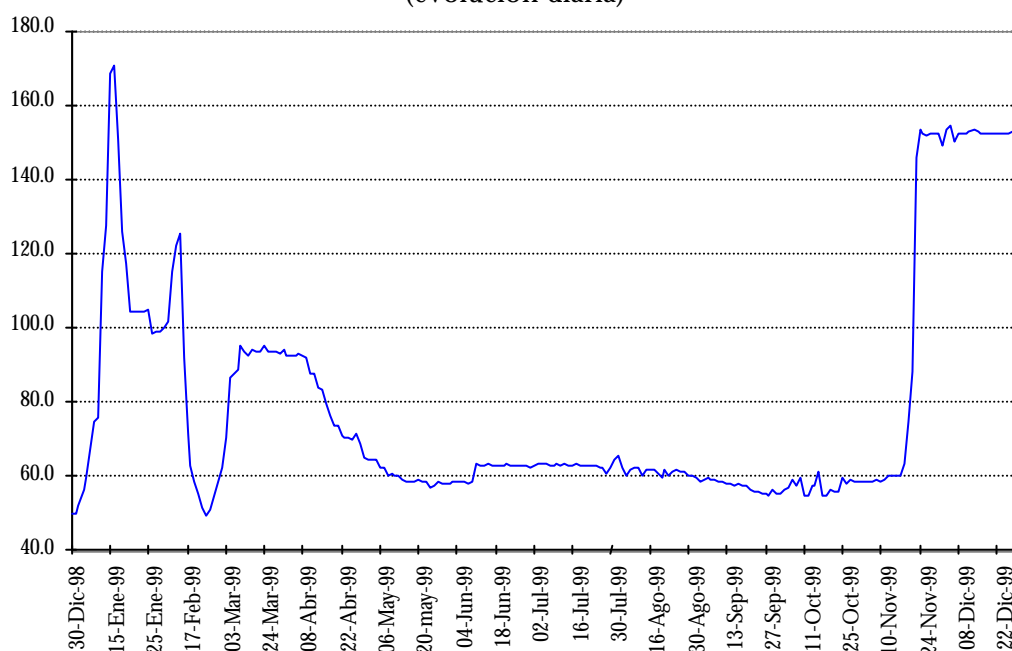
- El Decreto No. 748 del 26 de marzo de 1999:
 - Liberó los depósitos de ahorro en moneda nacional para la vivienda.
- El Decreto No. 770 del 1 abril de 1999:
 - Redujo los plazos de los depósitos monetarios y de ahorro
 - Liberó parcialmente los depósitos a plazo para las personas jurídicas sin fines de lucro.
 - Permitió la posibilidad de que en caso de emergencias médicas se liberen los recursos financieros.
- El Decreto No. 824 del 22 de abril de 1999:
 - Liberó la totalidad de los depósitos en cuentas corrientes y de ahorro de las cooperativas de ahorro y crédito y a los ciudadanos mayores de 65 años de edad.
 - Autorizó la liberación parcial de los depósitos reprogramados a plazo de las cooperativas de ahorro y crédito
 - Exoneró de la aplicación a las operaciones realizadas por los diplomáticos acreditados en el país.
- El Decreto No. 1049 del 5 julio de 1999 se enfocó en las Administradoras de Fondos y Fideicomisos:
 - Dejó sin efecto la reprogramación por 365 días de las inversiones cuyo plazo de vencimiento no se había cumplido al 5 de julio de 1999.
 - Para las inversiones ya reprogramadas se estableció un pago de un porcentaje del 14.29% mensual por concepto del capital, a partir del 1 de septiembre de 1999.
- El Decreto No. 1089 del 19 de julio de 1999:
 - La devolución parcial de los depósitos reprogramados en cuentas corrientes y de ahorros a través de un cronograma que culminó el 27 de octubre de 1999 y
 - La devolución total de los depósitos monetarios y en cuentas de ahorro en moneda nacional para las personas jurídicas sin fines de lucro.

Una vez abandonada el ancla cambiaria, el enfoque de la política monetaria del Banco Central del Ecuador se orientó al manejo de la liquidez (masa monetaria) a través de la mesa de dinero y de las operaciones de reporto. Como resultado, la tasa interbancaria en sucres cayó abruptamente de un nivel de 125% a mediados de febrero de 1999 a un 49.2% en la última semana de ese mes.

Sin embargo, como consecuencia de la incertidumbre generada por el feriado bancario la tasa de interés interbancaria aumentó gradualmente hasta superar el 90% durante el mes de marzo. A partir de abril se observó un descenso paulatino hasta ubicarse en un nivel del 60% a fines de noviembre. En el último mes del año, como resultado de la creciente incertidumbre prevaleciente en el mercado monetario y la presión sobre el tipo de cambio⁶, la autoridad monetaria tuvo que tolerar elevadas tasas de interés que se reflejaron en un aumento significativo de la tasa interbancaria que alcanzó niveles de hasta 152%.

Gráfico No. 1

TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA PONDERADA EN SUCRES (evolución diaria)



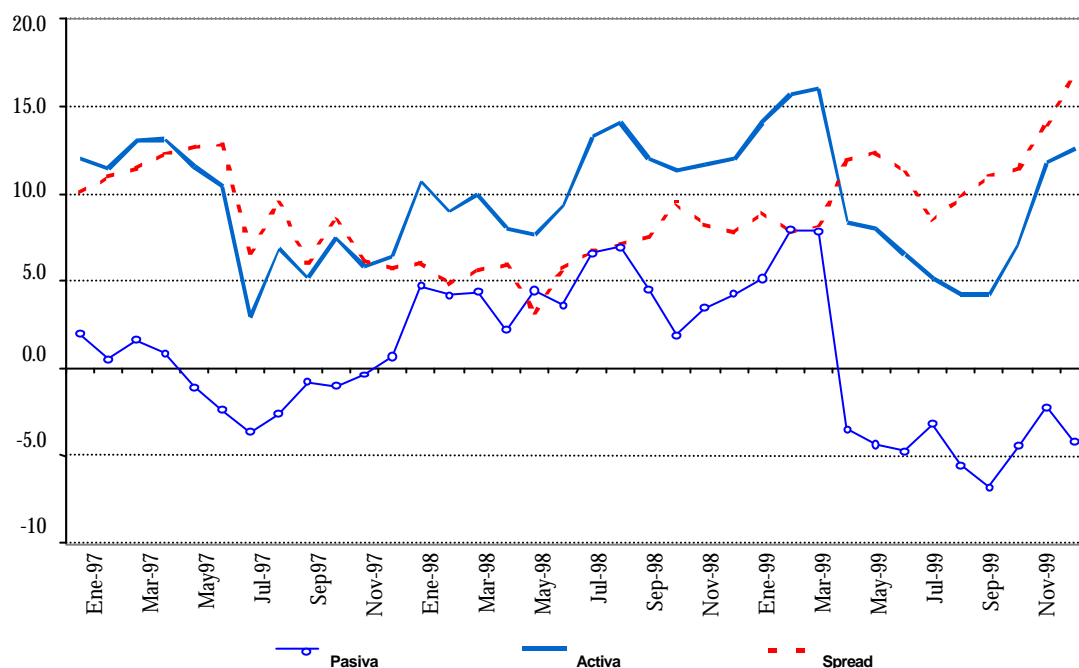
FUENTE: Banco Central del Ecuador.

6 Problemas económicos adicionales, como el anuncio que en agosto de 1999, hiciera el Gobierno Nacional a los acreedores de la deuda Brady que utilizaría el período de gracia de 30 días para pagar los cupones de intereses de los bonos PDI y Descuento que vencían a finales de ese mes, el posterior no pago de las obligaciones Brady y de Eurobonos y la discusión por parte del Congreso de la Reforma Tributaria y la Proforma Presupuestaria para el año 2000, enviados por el ejecutivo y finalmente aprobadas el 15 y 25 de noviembre de 1999 respectivamente, agudizaron la incertidumbre de los agentes, generando mayores presiones en el mercado cambiario.

Por su parte, las tasas de interés referenciales reales⁷, tanto activas como pasivas, disminuyeron durante todo el año, con una tendencia hacia el alza en el último trimestre. En promedio, la tasa activa referencial real se ubicó en alrededor del 9.5% anual, en tanto que la pasiva referencial fue negativa a partir del mes de abril, alcanzando un promedio de -1.5% anual. El margen de intermediación real, experimentó una tendencia al alza especialmente a partir del mes de mayo, para posteriormente ubicarse en un nivel del 16.8% hacia fines de año.

Gráfico No. 2

TASAS DE INTERÉS REFERENCIALES EN TÉRMINOS REALES



FUENTE: Banco Central del Ecuador.

A lo largo de 1999 y al igual que en 1998, los flujos de inversión y captación bancaria se redirigieron hacia plazos menores, como consecuencia de las expectativas cambiaria, monetaria y financiera. En efecto, se observó una significativa concentración en el portafolio de los agentes económicos hacia captaciones comprendidas entre 30 a 91 días (82.5% en promedio). La participación porcentual de captaciones de plazos entre 92 a 175 días, en promedio, fue de alrededor de 3.5%, en tanto que el 14.0% restante se repartió entre plazos de 176 a 360 días y mayores a un año.

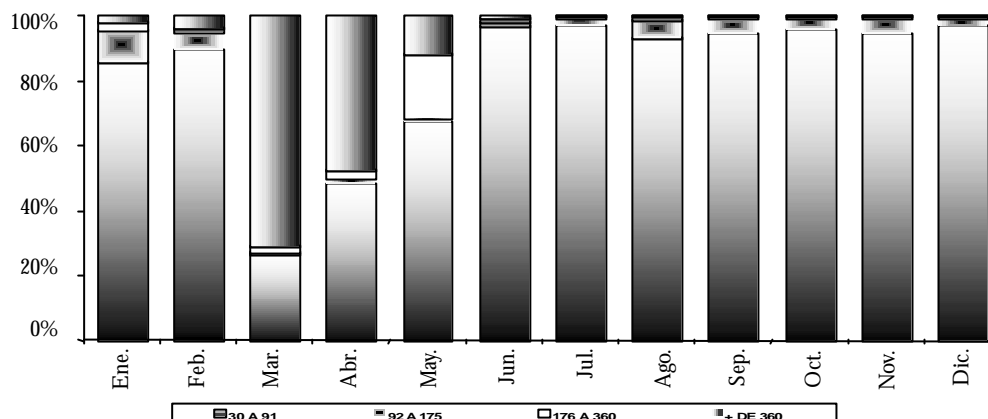
Cabe indicar que en marzo, previo al congelamiento, el 71.0% de las captaciones correspondían a aquellas de más de 360 días, participación que fue disminuyendo notablemen-

⁷ La fórmula de cálculo utilizada para la tasa real es la siguiente: $TR = (1 + T_n) / (1 + inf)$, donde TR (tasa real), T_n (tasa nominal referencial) e inf (tasa de inflación).

te hasta acercarse a 0.0% a fines de 1999. Esta estructura de captaciones refleja la falta de credibilidad de los agentes económicos en el sistema financiero nacional, lo que constituyó un serio problema de fondeo de recursos para financiamiento de mediano y largo plazos, tanto en el mercado nacional como en el mercado internacional, y repercutió significativamente en la situación general del sistema, afectando su solidez y solvencia.

Gráfico No. 3

ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LAS CAPTACIONES BANCARIAS

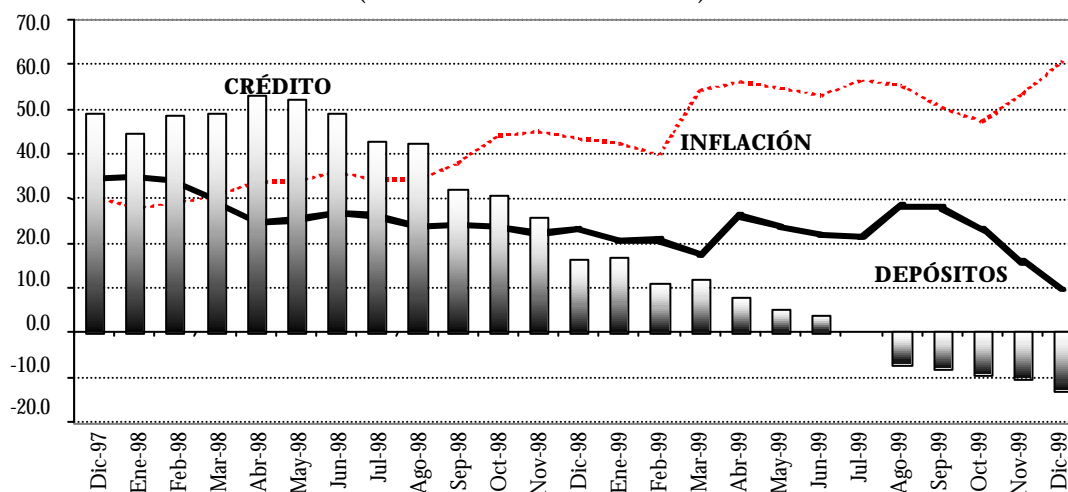


FUENTE: Banco Central del Ecuador.

Durante 1999, tanto los depósitos como la cartera, los pasivos y los activos de los bancos crecieron muy por debajo de la inflación, lo que implicó un notable estancamiento en términos reales. Las autoridades tuvieron que intervenir a ocho entidades financieras, incluyendo a Filanbanco, el mayor banco del país por sus activos, y al Banco del Progreso, que ocupaba el segundo lugar.

Gráfico No. 4

CARTERA Y DEPÓSITOS DE LOS BANCOS PRIVADOS (tasas de crecimiento anual)



FUENTE: Banco Central del Ecuador.

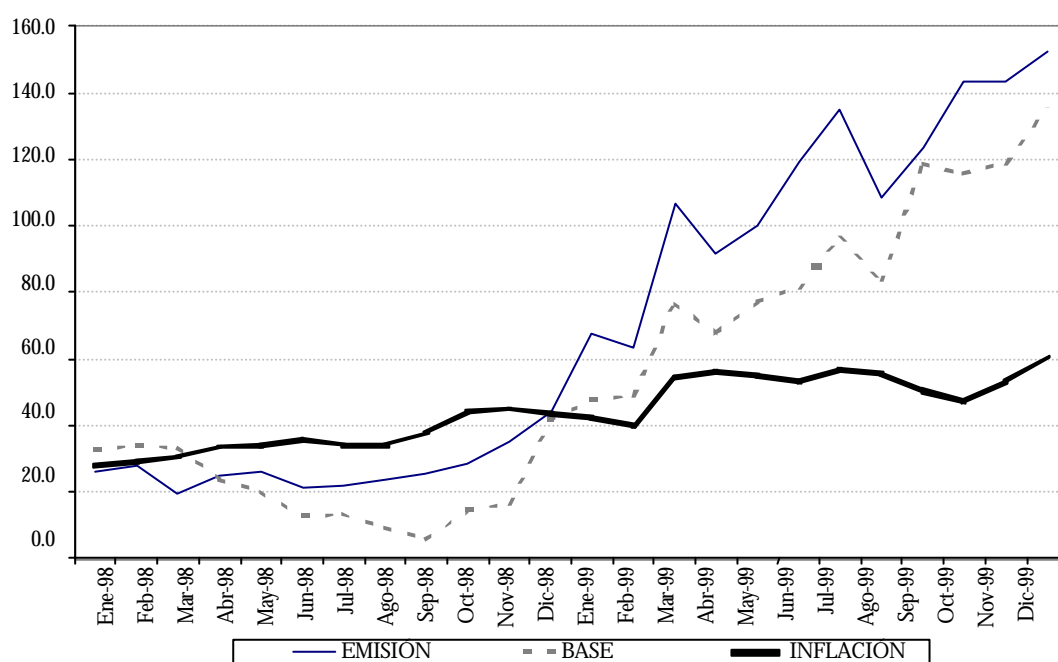
4.2 Agregados Monetarios

Durante 1999, la política gubernamental estuvo orientada a evitar el riesgo financiero sistémico y a resguardar el sistema de pagos. Esto condujo a que la gestión de la política monetaria pierda autonomía, se torne endógena y a que sus instrumentos no sean suficientes para regular la oferta de dinero de la economía, dificultando por ende el control de los agregados monetarios.

El crecimiento anual de la emisión monetaria pasó de 67.3% a inicio de año a 152.1% a diciembre de 1999. A pesar de la intensa utilización de los instrumentos que tiene a su disposición el Banco Central del Ecuador, no se consiguió evitar el importante proceso de monetización de la economía.

Gráfico No. 5

TASA DE CRECIMIENTO ANUAL DE LA EMISIÓN Y BASE MONETARIA (sin porcentaje)



FUENTE: Banco Central del Ecuador.

Entre diciembre de 1998 y el mismo mes de 1999, la emisión monetaria registró un incremento de S/. 6.376.0 mil millones de sucres, aumento significativo determinado por los activos internos netos del Instituto Emisor (S/. 10.981.1 mil millones), y que fue contrarrestado parcialmente con la desmonetización de origen externo (S/. 4.605.1 mil millones). Por su parte, el saldo de crédito al sistema financiero se incrementó en S/. 3.303.0 mil millones, concedidos principalmente a bancos en saneamiento.

Cabe mencionar que el crecimiento de la emisión monetaria se registró a pesar de la presencia de factores contractivos, como la reducción de la reserva monetaria internacional, que disminuyó en el equivalente de S/. 4.605.1 mil millones (US\$ 422.5 millones), principalmente por el pago de intereses y amortizaciones de deuda externa al BID, BIRF, CAF y otros organismos (US\$ 719.4 millones), por la compra de bienes y servicios efectuados por el sector público al exterior (US\$ 392.3 millones), por el pago de intereses y amortización de bonos del Estado (US\$ 362.9 millones), por el retiro neto de depósitos a las entidades financieras privadas (US\$ 220.0 millones) y por la intervención neta del Banco Central del Ecuador en el mercado libre de cambios (US\$ 106.8 millones). Estos egresos se compensaron en parte por el ingreso de divisas por exportaciones de petróleo (US\$ 993.5 millones), desembolsos recibidos (US\$ 378.9 millones) e intereses de la inversión de la reserva (US\$ 46.3 millones).

Cuadro No. 1

EMISIÓN MONETARIA FACTORES DE EXPANSIÓN Y CONTRACCIÓN 1o. enero - 31 de diciembre de 1999 En miles de millones de sucres

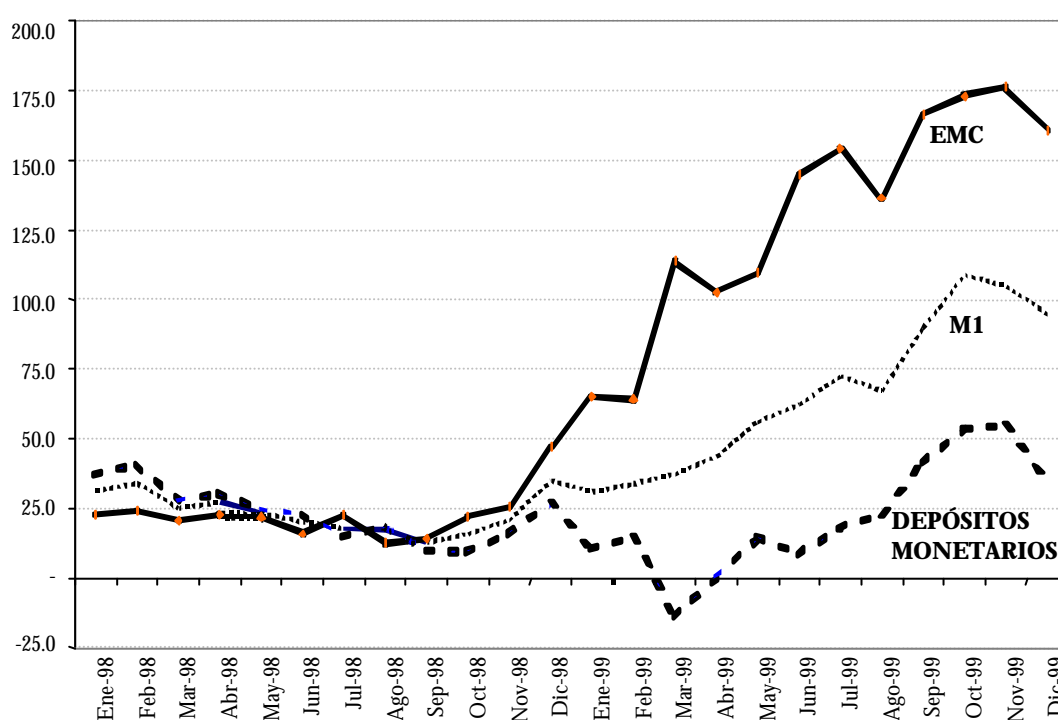
FACTORES EXPANSIVOS	24.211.9
Activos Netos no Clasificados	19.837.7
Crédito sistema financiero (operaciones nuevas)	3.303.0
Operaciones de reporto (nuevas)	1.063.8
Títulos Bancos Privados	7.4
FACTORES CONTRACTIVOS	17.835.9
Reserva Monetaria Internacional	4.605.1
Bonos de Estabilización (colocación)	4.426.3
Crédito sistema financiero (vencimientos)	1.851.3
Operaciones de reporto (vencimientos)	1.561.0
Provisión créditos incobrables	1.509.4
Depósitos sistema financiero (acumulación)	1.413.3
Crédito neto SPNF M/N (acumulación)	1.133.7
Préstamos de mediano y largo plazo	676.4
Crédito neto SPNF M/E (acumulación)	543.7
Crédito neto sector privado (acumulación)	113.7
Crédito SPNF (vencimientos)	1.9
VARIACIÓN EMISIÓN MONETARIA	6.376.0

FUENTE: Banco Central del Ecuador.

Por su parte, la base monetaria creció a lo largo de 1999, terminando a diciembre con una tasa de incremento del 135.0%. Respecto a la oferta monetaria (M1), se observó una tendencia creciente que se revirtió hacia la baja en el último trimestre. A comienzos de año, M1 creció en 30.9%, alcanzó un punto máximo en el mes de octubre (105.7%) y finalizó en diciembre con una tasa de crecimiento del 88.6%. La evolución del medio circulante obedeció en gran parte al aumento significativo en las especies monetarias en circulación.

Gráfico No. 6

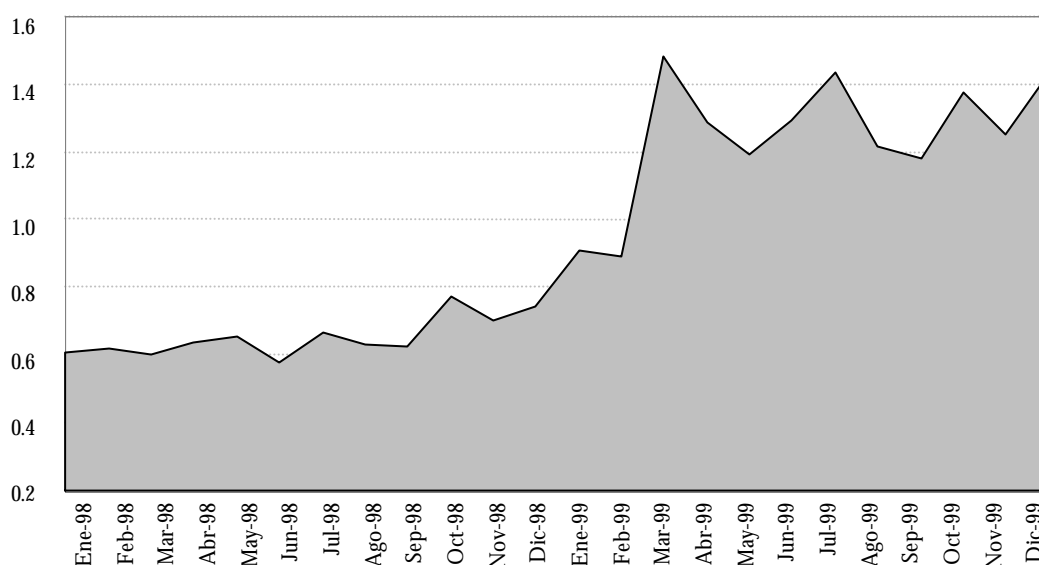
TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL DEL M1, ESPECIES MONETARIAS EN CIRCULACIÓN Y DEPÓSITOS MONETARIOS



FUENTE: Banco Central del Ecuador.

Cabe indicar que el comportamiento de M1 se reflejó en la preferencia de liquidez por parte de los agentes económicos (medida a través de la relación entre especies monetarias en circulación y depósitos monetarios). En efecto, este indicador presentó un cambio en su nivel al pasar de un valor de 0.9 en enero a un promedio entre marzo y diciembre de 1999 de 1.3.

PREFERENCIA POR LIQUIDEZ: ESPECIES MONETARIAS EN CIRCULACIÓN / DEPÓSITOS MONETARIOS



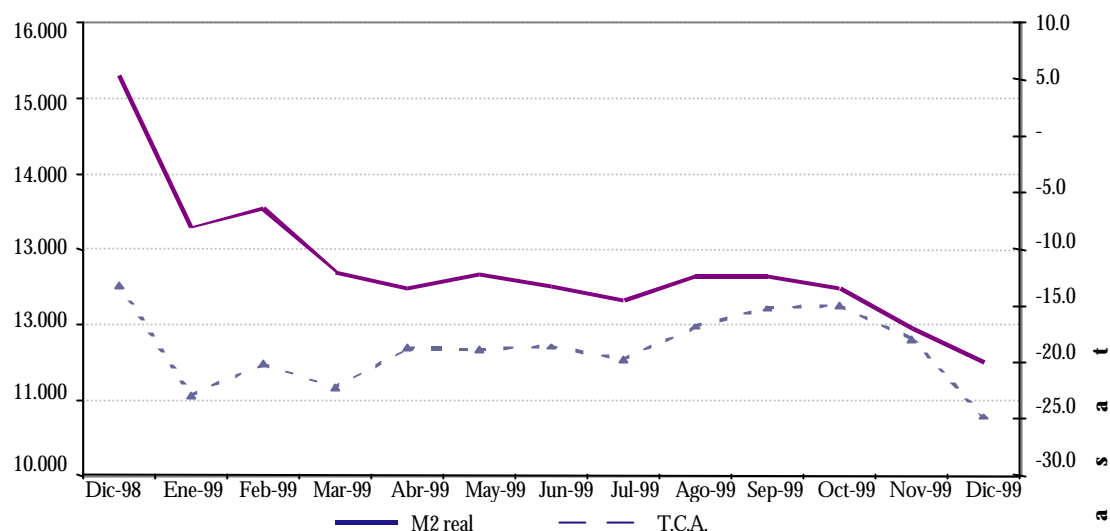
FUENTE: Banco Central del Ecuador.

Esta situación reveló un cambio de actitud de los agentes en la conformación de sus carteras y por tanto de sus expectativas, las que se orientaron principalmente hacia la desintermediación financiera, es decir, hacia una mayor preferencia por la liquidez, incluso en moneda extranjera. De igual manera, este cambio de preferencias fue resultado de la pérdida de confianza de los agentes en el sistema de intermediación financiera a raíz de los problemas de liquidez que enfrentaron los bancos privados, el congelamiento de depósitos y la volatilidad cambiaria.

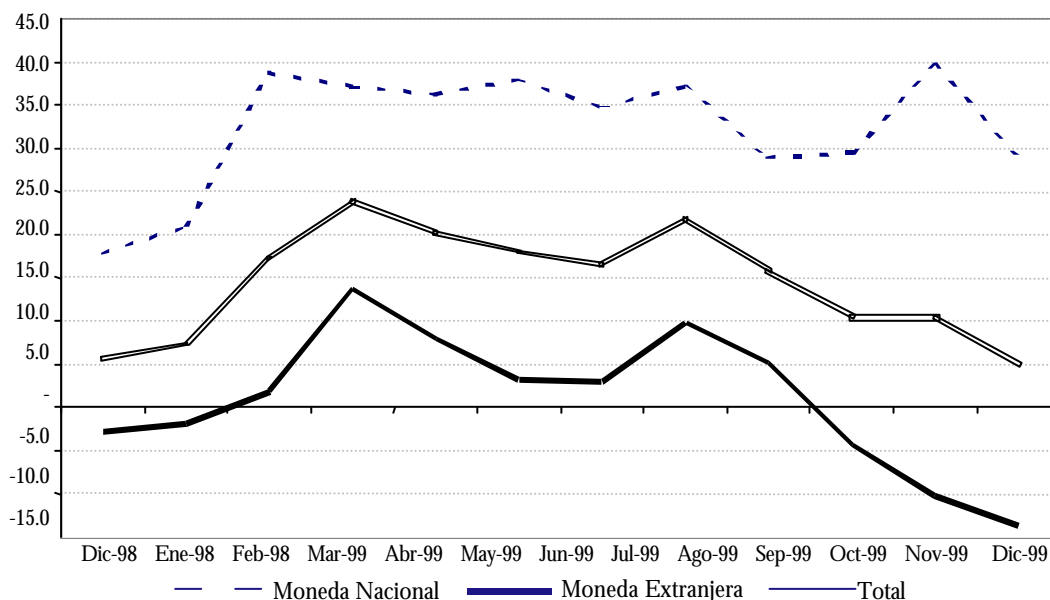
La participación de los depósitos monetarios en el total de M1, disminuyó paulatinamente durante el año hasta ubicarse en el 41.1% a fin de 1999, mientras el agregado monetario más amplio (M2)⁸, registró en términos nominales, una tasa de variación anual de 8.0%. La demanda de dinero por saldos reales (M2 / IPC), mantuvo una tendencia decreciente, sin embargo cerró el año con una variación anual de 87.2%, como resultado de un ambiente caracterizado por un mayor nivel de inflación.

Al analizar la composición del cuasidinero total durante 1999, se observa que, en promedio, el cuasidinero en moneda extranjera registró una variación anual de 141.9%, mientras que el denominado en moneda nacional creció en 29.1%.

⁸ La oferta monetaria ampliada (M2) es el resultado de la suma del medio circulante (M1) y el cuasidinero.

Gráfico No. 8**DEMANDA POR SALDOS MONETARIOS REALES****FUENTE:** Banco Central del Ecuador.

En términos reales, y ante el ambiente inflacionario en el que se desarrolló la economía, tanto los depósitos de ahorro y a plazo en moneda nacional y en moneda extranjera presentaron variaciones negativas. Al 31 de diciembre de 1999, la disminución anual del cuasidinero total fue de 34.7%.

Gráfico No. 9**TASA DE CRECIMIENTO ANUAL DEL CUASIDINERO**
(en porcentaje)**FUENTE:** Banco Central del Ecuador.

4.3 La intervención del Banco Central del Ecuador

Ante la compleja situación macroeconómica que se desarrolló a lo largo de 1999, y en medio de una lógica de funcionamiento, en la que la solución bancaria aprobada por la Ley de Reordenamiento en Materia Económica propició un fuerte crecimiento de la emisión monetaria, el Banco Central del Ecuador debió, en el último mes del año, incrementar significativamente las tasas de interés, en un esfuerzo por modular las tensiones cambiarias y aliviar las presiones inflacionarias, según le obliga la propia Constitución de la República.

Una vez más, el dilema clásico tipo de cambio - tasas de interés volvió a presentarse, como ocurrió hacia 1995, aunque esta vez en medio de una coyuntura de extrema fragilidad, en la que las herramientas del modelo clásico tendían a agotarse.

Con el fin de controlar el crecimiento de los agregados monetarios, el Instituto Emisor anunció en noviembre de 1999 la definición de un proceso de reordenamiento de flujos monetarios, y aplicó una política monetaria más activa en el control de la liquidez, a través de una programación estricta de los niveles de emisión monetaria. En esta etapa de gestión monetaria, el Directorio del Instituto Emisor consideró los siguientes aspectos como base de su gestión monetaria:

- Limitar la entrega de recursos a la Agencia de Garantía de Depósitos (AGD), proponiendo un flujo máximo de recursos a disposición de la AGD, tanto para el pago de depósitos garantizados (reprogramados o no), como para el pago de líneas de comercio exterior garantizadas y para financiar la operatividad de los bancos abiertos bajo su control. Este planteamiento insistía en la necesidad de que la AGD realice una reprogramación de pagos de la garantía de depósitos, dentro de una política gradual de entrega de recursos ya comprometidos a los bancos en saneamiento y de los no comprometidos que se den en el futuro, si ello ocurriese.
- Renegociar, de manera colectiva entre las entidades bancarias bajo control estatal (Filanbanco, Popular), las obligaciones pendientes de pago con los bancos del exterior por concepto de comercio internacional, a fin de reducir los requerimientos en moneda extranjera de esas instituciones.
- Solicitar a la Superintendencia de Bancos la supervisión estricta de las normas relacionadas con la posición en moneda extranjera, a fin de aplicar sanciones a las entidades que no cumplan con las disposiciones, lo cual se esperaba contribuiría a evitar una demanda de divisas que presione innecesariamente el tipo de cambio.
- Destinar las disponibilidades de liquidez de los bancos bajo control del Estado al prepago de los créditos con el Banco Central del Ecuador o, en su defecto, asegurar su inversión en Bonos de Estabilización Monetaria.

Este reordenamiento estuvo acompañado de una política activa de tasas de interés, que tuvo como objetivo esencial controlar la volatilidad del tipo de cambio. En diciembre fueron reajustadas hacia el alza las tasas de interés activas y pasivas que el Banco Central del Ecuador, utiliza en sus operaciones de mercado.

4.4 Otros esfuerzos de esterilización con miras a modular la inflación

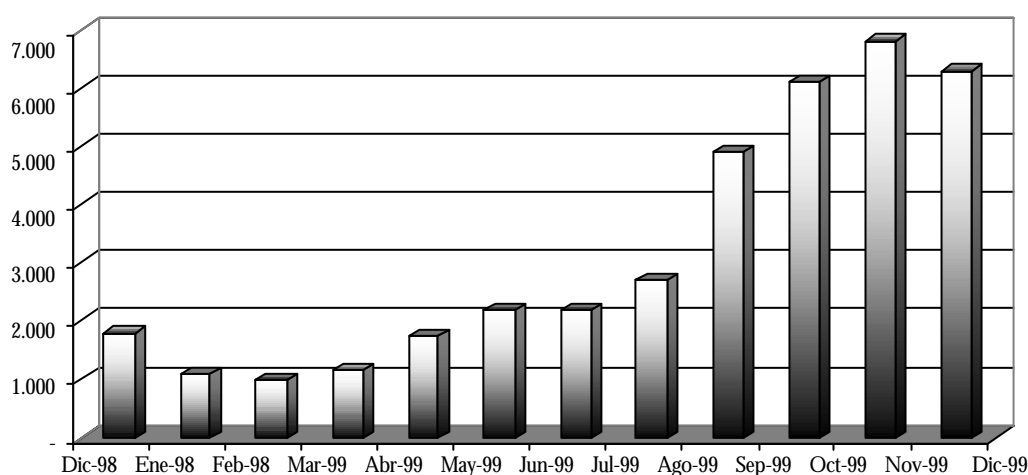
En términos de la política de encaje también se realizaron varios ajustes, a fin de controlar la cantidad de dinero en circulación. El encaje bancario en sucres que al empezar el año era de 16%, fue ajustado el 1º de diciembre, mediante Regulación No. 049-99, pasando a 19%. Posteriormente mediante Regulación No. 052-99 del 23 de diciembre se estableció un encaje único del 24% para todos los depósitos en moneda nacional y en unidades de valor constante de los bancos, acompañado de la reducción del encaje del 4 % al 2% en moneda extranjera.

De otra parte, el Instituto Emisor priorizó una política de esterilización agresiva. La colocación de bonos de estabilización monetaria (BEM's) se incrementó durante 1999 en S/. 4.426.3 mil millones de sucres, de los cuales S/. 3.328.7 correspondieron a bonos de subasta y S/. 1.169.0 mil millones a MINIBEM's.

Sin embargo, a pesar de estos esfuerzos de esterilización de la liquidez en la economía, al término del año la emisión monetaria registró un saldo de S/. 10.568.1 mil millones, con un crecimiento de 152.1%, explicado, como se ha mencionado, por los efectos de una gestión pública orientada a atender las necesidades del sistema bancario a través de créditos de liquidez y operaciones de reporto que el Banco Central del Ecuador otorgó en su calidad de prestamista de última instancia a los bancos que se encontraban en saneamiento.

Gráfico No. 10

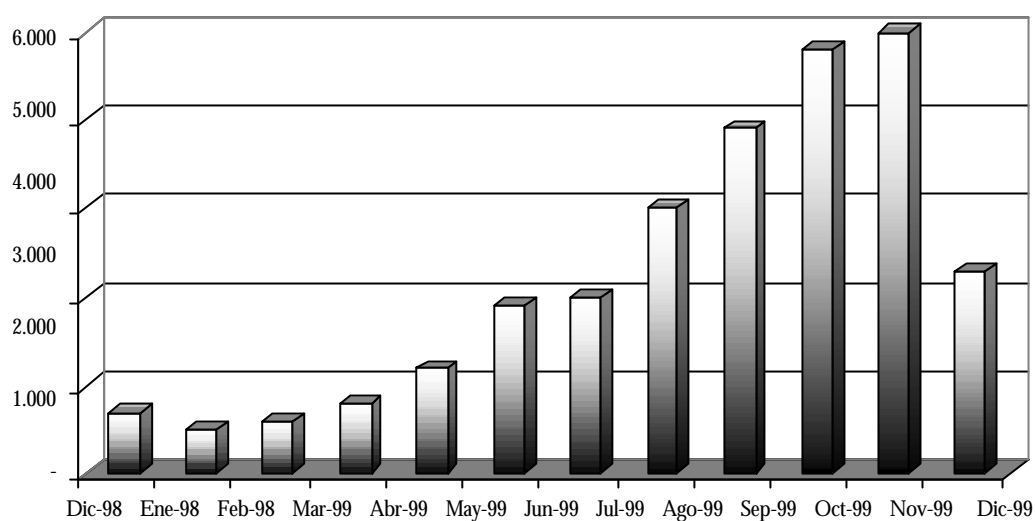
COLOCACIONES DE BEM'S BANCO CENTRAL DEL ECUADOR
(saldos en miles de millones de sucres)



FUENTE: Banco Central del Ecuador.

Gráfico No. 11

COLOCACIONES DE MINIBEM'S BANCO CENTRAL DEL ECUADOR
(saldos en miles de millones de sucres)



FUENTE: Banco Central del Ecuador.

En resumen, la delicada situación del país junto con la desconfianza persistente de los agentes en el sistema financiero, la dilatación en llegar a un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, las dificultades políticas y el agotamiento del modelo clásico de ajuste, restaron efectividad a las medidas de política monetaria tradicionales y al mismo tiempo limitaron las atribuciones del Banco Central del Ecuador para enfrentar por sí solo los desequilibrios mencionados.