

---

## **Liberalización financiera, crisis y destrucción de la moneda nacional en Ecuador<sup>1</sup>**

PEDRO PÁEZ PÉREZ

---

### **Resumen**

La desregulación financiera empezó en Ecuador durante los años ochenta, especialmente alrededor de 1986 con la flexibilización de la estructura de tasas de interés y el desarrollo de nuevos productos financieros, pero luego de un lapso de avances paulatinos, el proceso culminó precipitadamente entre 1992 y 1994 dentro de un esfuerzo complicado y simultáneo de reformas en varios frentes, que en ese entonces estuvo combinado con un programa de estabilización con ancla nominal en el tipo de cambio.

Esta combinación conflictiva definió una serie de retos para la política económica, en particular con respecto a la eficacia de los instrumentos tradicionales de política monetaria, debido al impacto de la creciente dolarización de la economía y la vulnerabilidad del sector externo exacerbada por su rápida liberalización. En ese contexto, el inicial boom de crédito (1993-94) mostró precozmente los signos de tensiones y el potencial de crisis que contenía el nuevo esquema. Entre otros temas, el perfil cortoplacista, concentrador y orientado al consumo del crédito no daba mucho espacio para el fortalecimiento del tejido productivo. Un primer reventón de la burbuja en 1995 evidenció la fragilidad financiera y la insuficiencia de los marcos de regulación y supervisión, pero muchos de los problemas de los bancos pudieron ser disimulados y diferidos dentro de un segundo mini-boom en 1997-98. Choques exógenos negativos en 1998 detonaron las tensiones acumuladas en el sistema financiero formal y en el conjunto de la economía: el desarrollo de la crisis involucró cada vez más aspectos de la economía disminuyendo exponencialmente la eficacia de los instrumentos de política económica. Luego de la decisión de la dolarización oficial de la economía en enero de 2000, Ecuador enfrenta nuevos tipos de retos al tiempo que trata de convalecer de la reciente crisis financiera.

### **Abstract**

Financial deregulation started in Ecuador during the eighties and particularly around 1986 with a flexibilization of the interest rate structure and the development of new financial instruments, but the process culminated sharply between 1992-94 within a complicated and simultaneous effort of reforms in several fronts that at the moment was combined, in addition, with an exchange-rate based stabilization program. This problematic mix defined a series of new challenges for economic policy, especially with respect to the deployment of the usual tools of monetary policy, due to the growing dollarization of the economy and the vulnerability of the external sector exacerbated by its liberalization. In that context, the initial credit boom (1993-4) gave very early signs of tensions and potential of crisis. Among other issues,

---

<sup>1</sup> Artículo originalmente presentado en el Taller sobre Latinoamérica organizado por el Banco Central Europeo en Frankfurt el 21 y 22 de marzo de 2002. Una versión anterior en inglés, apareció en: *Regional Integration in Europe and Latin America, Monetary and Financial Aspects*, Edited by Pierre van den Haegen and Jose Vinals, Banco de España and European Central Bank, 2003. Se cuenta con la autorización de las Instituciones mencionadas para la presente edición de este artículo. La presentación de una versión previa de ese trabajo fue discutida con el Profesor Joseph Stiglitz y los colegas del Banco Central del Ecuador. Estoy agradecido de todos sus comentarios pero todos los errores remanentes son de mi exclusiva responsabilidad. Agradezco también a Gastón Acosta, Víctor Escobar, Elizabeth Cárdenas, Wilson Vera y Miriam Salazar por su ayuda en la elaboración de este trabajo. Este artículo es parte de un esfuerzo de reflexión colectiva y de debate académico y no necesariamente expresa la posición oficial del Banco Central del Ecuador. La versión presente es de mayo de 2003.

a good part of the credit volume was in very short-term operations, concentrated and mostly devoted to imported consumption instead of nurturing the productive tissue. A first burst of the bubble in 1995 showed evidence of financial fragility and the weakness of the regulatory and supervisory frameworks, but most of the banks problems could be differed and concealed within a second mini-boom in 1997-98. Exogenous negative shocks in 1998 triggered the problems accumulated in the banking system and in the economy as a whole: the development of the financial crisis involved more and more aspects of the economy, diminishing the efficacy of traditional instruments of economic policy. After the decision of an official dollarization of the economy in January 2000, Ecuador faces new types of challenges while trying to overcome the recent financial crisis.

## 1. Introducción

Este artículo intenta presentar una interpretación del proceso que condujo al Ecuador a una de las crisis más agudas en su historia y que culminaría con la renuncia de su soberanía monetaria. Más allá del salvataje bancario y los costos que éste implicó, que puede alcanzar unos US\$ 6 mil millones, la economía está todavía recuperándose (a tasas de crecimiento significativas) de una profunda recesión, que en 1999 definió una pérdida del 30% del Producto Interno Bruto medido en dólares. Varios bancos grandes y empresas importantes han quebrado y los costos sociales y políticos están todavía por ser procesados por el tejido social.

Como puede ser apreciado en el cuadro 1 en una primera dimensión cuantitativa, el impacto social de la reciente crisis financiera fue grave y generalizado. Mientras el porcentaje de la gente bajo la línea de pobreza aumentó del 34% al 56%<sup>2</sup>, aquel bajo la línea de extrema pobreza subió drásticamente del 12% al 21%, es decir más de uno de cada cinco ecuatorianos sobrevivieron sin la canasta básica de alimentos, con un incremento en ese período del déficit de consumo agregado del 4% al 8% del PIB<sup>3</sup>. Durante el mismo período, la brecha de la pobreza y la severidad de la pobreza<sup>4</sup> se duplicaron. La degradación de la situación, no obstante, fue social, étnica y geográficamente diferenciada. Como lo muestra las cifras del cuadro siguiente, los índices se empeoraron en las áreas rurales de una manera mucho más drástica (la incidencia subió del 56 al 88%), especialmente en el área rural de la sierra (del 63 al 89% bajo la línea de pobreza y el porcentaje de aquellos bajo extrema pobreza subió del 31 al 51%). En la sierra rural, donde existe una muy importante concentración de pueblos indígenas, los índices de la brecha de pobreza y de la severidad aumentaron del 26 al 52 y del 13 al 35. Entre las áreas urbanas la más afectada fue Guayaquil, la ciudad más populosa del Ecuador (alrededor de 2.5 millones habitantes).

<sup>2</sup> En términos absolutos, el número de personas debajo de línea de pobreza casi se duplicó entre 1995 y 1999.

<sup>3</sup> Ver, León, Mauricio (2002) y la pagina Web del SIISE: [www.siise.gov.ec](http://www.siise.gov.ec).

<sup>4</sup> La brecha de pobreza mide el déficit promedio entre la gente pobre con respecto a la canasta que define la línea de pobreza. La severidad de la pobreza es el cuadrado de la brecha de pobreza.

**Cuadro No. 1**

**Deterioro social durante la crisis financiera**

| Comparación de la Pobreza en el Ecuador basada en el método de Consumo |            |      |      |        |      |      |           |      |      |
|--|------------|------|------|--------|------|------|-----------|------|------|
| Porcentajes<br>%   | Incidencia |      |      | Brecha |      |      | Severidad |      |      |
|  | 1995       | 1998 | 1999 | 1995   | 1998 | 1999 | 1995      | 1998 | 1999 |
| Nacional   | 34         | 46   | 69   | 11     | 18   | 32   | 5         | 9    | 18   |
| Urbano   | 19         | 30   | 55   | 5      | 9    | 21   | 2         | 4    | 10   |
| Rural  | 56         | 69   | 88   | 20     | 29   | 48   | 10        | 16   | 30   |
| Costa  | 29         | 47   | 71   | 8      | 16   | 31   | 3         | 8    | 17   |
| Urbano   | 18         | 35   | 63   | 4      | 11   | 25   | 1         | 5    | 13   |
| Rural  | 49         | 70   | 87   | 15     | 27   | 43   | 7         | 13   | 25   |
| Sierra   | 39         | 46   | 66   | 15     | 19   | 33   | 7         | 10   | 20   |
| Urbano   | 21         | 22   | 45   | 6      | 6    | 16   | 3         | 3    | 7    |
| Rural  | 63         | 69   | 89   | 26     | 32   | 52   | 13        | 18   | 35   |
| Oriente  | 46         | 53   |      | 15     | 20   |      | 7         | 10   |      |
| Urbano   | 31         | 28   |      | 9      | 7    |      | 4         | 3    |      |
| Rural  | 49         | 59   |      | 17     | 23   |      | 8         | 12   |      |

Fuente: SIISE, en base a Encuestas de Condiciones de Vida

Aparte de los efectos directos sobre la recesión y el desempleo, varios canales de transmisión operaron al mismo tiempo para cargar la cuenta de la crisis sobre los más pobres. Entre ellos los más importantes fueron los relacionados con la nacionalización de las pérdidas a través de varios mecanismos<sup>5</sup>. La función de prestamista de última instancia –generosamente modificado en la víspera de la explosión de la crisis- condujo a una emisión fabulosa que, de un lado provocó una aguda devaluación, y de la otra, generó intentos forzados por compensarlo con un ajuste fiscal muy fuerte con mayores impuestos, mayor deuda, y cortes en los gastos

<sup>5</sup> Esto es parte de una tradición persistente de salvatajes fiscales al sector privado. Otro reciente episodio de gran magnitud y de similar impacto en la posición fiscal, que contribuyó al debilitamiento de la moneda nacional y con presiones sobre el tipo de cambio fue el relacionado a la “sucretización” de alrededor de US \$ 1.5 mil millones de dólares (11% del PIB de 1982 y el 37% de la deuda externa pública de 1982) de la deuda externa privada (especialmente la de los bancos comerciales), ordenada en 1983 por la Administración del doctor Hurtado. Los términos de la deuda subsidiada resultantes en suces fueron aún más generosamente modificados por la Administración del ingeniero Febres Cordero en 1986 y entonces permitieron que sean pagados con títulos de la deuda externa evaluados a la par, incluso si estaban circulando con grandes descuentos en el mercado. En 1992, aunque las devaluaciones continuas habían automáticamente licuado el stock de la deuda resultante en suces, sus residuos no pagados todavía representaban 8% del PIB de ese año y fueron transferidos del Banco Central al Ministerio de Finanzas. Contratar Bayas y Somensato (1994), cuyos estimados definen pérdidas bajas para el estado, dependiendo del servicio anual de la deuda externa, contra Uquillas (1995) o Izurieta (2000) que calculan cifras mayores. De cualquier manera ambas posiciones reconocen como resultado una restricción de largo plazo sobre el sector público.

sociales, amenazando la provisión de los más básicos servicios para la población<sup>6</sup> y hundiendo la economía en una recesión a un más profunda. La situación fiscal quedó deteriorada no solo en el corto plazo (incluido el incumplimiento de la deuda interna y externa) pero también el largo plazo<sup>7</sup>.

Una experiencia tan dolorosa requiere el esfuerzo adecuado de parte de la sociedad civil y de las instituciones regulatorias para evitar su repetición. Como parte de este esfuerzo es necesario una revisión crítica del pasado reciente para aprender de los errores cometidos.

Para algunas corrientes del pensamiento económico, las crisis financieras son consideradas como eventos aleatorios originados por profecías autocumplidas, sin encadenamientos con el ciclo económico. Las expectativas –relacionadas al problema de coordinación y no a ningún factor específico de fragilidad financiera– juegan un rol crucial disparando las crisis sistémicas. Los modelos de equilibrios múltiples (incluyendo los pánicos bancarios) pertenecen a esta tradición y son generalmente asociados a problemas de liquidez fundados en la naturaleza de la intermediación financiera y en los descaldes de maduración en los balances en los bancos<sup>8</sup>. Para otro tipo de razonamiento<sup>9</sup>, las crisis financieras están cercanamente vinculadas al ciclo económico y tienen muy importantes componentes endógenos. La fragilidad financiera para este tipo de teorías, está relacionada con los comportamientos interdependientes entre los bancos y otras variables económicas como el precio de los activos<sup>10</sup>. Trabajaremos en la segunda línea explicativa.

Una lección importante que debe ser extraída del proceso ecuatoriano es que parte de sus dinámicas puede surgir como consecuencia de la vulnerabilidad provocada por la forma de implementación de las reformas estructurales aceleradas a principios de la década pasada.

---

<sup>6</sup> “El efecto de la crisis en el desarrollo humano, especialmente aquel de las mujeres embarazadas y los niños pequeños, puede ser permanente. Un cuarto de todos los niños en edad pre-escolar en Ecuador tienen un crecimiento disminuido (...)” en Parandekar, S. Y otros (2002), página 128, traducción mía. En 1998, 39% de los niños en el percentil más bajo del consumo fueron registrados como disminuidos, en 1999, 44%. De nuevo, la mayor incidencia de este problema se da en la Sierra rural. Es estremecedor que eso suceda al mismo tiempo que varios banqueros huyeron a Miami luego de haber dejado sus instituciones en banca rota en manos del estado.

<sup>7</sup> Ver, por ejemplo : Fierro, V. y M. Naranjo (2003); Arteta y Samaniego (2001); Izurieta (2000).

<sup>8</sup> Conforme la tradición de modelos fundado por Diamond y Dybvig (1983), en alguna forma herederos del enfoque de Friedman y Schwartz.

<sup>9</sup> Por ejemplo Minsky (1982), Kindleberger (1996).

<sup>10</sup> Es posible discriminar otros tipos de enfoques, pero esta división puede ser encontrada en autores de la más diversa perspectiva , como por ejemplo Aglietta (2001b), Ricaurte (1998).

Aunque una serie de choques exógenos estuvieron involucrados de manera decisiva en la crisis que explotó a finales de 1998, es importante tomar en cuenta dos factores en nuestra discusión:

- (i) Primero, este tipo de choques no son raros para el Ecuador (ni para la mayoría de los países del tercer mundo), ni en frecuencia ni siquiera en magnitud, y por tanto su absorción debe ser reconocida como parte de las bases del diseño de políticas y para el diseño institucional; y,
- (ii) Segundo, hay un componente endógeno muy sustancial en la gestación de la crisis que se desató, por la forma en la cual el desmantelamiento del aparato regulatorio previo fue realizado.

Prestaremos particular atención al despliegue de los procesos endógenos en tanto pueden ser la fuente de explicaciones teóricas y para la eventual prevención de crisis en otras partes, reconociendo, de todas maneras, que los factores exógenos tuvieron un rol muy importante a lo largo de esta historia, inclusive si nosotros podemos estarlo minimizando en el curso de nuestra narrativa.

La siguiente sección presenta algunas características importantes de las reformas financieras estructurales en el Ecuador y su relación con el así llamado Consenso de Washington. La sección 3 explica la secuencia de los ciclos de crédito en sus enlaces de doble vía con el desempeño macroeconómico que definió la profundidad de la crisis, tratando de relevar el despliegue de la dinámica endógena que apareció muy temprana en el proceso de liberalización. Algunas consideraciones teóricas siguen en la siguiente sección para esbozar un par de esquemas teóricos que pueden ayudar a extraer algunas lecciones y a comprender el rápido deterioro de todos los instrumentos de la política económica en manos de las autoridades monetarias durante el clímax de la crisis. La última sección adelanta algunas conclusiones.

## **2. Liberalización financiera**

Esta sección trata de explicar el contexto de la reforma financiera y las principales características que contuvo. Los mercados financieros en el Ecuador estuvieron caracterizados por problemas estructurales muy agudos mucho antes de la década de las reformas. Mercados cautivos, discriminación del crédito, mercados de capitales incompletos y subdesarrollados, inseguridad jurídica, etc., definen algunos de esos problemas estructurales que:

- (i) evitan que partes muy grandes de los ahorros domésticos sean canalizados hacia la inversión productiva, generando una dependencia de los ahorros externos;
- (ii) bloquean el acceso al crédito de segmentos masivos de los agentes económicos, exacerbando desigualdades sociales, la debilidad del mercado interno y el círculo vicioso del subdesarrollo;

- (iii) reproducen fallas de mercado dentro del sistema financiero, restringiendo las oportunidades para ahorristas e inversionistas y generando problemas de información asimétrica y eficiencia asignativa.

A pesar de que algunos de estos problemas fueron también discutidos desde la concepción de las reformas financieras, es crucial subrayar que no existieron crisis bancarias sistemáticas (solo un par de episodios idiosincrásicos) desde la expedición del anterior Ley General de Bancos en 1948, desarrollada bajo la inspiración de la misión encabezada por el economista del FMI, Robert Triffin, con un cierto sabor de los esquemas bancarios nacidos de la superación de la crisis de los años 30 y del New Deal en los Estados Unidos, por un lado, y de la experiencia latinoamericana de economistas como Raúl Prebisch, por otro<sup>11</sup>. Resumiremos las principales características que hicieron de las reformas de los noventa una fuente específica de inestabilidad, primero, ubicándolas en el contexto de un proceso de más largo plazo de ajuste estructural inducido por lo que ha sido conocido como el Consenso de Washington, y segundo, relevando algunos de los cambios cruciales que establecieron el funcionamiento de cualitativamente nuevos comportamientos dentro de aquellos ya mencionados vicios históricos estructurales y que vinieron a convertirse en el núcleo de un nuevo e insostenible proceso dinámico endógeno.

## 2.1 La liberalización ecuatoriana en contexto

La crisis de la deuda, a principio de los años ochenta, definió para el Ecuador el fin de las políticas económicas “desarrollistas” y el comienzo de un largo, penoso y al gusto de sus promotores, siempre incompleto proceso de ajuste. Desde entonces, el servicio de la deuda externa ha impuesto una pesada restricción en el manejo macroeconómico, definiendo la meta de una depreciación del tipo de cambio real como un carga permanente en cada paquete de política, paradójicamente diseñado para parar la misma inflación que las devaluaciones provocaban<sup>12</sup>. Pronto empezó a estar bajo ataque el viejo sistema de lo que se dio en llamar la “represión financiera” caracterizada por<sup>13</sup>:

- (i) operaciones compartimentalizadas;
- (ii) crédito orientado a ciertos sectores definidos como prioridades por el gobierno;
- (iii) altos encajes legales;

---

<sup>11</sup> Ver Carrasco (2002).

<sup>12</sup> Para una explicación más detallada de los mecanismos de transmisión de la política del tipo de cambio y la carrera en contra de la inflación ver, Páez (2002, 2003a y 2003b). Para una corroboración matemática de la paradójica e insustentable naturaleza de este tipo de políticas, consultar Páez (1999).

<sup>13</sup> Ver Agénor (2000), McKinnon (1973) para revisar la discusión estándar alrededor de las distorsiones implicadas en este esquema como por ejemplo, la reducción del ahorro, la desintermediación, la orientación del financiamiento hacia proyectos de bajo rendimiento y capital-intensivos, y otros problemas de asignación intertemporal y sectorial.

- (iv) tasas nominales de interés reguladas fijas y/o diferenciadas y tasas de interés reales negativas o muy bajas;
- (v) restricción de operaciones con divisas; y,
- (vi) control de capitales.

La liberalización financiera empezó tímidamente a principios de los años ochenta con una tendencia por la unificación y la convergencia hacia tasas de interés reales positivas. Luego, alrededor de 1986, esto tomó un gran paso adelante con la flexibilización de cierta parte de la estructura de tasas de interés, la modificación de los estándares de encaje legal, el desarrollo de nuevos productos y nuevas instituciones financieras, en paralelo con una reforma arancelaria y un fracasado intento de flotación del tipo de cambio. Las reformas en el sistema financiero avanzaron en varios frentes durante ese período, principalmente dando más amplias capacidades a instituciones financieras distintas de los bancos tradicionales. Para fines de los años ochenta, una primera ola de bancarrotas y fraudes entre las compañías financieras y los bancos de inversión golpearon la economía, sin mayor efecto de contagio sobre los bancos comerciales e hipotecarios, excepto en términos de un relativo estrangulamiento de crédito<sup>14</sup>.

A principios de los años noventa, reformas en las áreas de flexibilización laboral, de comercio internacional y de la cuenta de capitales progresaron muy rápidamente. Dentro de esta ola, la desregulación bancaria fue mucho más profunda, especialmente a través de tres cuerpos legales cruciales:

- (i) la Ley de Régimen Monetario y Banco del Estado, (LRM) que modernizó el Sector Público Financiero, particularmente las operaciones del Banco Central<sup>15</sup>;
- (ii) la Ley de Promoción de Inversiones de 1993 (LPI) que eliminó la posibilidad de regulaciones al capital y favoreció los flujos hacia adentro y hacia fuera de capitales sin consideraciones de ningún tipo, ni en plazo, ni en origen, ni en propósito; y, como punto culminante,
- (iii) la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero de 1994 (LGISF) que avanzó profundas transformaciones en la liberalización de las actividades de las

---

<sup>14</sup> Ver Albán (1993) por una descripción completa de este episodio.

<sup>15</sup> El proceso empezó inclusive antes de la LRM, la modernización eliminó varios programas de crédito dirigido –incluyendo uno de microcrédito orientado al sector rural, FODERUMA- y la posibilidad de préstamos directos del Banco Central al Sector Público (aunque permanecía la opción de la entrega de dividendos anticipados al Ministerio de Finanzas), introduciendo más sofisticadas técnicas de manejo monetario y de la liquidez (operaciones de repos y operaciones de mercado abierto) y limpiando algunos saldos de deuda en el Banco Central como aquellos resultantes del proceso de sucretización en los años ochenta. La nueva Constitución aprobada en junio de 1998, cuando el estallido de la crisis empezaba, confirmó la estructura definida por la LRM de 1992 con una autonomía que reemplazaba la Junta Monetaria por el Directorio y resaltó el papel del BCE como prestamista de última instancia en su Disposición Transitoria 42.

instituciones privadas y redujo desigualmente las capacidades y las atribuciones de la supervisión bancaria.

Luego, y en parte como resultado de la economía política de la crisis latente, hubo trascendentes cambios legales a través de normas y resoluciones, reformas de varios artículos de las leyes ya mencionadas, y la expedición en 1998 de una nueva Ley de Mercado de Capitales (LMV<sup>16</sup>) que, entre otras características remarcables, permitió a los bancos más amplias capacidades en torno a la figura legal de los fideicomisos, escasamente usada antes de la LGISF de 1994<sup>17</sup>.

Finalmente, con la crisis ya desplegándose entre los bancos más importantes, a fines de 1988, el Congreso emitió una legislación de emergencia con la Ley de Reordenamiento en Materia Económica (LRME) que creó la Agencia de Garantía de Depósitos, AGD, garantizando no solo los depósitos (on shore y off shore, sin ningún límite de acuerdo al artículo 21) pero también una amplia variedad de otros pasivos bancarios, incluso aquellos adquiridos hasta el día anterior a la intervención a través del llamado proceso de saneamiento<sup>18</sup>. Esta agencia pudo emitir bonos que los bancos podían usarlos como colaterales en operaciones de repos en el Banco Central.

Las reformas ubicaron al Ecuador como uno de los ambientes más radicalmente desregulados en América Latina. Para la primera mitad de los años noventa, ni siquiera los Estados Unidos habrían permitido este tipo de banca universal. Sin embargo, debido a problemas de economía política, el nuevo ambiente no ofrecía las mejores condiciones para los participantes internacionales, y por tanto la integración global del sistema financiero se dio básicamente a través de la intermediación de los bancos locales (viejos y nuevos).

## 2.2 Principales cambios introducidos por las reformas legales

Los más importantes cambios introducidos por las reformas legales ecuatorianas incluyeron varias características comunes con otros procesos de liberalización financiera, en tanto su diseño fue forjado bajo el mismo paradigma dominante y la misma condicionalidad y auspicio de las agencias multilaterales. No obstante, para detectar los aspectos cualitativos más cruciales que dispararon la definición de una

---

<sup>16</sup> Ver Pazmiño (2000).

<sup>17</sup> Antes de estas reformas legales los bancos solían usar esta figura legal básicamente a través de sus operaciones off shore y fue el Banco Central del Ecuador que inició una experiencia muy importante dentro de este proceso con el rescate del Banco Continental en 1995-6.

<sup>18</sup> Solo el 36% del 1.4 mil millones de dólares emitidos por la AGD cubrieron depósitos (Mesías 2002).

dinámica endógena radicalmente diferente con respecto a los desempeños anteriores a nivel micro y a nivel macro, es importante subrayar las siguientes características del nuevo marco legal<sup>19</sup>:

- (i) La descompartamentalización de las operaciones financieras y la desregulación de los instrumentos financieros, los flujos de capitales, las instituciones, etc., como nuevas fuentes de ganancias y formas más eficientes de hacer negocios para el inevitablemente más globalizado sistema financiero, pero al mismo tiempo una fuente muy importante del remendo incremento del riesgo de crédito y del riesgo moral para el sistema financiero. En tanto la figura de prestamista de última instancia y el esquema de seguro de depósitos permanecieron implícitamente abiertos, debido a problemas específicos de economía política en economías pequeñas y susceptibles de captura regulatoria y de extrema concentración del poder político y económico, el potencial claro de un salvataje fiscal ampliaba el horizonte de riesgo moral a niveles catastróficos<sup>20</sup> y arrojaba como consecuencia que toda disciplina fiscal del sector público era virtualmente ineficaz.
- (ii) La flotación de las tasas de interés y una nueva variedad de instrumentos con diferenciales de riesgo y tasa que permitieron un importante incremento en las diversas medidas de quasi-moneda y de ahorro financiero. Este proceso estuvo relacionado con un significativo aumento en el nivel y la volatilidad de las tasas de interés reales con la consecuente ampliación de la absorción del riesgo de crédito y simultáneamente, de los problemas de racionamiento de crédito y de selección adversa<sup>21</sup>. Conjuntamente con otros procesos de liberalización<sup>22</sup>, particularmente aquellos relacionados a los mercados cambiarios, aquellas características trasladan la mayoría de los riesgos de mercado al capital productivo, en contraste agudo con el anterior modo de regulación que tendía a concentrarlos en un sistema financiero fuertemente controlado con un versátil soporte de parte del estado. De otro lado, la apertura de nuevas opciones para

<sup>19</sup> Un análisis en profundidad de los cambios regulatorios para la banca privada puede ser encontrado en Tornell, A., M. Freire y P. Páez (2000).

<sup>20</sup> Por un ejemplo de la familia de modelos que intenta capturar la microracionalidad detrás de estos comportamientos, ver Schneider y Tornell (2000). Ver también Brito (2000) y Tornell, Freire y Páez (2001) para mayores detalles sobre los cambios institucionales relacionados con la red de seguridad financiera durante este período. Debido a reportes contables irregulares y a pesar de los límites legales del salvataje de liquidez algunos bancos recibieron mucho más de lo que su patrimonio técnico permitía.

<sup>21</sup> Ver Stiglitz y Weiss (1981).

<sup>22</sup> A cierto punto del proceso de liberalización, las tasas de interés cayeron debido a las mejores posibilidades abiertas para los ahorros domésticos y externos. Este punto en el Ecuador empezó cuando los bancos comenzaron a competir por los depósitos frescos, en una fase del ciclo del crédito que empezó a mostrar los signos de la fragilidad del proceso. Y ese es el período de más pronunciada volatilidad. Sobre el impacto de los influjos de capitales en esta coyuntura, ver Arteta (2000).

- los ahorros mejoraría la evolución del ahorro financiero pero no necesariamente del ahorro real, que es la fuente efectiva de financiamiento de la inversión real y esto puede estar acompañado por una tendencia general de menor crecimiento<sup>23</sup>.
- (iii) La legalización de los depósitos y de los préstamos en dólares, que solo parcialmente fue una respuesta al movimiento espontáneo al mercado en tanto los agentes “huían hacia lo cualitativo”, pero que conllevó el incremento del riesgo de descalce de monedas que hizo que los bancos empujen hacia un espiral de dolarización del conjunto de la economía, y, por tanto, provocó el consecuente debilitamiento de algunas de las funciones de la moneda nacional y la creciente ineficacia de la política económica en general. Por sí misma, esta característica define una dinámica endógena que puede estar anidada dentro de otras, constituyendo una red recurrente de relaciones, en algún momento con trayectorias explosivas, como en el caso de la experiencia ecuatoriana que nosotros trataremos de mostrar. Esta cadena endógena de dolarización →debilitamiento de la moneda doméstica →efectos de hojas de balance →dolarización, puede estar disparada en una forma explosiva por un choque externo que puede golpear a cualquiera de los eslabones<sup>24</sup>.
- (iv) La banca off shore fue legalizada sobre la argumentación de la necesidad de una mayor integración financiera a los mercados internacionales y para evitar la fuga de capitales<sup>25</sup> porque, para entonces, antes de la reforma, la banca onshore no estaba permitida de operar en dólares. Sin embargo, muy pronto todas las operaciones de banca on shore fueron permitidas también en dólares y no hubo modificaciones para el estatus de las operaciones off shore. Problemas de coordinación con las autoridades de supervisión de los centros offshore y la falta de una supervisión consolidada en el Ecuador crearon el ambiente ideal para la elusión y la evasión de impuestos y para la circunvención regulatoria, resultando en un gran espacio para el comportamiento estratégico riesgoso de algunas entidades financieras. La banca off shore adquirió grandes proporciones (2/3 de los activos on shore) y una actividad febril justo antes de que la crisis explote. La autoridad supervisora tuvo un conocimiento inadecuado de todas las operaciones off shore y problemas de economía política extendieron la garantía

<sup>23</sup> Aglietta (2001a) presenta, en este sentido, un caso empírico para los países desarrollados. Para las economías pequeñas y dependientes, aquellos efectos negativos tienen una perspectiva mucho más amplia en tanto la debilidad del mercado doméstico de capitales empuja hacia la fuga de capitales y hacia las actividades especulativas mayormente fuera del flujo circular de la producción.

<sup>24</sup> Por tanto, no hay aquí un problema del huevo o la gallina que ciertas interpretaciones pretenden.

<sup>25</sup> Más bien, la idea era que si no se la puede evitar, al menos se la puede canalizar hacia los préstamos domésticos, especialmente a través del financiamiento de importaciones y exportaciones.

de depósitos respaldada por el estado a todas las operaciones off shore después de que la crisis explotó (diciembre 1998)<sup>26</sup>.

- (v) La concentración de créditos y las operaciones vinculadas dentro del grupo financiero como parte de un nuevo esquema desregulado. Aunque hubieron varias disposiciones legales tratando de limitar estas operaciones, los huecos permitidos en el marco legal por las reformas estructurales y, en particular las operaciones off shore y el uso intensivo de los recientemente introducidas fiducias, hizo la regulación muy laxa en este campo. Adicionando a estos factores problemas de normas desiguales y diferenciadas y una supervisión restringida, las cosas empeoraron<sup>27</sup>.
- (vi) Relajación de los requerimientos de entrada y débil supervisión en paralelo a un ambiguo marco legal para la depuración por efectos del mercado<sup>28</sup>. Aún cuando había un instrumento legal heredado del anterior marco jurídico llamado “Concordato”, que establece un orden de liquidación y algunos procedimientos de intervención, no había una forma clara de salida de las instituciones del sistema financiero (no existe una ley de bancarrota, ni tampoco existía un sistema de alerta temprana, con el adecuado sistema de transición: había solamente un indicador de patrimonio técnico de 9% como criterio de umbral para que la Superintendencia de Bancos pueda intervenir un banco sin posibilidad de advertencias o medidas precautelatorias en la transición). Problemas similares surgen en el otro lado: el cumplimiento de los derechos de

---

<sup>26</sup> Un analista económico, banquero y más tarde Director del Banco Central, ha escrito “las autoridades regulatorias nunca demandaron que la “supervisión consolidada” sea cumplida, así no fueron capaces de obtener información consistente y confiable respecto a los activos y los pasivos de aquellas entidades”. Como lo revelaran las auditorias internacionales en 1999, varios de los más grandes bancos tenían malas prácticas a través de sus ramas off shore, por ejemplo, Banco Popular “vendió malos préstamos en el último día de un mes a una subsidiaria no bancaria para ocultar su cartera vencida”; o, Banco La Previsora “usó sus oficinas off shore para invertir en propiedades pero clasificó esa inversión como préstamo”. Ellos encontraron varios casos de inversiones que exponían al banco y que quedaban fuera del control de los reguladores y del público en general y esta exposición se dio básicamente en mercados emergentes golpeados fuertemente por las crisis financieras de Rusia y del sureste Asiático. Los límites a los préstamos vinculados y a la concentración de créditos fueron “fácilmente evitados registrando las operaciones off shore o escondiéndolas en las coberturas legales domésticas”. Ver Pitarque (2000), p 36, traducción mía.

<sup>27</sup> Ver, por ejemplo, Tornell, Freire y Páez (2000), Lafuente (2001). Para diciembre de 1998 doce bancos, en su mayoría los más grandes, sobrepasaban el límite legal de la concentración de crédito – 60% de su patrimonio técnico-, y una muy larga proporción de los cuales estaba ligada a créditos vinculados (ejecutivos, firmas vinculadas, etc.). Ver Mesías 2002.

<sup>28</sup> A pesar de las intenciones de fortalecer la supervisión desde un enfoque de precaución, la LGISF de 1994 debilitó mucho de las capacidades de control; por ejemplo, reemplazó el directo y casi permanente control por la Superintendencia de Bancos de los libros de las instituciones financieras por una supervisión extra-situ sistemática, seguida por una corroboración in-situ solo si esta era requerida. Las autoridades regulatorias emitieron signos confusos debido a la asimetría de información, la debilidad institucional y los problemas de captura regulatoria que agravaron la estructura de incentivos orientada hacia el comportamiento estratégicos por parte de los agentes. Ver para detalles en Mesías (2002).

los acreedores define también un margen muy holgado para problemas de agencia en las cobranzas, aspecto particularmente relevante en esta explicación de la crisis, debido a la vinculación, de los grandes deudores sobretodo, con la (anterior<sup>29</sup>) estructura de propiedad de los más importantes bancos quebrados<sup>30</sup>.

Aún cuando esta lista no es exhaustiva, describe, quizá, las más importantes piezas que actuaron juntas para formar el motor que a un nivel micro y a un nivel macro generaron al mismo tiempo modernización e inestabilidad. En la siguiente sub-sección ubicaremos este mecanismo en conjunción con otros procesos que marcharon al mismo tiempo y definieron la trayectoria idiosincrática que la experiencia ecuatoriana tuvo.

### 2.3 La oportunidad de las reformas

Es muy importante ubicar los mecanismos ya mencionados dentro de una matriz histórica de discriminación política y económica de intensa polarización regional, étnica y social, de fragilidad institucional, de dependencia y de varios tipos de fallas de mercado. Las recientes transformaciones, ligados al intensificado proceso de globalización y a las reformas de mercado abierto, implicaron profundas modificaciones en aquellas características, pero no necesariamente en una forma positiva.

Desde la crisis de la deuda de 1982, la meta común de los diferentes gobiernos más allá de particulares énfasis y estilos, fue una real depreciación que penosamente pudiera ayudar con los desbalances en el sector externo, crucialmente generados por el servicio de la deuda externa bajo mayores tasas de interés en los mercados de capitales internacionales<sup>31</sup>. Este esfuerzo es también uno de los principales factores de una crónica crisis fiscal a partir de entonces<sup>32</sup>. Los cambios en la política económica estuvieron orientados bajo la crecientemente exigente condicionalidad cruzada de los bancos multilaterales en un quiebre estructural que definió una tendencia de crecimiento menor que aquella registrada en las décadas pasadas,

---

<sup>29</sup> ...y, quién sabe, talvez.... futura?.

<sup>30</sup> Ver, por ejemplo, Rojas, L. y otros (2001).

<sup>31</sup> A pesar de que entre 1982 y 2001 Ecuador ha registrado un pago acumulado de 63.9 mil millones de dólares (más de 3 veces el PIB promedio del período) la deuda externa se ha incrementado de 4.6 a 13.2 miles de millones de dólares durante ese lapso, cuando los desembolsos efectivos acumulados fueron durante ese tiempo de solo 46.9 miles de millones.

<sup>32</sup> Ciertamente, este hecho no oculta el importante efecto de algunas instituciones sobredimensionadas, el gasto público ineficiente e incluso corrupción, relacionados en un círculo vicioso de insuficientes servicios sociales y el deterioro de la legitimidad del estado. A pesar del crecimiento de la economía, el balance primario ha tenido superávit sustanciales por más de una década, exceptuando talvez los años de crisis de 1998, pero el servicio de la deuda externa es tan grande que el balance global frecuentemente termina en rojo.

inclusive mucho antes del boom petrolero. El PIB per cápita denominado en dólares a principio del nuevo milenio es básicamente el mismo que veinte años atrás. La formación bruta de capital físico doméstico llegó a un promedio del 25% del PIB entre 1975 y 1982, y desde entonces escasamente llegó a un promedio del 16%; la diferencia corresponde, más o menos, al servicio de la deuda externa anualmente registrada por las cuentas nacionales.

El pico de este proceso de real depreciación ocurrió entre 1988 y 1992 con un importante costo en términos de inflación y de recorte en el gasto social. Después, tomando ventaja de los esfuerzos de depreciación durante la década previa y después de cuatro años de crónica inflación con una tasa anual promedio de inflación de alrededor del 50%, una nueva administración estableció en 1992 un programa de estabilización basado en el anclaje cambiario (primero con una flotación rígidamente controlada y luego con un sistema de bandas frecuentemente modificadas) que logró significativos resultados en términos de estabilidad de precios. Este fue el marco apropiado para impulsar rápidamente las reformas estructurales que constituyen el llamado Consenso de Washington. Por sí sola, la reforma más importante en este ambiente cambiante y precipitado tuvo que ver con la reforma del sistema financiero<sup>33</sup>.

La meta central de la desregulación bancaria fue el incrementar la competitividad del desempeño del sistema financiero, hasta entonces restringido por la ya mencionada política de “represión financiera”<sup>34</sup>, con las implícitas distorsiones inducidas por el gobierno que, dice la sabiduría convencional en economía, tratando de regular las tasas de interés y las operaciones, retardaron el desarrollo de la banca y redujeron el crecimiento de la economía en su conjunto. Nótese, sin embargo, que a pesar de la evidencia en la literatura económica convencional contemporánea de significativos y positivos efectos de largo plazo<sup>35</sup>, hay también estudios que sugieren que la liberalización financiera incrementa por sí sola el riesgo de los bancos en el corto plazo<sup>36</sup>.

---

<sup>33</sup> Administraciones anteriores habían avanzado en varios frentes, en particular aquellos relacionados a la flexibilización del comercio y del mercado de trabajo. Además de las reformas financieras, la administración Durán Ballén hizo sustanciales esfuerzos en la reducción del sector público con la Ley de Presupuesto Público de 1992 y Ley de Modernización del Estado de 1993 y una política consistente de restricción fiscal que redujo el empleo público en un 10% (Beckerman (2002) y empezó una agresiva política de privatizaciones que, sin embargo, no pudo vender los estratégicos sectores del petróleo, la electricidad y las telecomunicaciones, pese al empeño que puso en ello. Es también crucial la expedición de 1993 de la Ley de Promoción de Inversiones relacionado al mismo tiempo a la liberalización financiera y a la apertura de la cuenta de capitales.

<sup>34</sup> McKinnon (1973), Shaw (1973), Levine (1977).

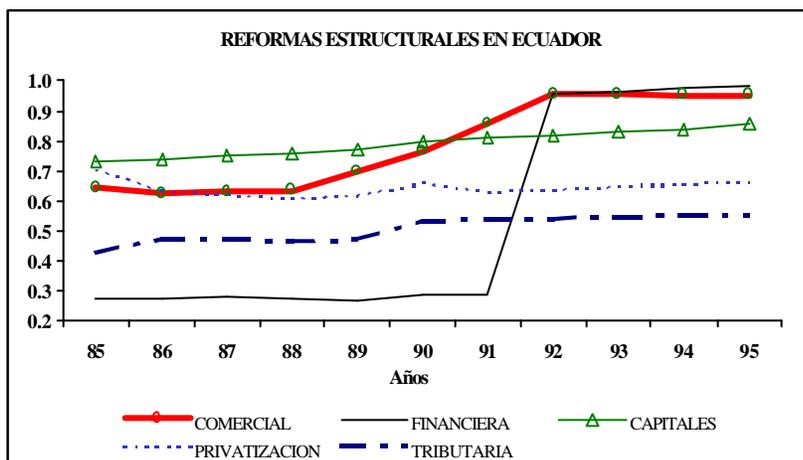
<sup>35</sup> Levine (1997).

<sup>36</sup> Demirguc-Kunt y Detragiache (1998) lo constata con una muestra de 53 países; ver también Kaminsky y Reinhart (1996).

Para ese tiempo, la literatura económica había alertado sobre varios problemas relevantes para el caso ecuatoriano en ese sentido. Entre ellos, lo problemático de una combinación de liberalización financiera con supervisión inapropiada<sup>37</sup> y la necesidad de una cuidadosa secuencia de las reformas<sup>38</sup>. Sin embargo, prioridades políticas y de economía política definieron una trayectoria que contenía una mezcla explosiva de ingredientes en ambos aspectos de las reformas aplicadas en el Ecuador. Como el gráfico 1 –construido sobre los índices publicados por la CEPAL– muestra, un esfuerzo por reformas simultáneas en varios frentes –especialmente relacionados con la balanza de pagos y el sector financiero– fue emprendido durante la primera mitad de la última década.

Gráfico No. 1

## Reformas del Consenso de Washington



FUENTE: CEPAL.

Para entonces, un ambiente internacional relativamente favorable dio un marco auspicioso para estas reformas, incluyendo oportunos flujos de capital fresco<sup>39</sup>, el

<sup>37</sup> Conforme Nazmi (2000).

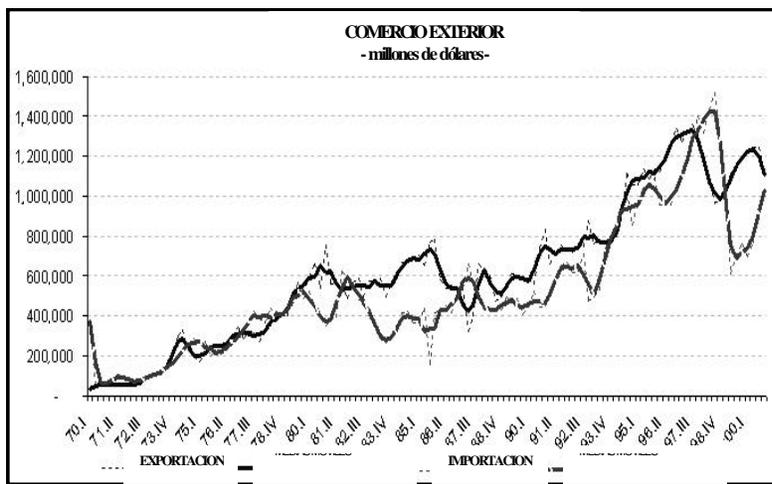
<sup>38</sup> Kruger (1981), McKinnon (1991), Edwards (1992), Sachs (1997), Fischer (1986, 1987). Ver también Agénor (2000) por un reporte más detallado del otro lado de este debate.

<sup>39</sup> Una larga parte de estos flujos fueron de corto plazo y en aplicaciones de ingreso fijo con capitales que habían fugado previamente, que se repatriaron atraídos por las altas tasas de interés. Todo esto parecía fortalecer las reservas internacionales en un círculo virtuoso de reducción de expectativas de devaluación y por tanto futuros ingresos de capital. Sin embargo las fugas de capitales se reiniciaron nuevamente al primer signo de problemas políticos, con los recurrentes impactos negativos sobre el esquema de estabilización.

plan Brady de reestructuración de deuda externa<sup>40</sup> y más bajas tasas de interés internacional. Además, el país experimentó también por aquellos años un boom de exportaciones debido, en buena parte, al esfuerzo previo de una depreciación real sostenida y a la reducción de la volatilidad del tipo de cambio real (con un importante efecto sobre los comportamientos excesivamente adversos al riesgo en las inversiones de las exportaciones no tradicionales), aunque la coincidencia de un boom bananero y el significativo incremento de las exportaciones (manufacturadas) a la Región Andina pueden involucrar a otros factores, relacionados de alguna manera a las condiciones globales del comercio internacional y a las específicas estructuras de mercado. El gráfico 2 nos permite detectar la tendencia favorable sostenida después de la caída en las exportaciones totales debido al terremoto de 1987 (que suspendió las ventas de petróleo) y que se volvía más acelerado a finales de 1987. Mientras tanto, las importaciones solo seguían esa tendencia con un rezago significativo, definiendo un importante superávit comercial hasta que crucial ola de reformas comerciales revirtió ese resultado con un agudo salto en la evolución de las compras entre 1993 y 1998.

Gráfico No. 2

Evolución del Balance Comercial ecuatoriano



FUENTE: Banco Central del Ecuador.

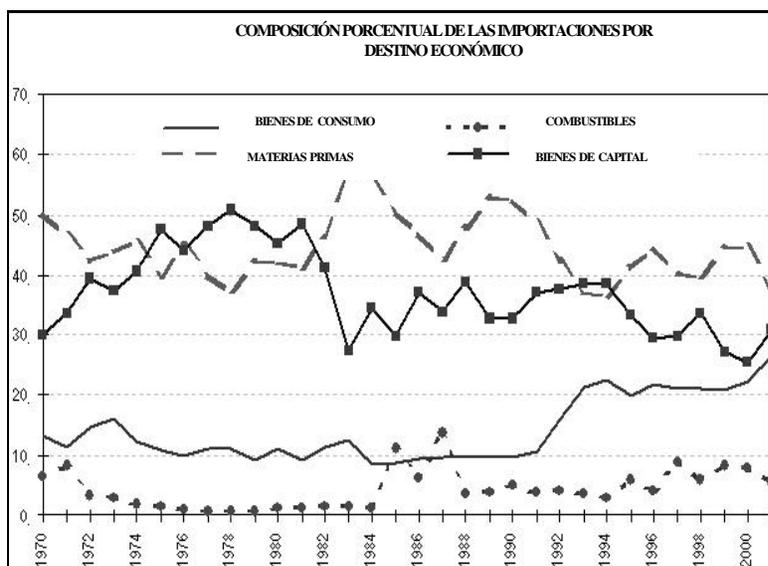
<sup>40</sup> Con el soporte financiero del FMI, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo para el colateral por los bonos Brady por alrededor de 6 mil millones de dólares, el Ecuador finiquitó en 1994 un proceso de acumulación de atrasos que empezó en enero de 1987.

La liberalización comercial y los vientos de modernización atraídos por las reformas implicaron también un importante cambio en la composición de las importaciones, especialmente relacionado al crecimiento del consumo conspicuo de los estratos más altos, como el gráfico 3 lo sugiere. También es evidente el cambio en los patrones de producción hacia una mayor dependencia sobre los insumos importados. Una gran proporción de estos incrementos en importaciones vino de Norte y Sudamérica, agudizando un cambio dentro de la tendencia de largo plazo de diversificación del comercio exterior ecuatoriano cuyo punto más alto fue a fines de los años setenta.

En adición a esto, al principio de este proceso, Ecuador tuvo un buen momento en sus términos de intercambio internacional, a pesar de su gran volatilidad. No obstante, la situación empezó pronto a deteriorarse, como lo muestra el gráfico 4, principalmente debido a la variación de los precios del petróleo.

**Gráfico No. 3**

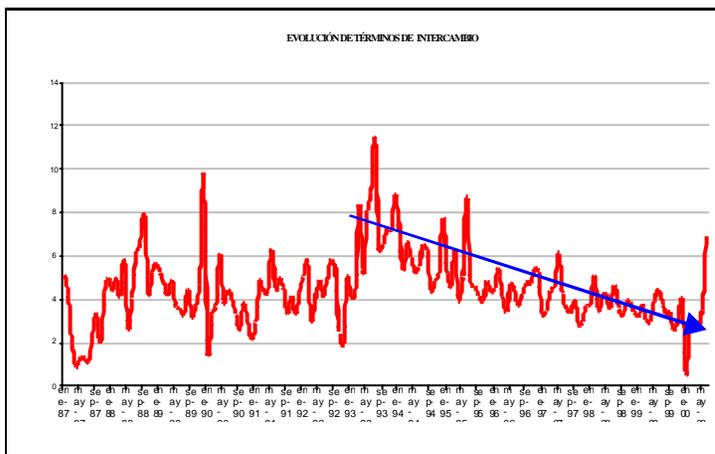
**Composición de las importaciones después del boom de crédito**



**FUENTE:** Banco Central del Ecuador.

### Gráfico No. 4

#### Evolución de los términos de intercambio internacional



FUENTE: Banco Central del Ecuador.

La convergencia de todas estas circunstancias definió una auspiciosa “luna de miel” para el programa de estabilización y el paquete de reformas inaugurado en 1992-93, incluyendo un importante apoyo político, dentro de lo relativo de la turbulencia característica de la política ecuatoriana. Desafortunadamente los buenos tiempos suelen ser malos para aprender y estas políticas se mantuvieron e incrementaron sin el suficiente debate político y la suficiente evaluación técnica. El discurso único de un futuro promisorio dentro de la modernización globalizada inundó las esferas jerarquizadas de la academia y del análisis técnico, bajo la corroboración auspiciosa de lo que parecía ser la evidencia de los triunfos sobre los males pasados. Sin embargo, la coyuntura económica mostró muy pronto signos claros de problemas: trataremos de reconstruir en lo que sigue una narrativa coherente de las formas en las cuales las ya descritas dinámicas endógenas se expresaron a sí mismas a través de los ciclos micro y macro económicos.

### 3. Ciclos de crédito

En esta sección presentaremos un breve resumen de la evolución del sector financiero y su interacción con el desempeño macroeconómico en su conjunto. El período de este estudio se refiere a cinco administraciones; el final de la del Dr.

Rodrigo Borja, la del Arq. Sixto Durán Ballén, la del Ab. Abdalá Bucarán, la del Dr. Fabián Alarcón y la del Dr. Jamil Mahuad. Solo Borja y Durán Ballén acabaron sus períodos constitucionales. Como puede seguirse en el gráfico 5, que compara las tasas de crecimiento de la actividad económica con las tasas de crecimiento del crédito, es posible distinguir por lo menos estas fases<sup>41</sup>:

- (i) Boom de crédito (1993-4)
- (ii) Estallido de 1995 y evidencia de la fragilidad financiera entre (1995-6)
- (iii) Nueva expansión del crédito y desarrollo de la vulnerabilidad (1997-8)
- (iv) Explosión de la crisis ( fines de 1998 y 1999)
- (v) Dolarización oficial (desde enero de 2000)

Definiremos estas fases basados en la relación entre los ciclos macroeconómicos y financieros como la pista orientadora para penetrar en la micro dinámica originada por el sistema financiero, en respuesta a una estructura de incentivos cualitativamente nueva.

El gráfico 5 compara las tasas de crecimiento del índice de actividad económica (IDEAC) en columnas con la escala a la izquierda y la tasa de crecimiento de los créditos en línea continua y con la escala a la derecha, que dibujan conjuntamente las específicas características de la relación entre el sistema financiero y la economía real en cada etapa. La expansión inicial en 1993 parecía tener sólidos fundamentos en términos del crecimiento económico, pero pronto la respuesta productiva devino más débil, dejando el crecimiento financiero soportado por otras fuerzas con menores condiciones de sustentabilidad.

En tanto el crédito tiene una mayor varianza que los depósitos<sup>42</sup>, es presumible que exista un canal de crédito en el cual los depósitos están influenciados por la evolución del PIB, mientras el volumen de los créditos depende de la disponibilidad de colaterales o del flujo de caja esperado de cada empresario y el manejo por parte de los bancos de los fondos disponibles. De ser así, ante caídas de la riqueza esperada -debidas a los cambios en los precios relativos o en el ritmo de la actividad- el crédito debería caer consecuentemente, aunque con algún rezago. Más aún, en tanto la capacidad de repago está también en juego en este proceso, un comportamiento prudente reduciría la absorción de riesgo de mercado y de crédito tan pronto como el ciclo de la economía fuese detectado. El caso contrario sugeriría la existencia de incentivos para un comportamiento estratégico y/o colusorio a través

---

<sup>41</sup> Una división similar de estas fases fue originalmente sugerido en De la Torre(2000).El autor jugó un rol muy importante durante este período de reformas como un alto funcionario del Banco Central del Ecuador primero, Director General de Estudios, luego como Gerente General y más tarde como consultor del Banco Mundial.

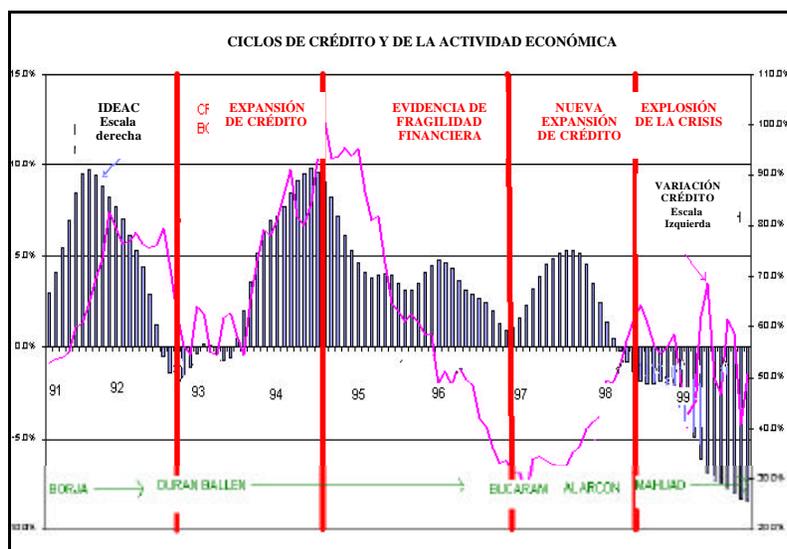
<sup>42</sup> Ver gráfico 8, más abajo.

de la renovación de los créditos a proyectos que de otra manera en medios financieros debían aparecer como cartera vencida, en una práctica conocida como “evergreening”<sup>43</sup>.

Por tanto, comparando los ciclos de crédito y de ingreso podríamos detectar ciertos problemas de comportamiento excesivamente riesgoso en el sector financiero. La sospecha es incluso más fuerte si uno nota la concentración de crédito vinculado después de la desregulación.

**Gráfico No. 5**

**Ciclos de crédito y de la actividad económica**



**FUENTE:** Banco Central del Ecuador.

Los primeros signos de una dinámica débil podrían recibir un “maquillaje” contable y con algunas manipulaciones de tesorería muy hábiles, algunos bancos tuvieron la capacidad de comprar tiempo. Presiones de liquidez de corto plazo, como

<sup>43</sup> Problemas informacionales con respecto a la situación de los prestamistas con otras instituciones financieras harían peor este tipo de comportamientos. La posibilidad de maniobras financieras basadas en triangulaciones, piramidaciones y otras, gracias al abuso de la legislación de fiducias y a problemas con la supervisión del sector corporativo definirían un horizonte de gran magnitud en este sentido.

expresión de dificultades de solvencia más profundas en gestación, serían temporalmente superadas gracias a cierto tipo de sofisticadas maniobras financieras que, en general, deterioraban la posición de largo plazo del banco, como por ejemplo la aguda competencia por depósitos frescos a través de tasas de interés pasivas muy altas, una campaña de señales y de marketing muy agresiva<sup>44</sup> y un fondeo externo muy caro y volátil (incluyendo aquel que venía de las actividades off shore y en algunos casos, de agentes vinculados). Bancos más conservadores y prudentes tenían permanentes e intensas presiones competitivas para adoptar el mismo tipo de comportamiento y es incluso posible que los mismos mecanismos fueran usados para manejar dificultades operacionales y de liquidez verdaderamente efímeras. Cualquiera sea la motivación, las consecuencias macroeconómicas globales son las mismas, en términos de las resultantes tendencias conflictivas.

En cualquier caso, la siguiente fase fue afectada por las dificultades del lado financiero y el favorable ambiente en la actividad real no encontró una recuperación correlativa en la evolución del crédito. La siguiente burbuja de crédito tuvo lugar en una manera sincopada con respecto al ritmo de la actividad real, en tanto respondía básicamente a las necesidades internas de los negocios de cada banco. Obviamente, este nuevo mini- boom acarrea desequilibrios más profundos que finalmente se expresaban cuando los factores externos golpearon la economía en una explosión de inusual magnitud para una economía tan pequeña como la ecuatoriana. Veamos los detalles.

### 3.1 Boom de crédito (1993-4)

Luego de la macro devaluación del 35% a principios de la Administración Durán Ballén, un esquema de estabilidad del tipo de cambio fue definido inicialmente a través de una flotación exitosamente controlada. A finales de 1994 ese esquema fue transformado en un sistema de bandas con un Banco Central constantemente defendiéndolo con sus reservas internacionales y altas tasas de interés. La importante depreciación real del sucre al momento de la implementación del programa dio espacio para un esquema temporalmente eficaz de estabilización basada en el tipo de cambio (un par de años sin mayores problemas en el desempeño comercial, la más débil pieza del programa). El largo período de fácilmente predecibles mini-devaluaciones durante la administración anterior habían acostumbrado a los agentes económicos a una indexación formal de precios y a un ajuste de expectativas basadas en la trayectoria del tipo de cambio, en tal forma que el anclaje del tipo de cambio y un ambiente de disciplina monetaria pronto permitieron una convergencia hacia tasas de inflación del 20 o 30%, después de varios años de promedios de alrededor de 50%.

---

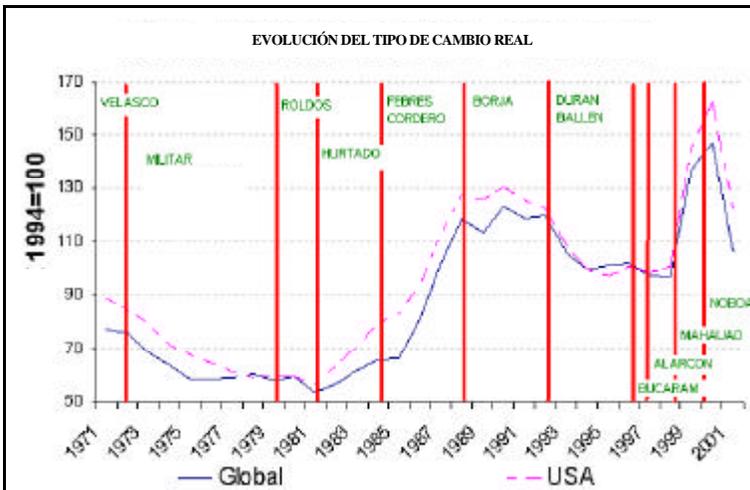
<sup>44</sup> Conforme Mesías (2002).

El gráfico 6 ilustra cómo el esfuerzo de la década anterior para el conjunto de la economía de una depreciación real sostenida, cuyos frutos empezaron a aparecer con un importante y sistemático superávit comercial a principios de los años noventa, fue seguido con una meta de tipo de cambio real a través de mini-devaluaciones nominales, y luego, un programa basado en la estabilidad del tipo de cambio con una nueva meta de tipo de cambio real a un nivel 25% menor al de los años anteriores (una importante apreciación real para los estándares de nuestra historia reciente). Este patrón continuó hasta la aguda devaluación que acompañó la crisis financiera de 1998-1999.

Luego del inicial impacto del paquete, hubo un período de euforia económica alimentado por la liberalización financiera en el ya descrito favorable ambiente internacional, particularmente en relación con los flujos de capitales hacia América Latina y una mejora en los términos de intercambio. Esa euforia fue confirmada por una sustancial desaceleración de los precios domésticos debido, básicamente, al efecto de costos del ancla del tipo de cambio y a la resultante descompresión del consumo.

Gráfico No. 6

Evolución del tipo de cambio real



FUENTE: Banco Central del Ecuador.

Sin embargo, en contraste con mucho de lo que la literatura convencional generalmente omite, es importante remarcar que el boom de consumo operó a través

de específicos patrones distributivos y la característica segmentación del mercado de crédito, generando, básicamente, una expansión del consumo de los hogares de ingresos medios y altos, con una alta propensión a consumir importaciones. Entonces, la liberalización financiera, la liberalización de la cuenta de capitales, la liberalización de la cuenta corriente, y una política de estabilización basada en el tipo de cambio, actuaron conjuntamente en una forma recurrente. Una buena parte de la expansión del crédito dedicada al consumo fue financiada con préstamos externos en dólares. Los bancos que recibieron aquellos recursos tuvieron intensas presiones competitivas por prestarlos.

Dejando aparte los problemas mencionados de selección adversa que favorecieron los segmentos superiores de ingreso y viendo hacia prospectos de bajo riesgo, los bancos seleccionarían solamente aquellos segmentos de la sociedad con mejores probabilidades de recuperación. Dados los patrones distributivos y de consumo, aquellos segmentos usualmente tomaron ventaja de la variedad de opciones que una cuenta corriente más abierta ofrecía, más aún si la política económica a ese momento sostenía una real apreciación con respecto a los períodos recientes.

Los positivos cambios macroeconómicos algunas veces plantean un serio problema el funcionamiento de los bancos. Por sí mismo, el final de las inflaciones altas puede acarrear un nuevo tipo de problemas para el sistema bancario porque los márgenes de intermediación se bajan y empieza un nuevo tipo –sistémico- de dificultades de recuperación. Ahora, los choques externos tienen la posibilidad de impactar seriamente al banco en tanto ya no pueden ser trasladados a precios debido a un clima más competitivo. En un ambiente de alta inflación, con el predominio de tasas de interés reales negativas o bajas, la generación de utilidades básicamente se puede dar sobre el excedente de depósitos sobre reservas. De otro lado, el valor real de los pasivos es reducido por la inflación, particularmente por la inflación inesperada, facilitando las condiciones de repago y dando lugar a un constante flujo de activos líquidos netos.

Aunque los activos también tendrían a diluirse después de una reducción en la inflación, debido a la estructura de madurez diferenciada y al incremento de la presencia de tasas de interés flotantes, sin ningún anclaje entre tasas activas y tasas pasivas, el resultado tendía a beneficiar al banco. La diversificación de los instrumentos financieros y las opciones de ahorro a un nivel micro, no necesariamente resultan un incremento del ahorro real a un nivel agregado. El monto de ahorros financieros (definido, por ejemplo como la diferencia entre M4 y M1) no es equivalente al monto registrado por las cuentas nacionales como ahorro real, y este último es el agregado relevante para financiar la inversión productiva, motor básico del crecimiento económico.

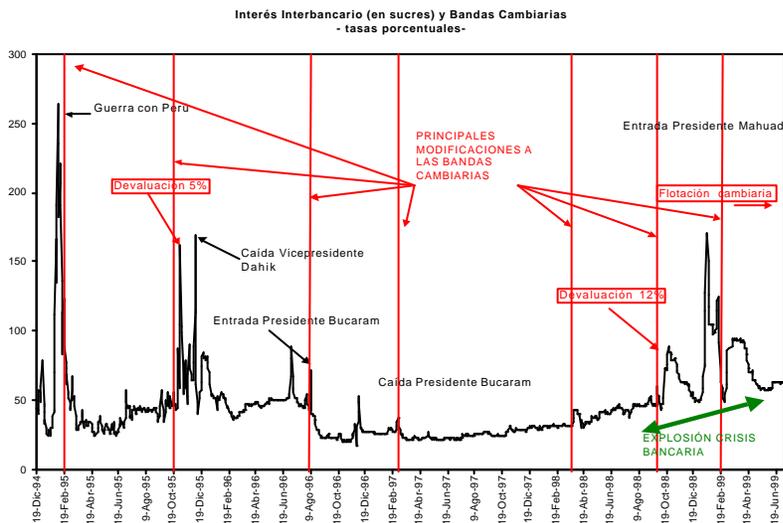
La distinción es todavía más importante en un país pequeño y atrasado como el Ecuador: la falta de oportunidades de inversión y ahorro, la delgadez de los mercados de capitales, la inestabilidad política y financiera, entre otros factores, condujeron a opciones como la fuga de capitales y la especulación en bienes raíces, ambas distracciones de recursos respecto del aparato productivo doméstico. En efecto ambas prácticas estuvieron presentes durante todo el período, conspirando contra la dinámica de la formación bruta de capital. La resultante burbuja de bienes raíces terminó contribuyendo al incremento del nivel de riesgo absorbido por el sistema bancario, en tanto el valor de una buena fracción de los colaterales estuvo ligado al ciclo especulativo.

La remoción de los controles sobre las tasas de interés que se inició en 1986, empezó a incrementar desde entonces la incertidumbre y el riesgo para los bancos entrenados durante décadas en un ambiente más regulado con tasas de interés estables y fácilmente predecibles. El traslado de la carga de la incertidumbre del mercado monetario y cambiario desde los bancos hacia el cliente, en efecto, transformó un riesgo operacional en un riesgo de crédito que, en general, no fue incluido en las evaluaciones individuales de cada proyecto pero que a un nivel agregado no solo que es obvio que fue una transferencia y no una reducción, pero también que ambos riesgos estuvieron fuertemente correlacionados bajo un programa de estabilización basado en el tipo de cambio. El gráfico 7 ilustra la volatilidad de las tasas de interés y su relación con los ataques especulativos contra el régimen de estabilización basado en el tipo de cambio. Entonces, la confluencia de estos tipos de política facilitó la absorción de proyectos más riesgosos por parte de los bancos, con efectos exponenciales en el agregado, en tanto el nivel agregado, macro, de riesgo es diferente que la mera suma de sus partes a un nivel de micro-percepción del riesgo de cada proyecto. Esta tendencia fue agravada por la creciente dolarización de los préstamos.

Sin embargo, en tanto las reformas legales reducían los requerimientos para establecer un banco (o volverse uno) a principios de los años noventa, la competencia creció desestabilizando en el corto plazo a aquellas instituciones menos confortables con las nuevas tareas y que deberían –supuestamente– generar una depuración sana del sistema. En tanto la facilidad de entrada no tuvo como contraparte una clara vía de salida, y en convergencia con una débil supervisión, muchas instituciones pudieron sobrevivir gracias a las modernas y sofisticadas técnicas de manejo financiero que incluyó varios de los procedimientos arriba mencionados. De otro lado, la desregulación bancaria ofreció nuevas ventajas usando la operación de las ramas off shore. Las posibilidades abiertas por la triangulación permitieron una brecha creciente con respecto a la regulación prudencial y a los requerimientos de patrimonio técnico para el grupo financiero como un todo.

## Gráfico No. 7

## Evolución de la tasa de interés interbancaria



**FUENTE:** Banco Central del Ecuador.

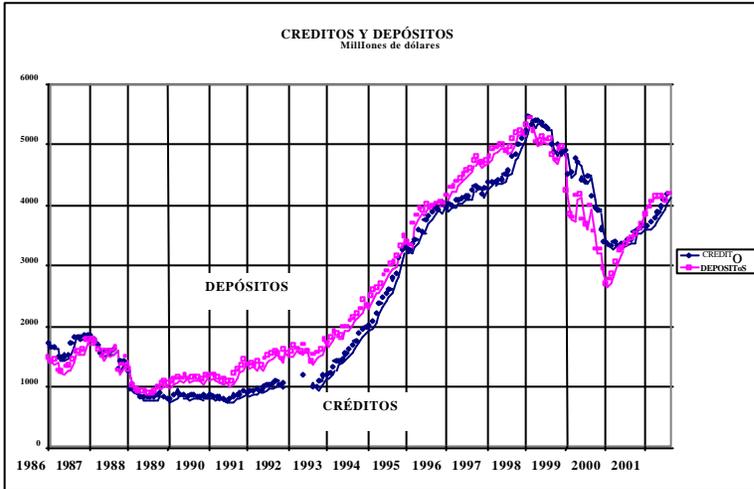
No obstante, mientras la tasa de crecimiento de los depósitos bancarios era mayor que su costo a las tasas pasivas más las comisiones, un banco podía posponer las consecuencias de su ineficiencia y el sistema como un todo podría continuar incubando los factores de una crisis más aguda. Del otro lado del balance, un banco podría preservar una situación de liquidez si la tasa de crecimiento de sus activos productivos (especialmente, cartera) era menor que su tasa de remuneración (básicamente, la tasa activa de interés). Notablemente, ambas estrategias pueden ser muy dañinas para la situación de largo plazo de los bancos:

- (i) La necesidad por crecientes depósitos frescos podría requerir una costosa competencia;
- (ii) Una tasa de interés de depósitos atractiva podría resultar mayor que la recepción que los nuevos recursos;
- (iii) Evitar las transferencias de recursos a los prestatarios podría restringir el negocio de intermediación;
- (iv) Más altas tasas de interés de préstamo podrían poner en peligro la probabilidad de repago; etc.

Dejando aparte estos retos, las reformas en su conjunto dieron impresionantes resultados muy pronto: más y más modernas instituciones financieras – acompañadas, por cierto de un despliegue de lujosos edificios y ejecutivos con altísimos salarios<sup>45</sup>, mejores servicios y nuevas opciones para los clientes y, sobre todo, una más amplia disponibilidad de opciones de crédito. Aunque no se puede decir que los tradicionales problemas de la segmentación de crédito fueron resueltos, fue claro que más agentes y por nuevas razones estuvieron teniendo acceso a préstamos desde el sistema financiero formal. El gráfico 8 muestra la magnitud de la expansión y la forma en la cual los descalces entre depósitos y préstamos aparecieron recién como problema, en términos agregados, en 1998, aunque los descalces de moneda y de madurez fueron una amenaza permanente todo este tiempo para los bancos individuales.

Gráfico No. 8

Evolución de los depósitos y los préstamos



FUENTE: Banco Central del Ecuador.

En el mismo sentido, a pesar de que la mayoría de los préstamos fueron orientados hacia el consumo como antes, como lo muestra el gráfico 9, la expansión

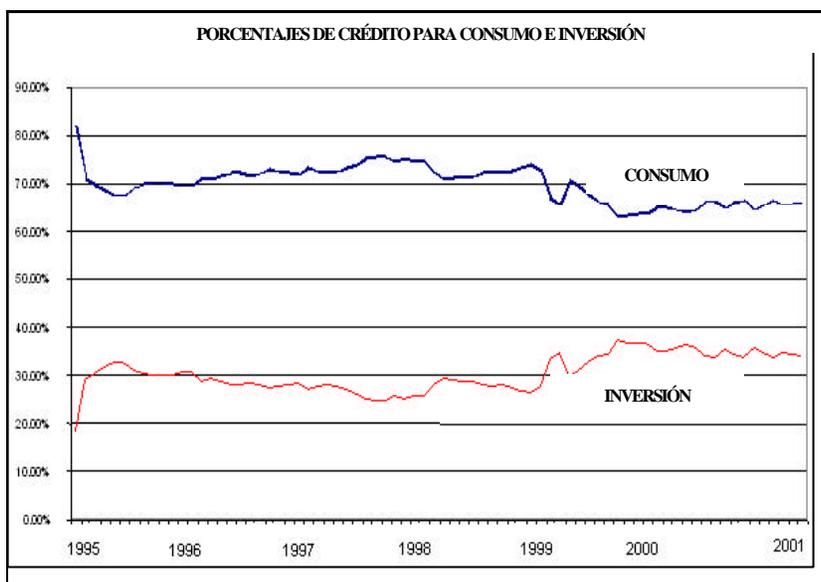
<sup>45</sup> Una importante parte de la batalla de señales para demostrar solvencia, robustez, autoconfianza en el largo plazo ...pero también como parte de la obvia racionalidad de los incentivos inmediato para aquellos ejecutivos a cargo del negocio.

incluía un cambio significativo de proporciones (de un promedio del 20% a otro del 30% al principio del boom de crédito) a favor de la inversión, el cual, en términos reales significó que el volumen de crédito registrado para las actividades productivas creció a tasas sin precedentes recientes. Como consecuencia, la inversión tuvo una inusual tasa de crecimiento inmediatamente luego de las reformas.

En tanto que, de todas maneras, una gran parte de la expansión de crédito fue orientada hacia el consumo, el efecto fue que la expansión de la demanda se concentró básicamente en estratos con altas propensiones marginales a la importación, con el resultado de un impacto debilitante sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos y sobre los patrones de crecimiento del PIB. El período muestra una empujada tendencia en el consumo agregado de los hogares en términos reales, en comparación con una sostenida reducción del consumo de las administraciones públicas y una recuperación de la inversión que, sin embargo, quedaba aún muy atrás del nivel de los años setenta y principios de los ochenta.

**Gráfico No. 9**

**Crédito para consumo domina al crédito para inversión**

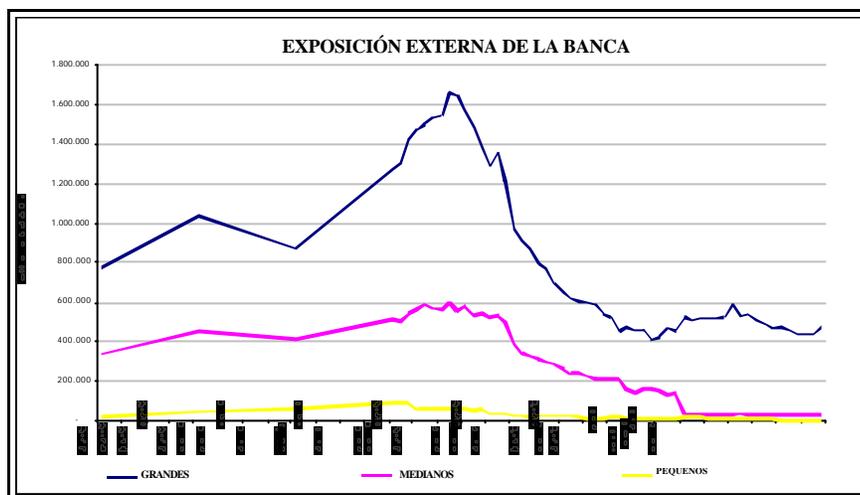


**FUENTE:** Banco Central del Ecuador.

Algunas características problemáticas empezaron a definir el tipo de expansión. Entre ellas, fue muy importante la dependencia del financiamiento sobre las líneas de crédito externas (de corto plazo aunque revolventes) con el consecuente agudo incremento de la deuda externa privada, especialmente entre los bancos más grandes en el sistema (Gráfico 10). Debido al cumplimiento de las normas prudenciales mínimas, esta exposición al riesgo impuso serias presiones sobre la denominación y la madurez de las operaciones domésticas de los bancos, como uno de los principales de la así llamada “espontánea” dolarización de la economía. Incluso si hubo una importante tendencia espontánea de sustitución de activos, no puede ser negado el rol de la actitud de las instituciones financieras empujando la colocación de préstamos denominados en dólares<sup>46</sup>. Este proceso parece ser decisivo en el hecho de que las firmas del sector no transable adquirieron altísimos niveles de deudas en dólares, lo cual define una serie de problemas relacionados (riesgo moral, provisión del riesgo de tipo de cambio a través del establecimiento de altos márgenes sobre ventas, efectos de hoja de balance, etc.), con fuertes implicaciones en el desempeño macroeconómico ulterior.

**Gráfico No. 10**

**Exposición internacional diferenciada de los bancos ecuatorianos**



FUENTE: Banco Central del Ecuador.

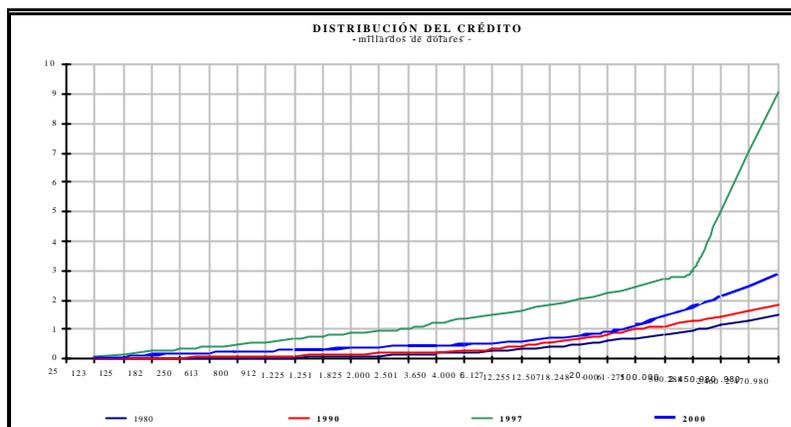
<sup>46</sup> Ver Schneider y Tornell (2000); Tornell, Freire y Páez (2001) por un modelo teórico con estas características.

También, el nuevo esquema financiero facilitó la extensión de la concentración y la vinculación de créditos y se proyectó a sí mismo dentro de una tendencia de deterioro de la calidad de los activos. Aunque es difícil conseguir datos con respecto al nivel de la concentración de créditos entre los accionistas de los bancos, hay muchísima información de prensa sobre la situación de los bancos que más tarde terminaron quebrados<sup>47</sup>. El gráfico 11 presenta la distribución del crédito por monto y es claro que inclusive si el boom de crédito ha provisto de crédito a agentes que tradicionalmente no fueron servidos por las instituciones formales, el perfil de concentración permanece.

De manera similar, la expansión de los nuevos instrumentos financieros permitió a los bancos empezar a cambiar, aunque paulatinamente, la estructura de plazos de los préstamos reduciendo de alguna manera la proporción de aquellos comprometidos en el muy corto plazo. A pesar de algunos signos en esta dirección al principio del boom de crédito, la multiplicación de préstamos después de 1995 fue dada en un contexto predominantemente de corto plazo, orientado a empresas grandes y al crédito relacionado con el consumo. Cabe, no obstante, relativizar esta consideración, tomando en cuenta la práctica de “evergreening” cada vez más importante en el periodo.

### Gráfico No. 11

#### Concentración del crédito



FUENTE: Banco Central del Ecuador.

<sup>47</sup>

Vea adicionalmente, Lafuente (2001), Mesías (2002).

Estas tendencias, entre otras, caracterizaron el nuevo tipo de comportamiento que los bancos adoptaron después de la liberalización. Motor de su crecimiento, estas también acarrearón la semilla de sus propios profundos problemas. Veremos el despliegue de la dinámica endógena implicada en esas tendencias a través de las siguientes fases del ciclo de crédito.

### **3.2 Fin de la burbuja de 1995 y evidencia de la fragilidad financiera (1995-6)**

La nueva fase aparece en el análisis económico del momento como si empezara con los signos visibles de la turbulencia política que incluyó un conflicto armado con el Perú a principios de 1995 y un posterior período de tensiones internas que terminó con el cambio del Vicepresidente de la República hacia el tercer trimestre del mismo año. Sin embargo, ya a finales de 1994 fue evidente la declinación del ritmo de crecimiento tanto para la actividad real como para la expansión de crédito (Gráfico 5) y la aparición de algunos problemas de apreciación real que condujeron a la adopción de un sistema de bandas cambiarias. Las fugas de capitales (ver Gráfico 13) pusieron en peligro, desde el principio, el estreno del nuevo sistema de bandas cambiarias, y en un esfuerzo para defenderlos, 1995 fue un año de altas y volátiles tasas de interés con el consecuente impacto en el balance de los prestatarios. Estos efectos tuvieron sus respectivas presiones para incrementar las renovaciones dentro de los portafolios de los bancos en una dinámica no enteramente bajo el control de los bancos y con una contraparte en buena parte exógena de la evolución de las tasas de interés activas.

Inicialmente diseñado para controlar las expectativas y para facilitar la convergencia en torno a ciertas metas macroeconómicas claves, el sistema de banda fue repetidamente ajustado para compensar la permanente apreciación como lo muestra el Gráfico 12<sup>48</sup>.

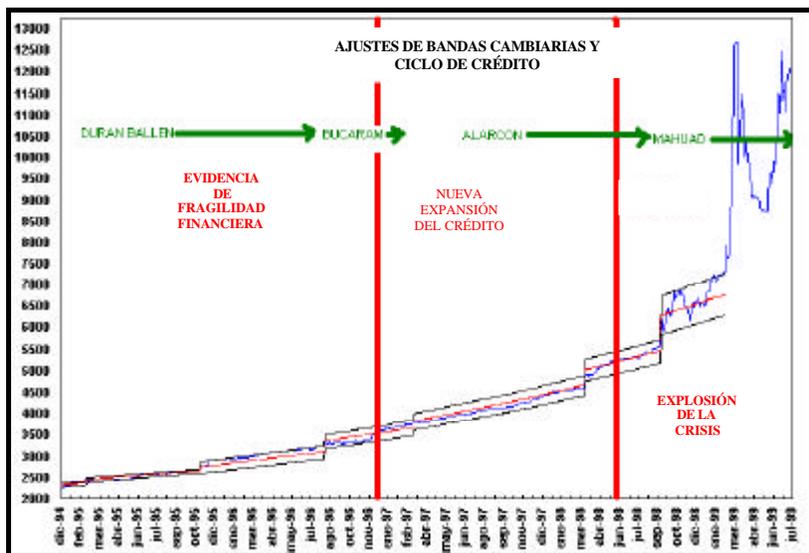
Esta política incrementó la incertidumbre en el sector financiero y los comportamientos defensivos entre las firmas del sector corporativo, empujando más y más recursos hacia actividades especulativas que, en los casos más relevantes, involucraron activos denominados en dólares y, cada vez más frecuentemente, operaciones off shore. Otras opciones alimentaron la ya mencionada burbuja de bienes raíces en marcha.

---

<sup>48</sup> Por un análisis más completo de los efectos contraproducentes de unas bandas frecuentemente modificadas como un mecanismo de estabilización, ver De la Torre (2001).

Gráfico No. 12

## Ajustes en el sistema de bandas de flotación cambiaria



FUENTE: Banco Central del Ecuador.

Estas condiciones macroeconómicas dispararon la aparición de una serie de síntomas sobre lo que estaba pasando en el sistema financiero. Alrededor de veinte instituciones financieras demandaron ayuda por liquidez al Banco Central durante este período. Sin embargo, fue la crisis del Banco Continental, el cuarto más grande del país y muy notorio por su influencia política, la señal de alarma respecto de que tan lejos podría la desregulación haber ido<sup>49</sup>: las intervenciones del Banco Central en este banco evidenciaron problemas con la supervisión, la práctica generalizada de créditos vinculados, concentrados y dudosos, la circunvención de muchas reglas de regulación y supervisión a través de las operaciones off shore, incluyendo prácticas de piramidación, que hicieron el problema de concentración incluso mayor. Además, desde la perspectiva del marco regulatorio, se hizo evidente la falta de reglas apropiadas de salida de las instituciones financieras en problemas, en contraste

<sup>49</sup> Otro banco importante cayó durante este período, Banco de los Andes, pero es difícil discriminar estrictamente la responsabilidad de las malas prácticas financieras de los efectos de una corrida bancaria provocada por acusaciones de lavado de dinero. Este banco fue comprado por el ya poderoso Filanbanco. En cualquier caso, fue claro que las prácticas riesgosas del Banco Continental, su concentración de crédito y su vulnerabilidad financiera no fueron una excepción. El gerente general del banco Central de ese tiempo escribió más tarde que las limitaciones del marco legal y regulatorio luego de la reforma fueron evidentes por ese entonces, ver De la Torre (1997).

agudo con la facilidad de su constitución con las reformas legales; por ello, la señal enviada por la autoridad regulatoria, sin quererlo, incrementó los incentivos para el riesgo moral<sup>50</sup>.

Sin embargo y a pesar de la incertidumbre acerca de la condición legal de las autoridades supervisoras después de este período<sup>51</sup>, el episodio aparecía como una consolidación del sistema: 10 instituciones financieras (muchas de ellas distintas de los bancos tradicionales) fueron liquidadas o absorbidas y algunas reformas legales fueron introducidas para controlar parte de las evidentes malas prácticas que el nuevo marco institucional permitía.

Otros aspectos que caracterizaron el período están relacionados a problemas de fragilidad fiscal y a un incremento importante en la deuda interna y externa relacionado con él. Éstos son factores de alguna manera exógenos al proceso que estamos analizando aquí, pero con fuertes implicaciones al momento en el cual la crisis explotó.

Además, el desempeño macroeconómico continuó convocando tensiones en términos de un sector externo vulnerable y de la creciente dolarización de la economía. Como el gráfico 13 lo muestra aproximadamente bajo el rubro “otros capitales”, el efecto de la fuga de capitales durante estos años tuvo un fuerte impacto en el sector externo. Tanto durante 1995-1996 como entre 1998 y 1999, la fuga de capitales fue tan masiva en porción al tamaño de la economía ecuatoriana, que el impacto debe ser finalmente encontrado en el costo que la crisis financiera tuvo para los contribuyentes del fisco<sup>52</sup>. De hecho, las pérdidas de este primer periodo fueron pospuestas a través de “contabilidad creativa” en varias instituciones financieras.

De todos modos, aquellos signos iniciales de alarma demostraron muy tempranamente que la liberalización había desencadenado una serie de contradicciones y prácticas peligrosas y que el marco regulatorio era insuficiente. Las tímidas reformas legales que siguieron a este episodio no fueron las más apropiadas, y en algunos casos, reforzaron la estructura de incentivos perversos y de vacíos legales. Intereses políticos empujaron la coyuntura y un nuevo boom de crédito emergió, postergando la confrontación con la verdadera situación del sistema bancario. Algunos importantes banqueros y políticos compraron tiempo a expensas de un mayor costo en bienestar social que solo se transparentaría demasiado tarde.

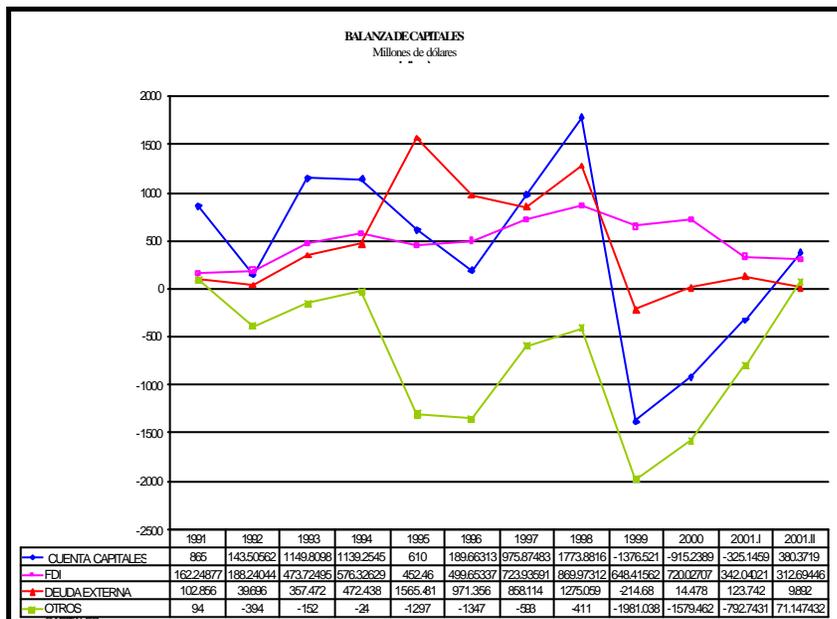
<sup>50</sup> A pesar de que no había garantía de depósito explícita, una vez que este banco estuvo en problemas, el Banco Central le dio los recursos necesarios por hasta 180 días (de acuerdo con la LRM de 1992 en sus artículos 24, 25 y 26 e innumerado) y cuando este término se cumplió y el banco no pudo repagar el préstamo, el Banco Central, conforme el artículo 147 de la misma ley, concedió un préstamo subordinado y luego devino en el único accionista del banco.

<sup>51</sup> Para ese tiempo, los propietarios del banco intervenido iniciaron la acción legal contra las autoridades del Banco Central y de la Superintendencia de Bancos, en una señal que erosionó el poder efectivo del sistema para controlar y supervisar.

<sup>52</sup> Ver, para un tratamiento del tema, Arteta (2000).

Gráfico No. 13

## Flujos de capitales



FUENTE: Banco Central del Ecuador.

### 3.3 Nueva expansión del crédito y vulnerabilidad (1997-8)

Esta fase está caracterizada por la creciente desaceleración de crecimiento y por problemas fiscales, como producto de algunos de los ya mencionados factores, pero también, especialmente hacia el fin del período establecido, debido a muy fuertes choques exógenos. El desempeño macroeconómico estuvo marcado por nuevos saltos en la inflación debido a los ajustes en algunos precios controlados (en algunos casos, por motivaciones meramente fiscales) e importantes incrementos en los márgenes de venta de ciertos precios claves<sup>53</sup>. En el contexto de una meta del tipo de cambio real, estas perturbaciones definieron frecuentes cambios en la pendiente y en el ancho del sistema de bandas (ver gráfico 12) y generaron expectativas cambiarias volátiles entre el público.

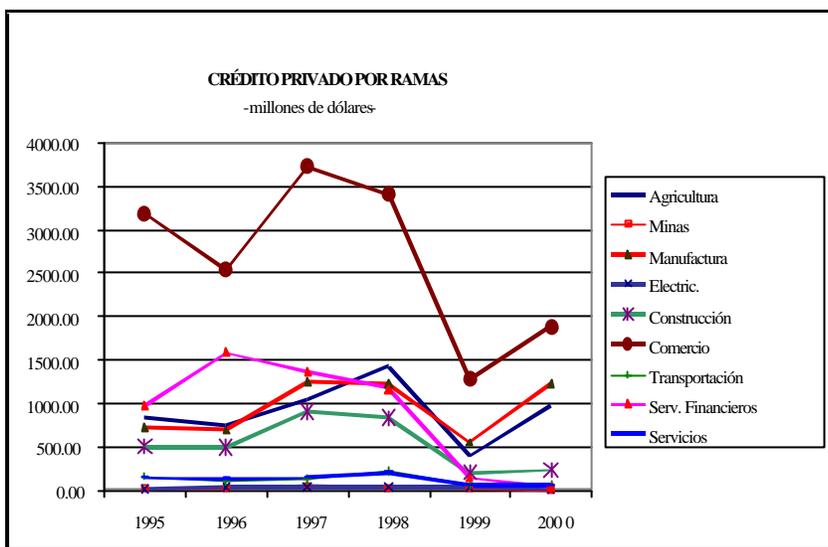
<sup>53</sup> Para un análisis detallado de la formación de los precios durante este período y el comportamiento del mark-up, ver Páez (2000c y 2001).

Este escenario generó una dinámica en el sector privado con varios elementos negativos. En el sector de bienes transables, teóricamente el más favorecido por las devaluaciones, el dilema entre inversión productiva vs. fuga de capitales de especulación tendía a ser definido hacia la segunda opción debido a las expectativas negativas. Entre las empresas del sector no transable, en cambio, los efectos de hojas de balances y los más altos márgenes de venta para provisiones que compensen los costos reales y financieros en dólares fueron la norma. Estas tendencias contribuyeron a marcar más agudamente la vulnerabilidad del sector externo y a reforzar presiones inflacionarias, con el doble efecto sobre la tasa de cambio que nuevamente alimentaba el círculo.

Es en este ambiente que la nueva expansión de crédito ocurrió, esta vez marcada por un signo de clara fragilidad. Como hemos visto más arriba, la mayoría de la expansión se basaba en el consumo y en los bienes raíces y el gráfico 14 muestra que una importante parte de la nueva expansión orientada a actividades productivas, canalizó crédito mayormente en dólares hacia sectores no transables como el comercio, servicios y los principales servicios públicos (desafortunadamente, no hay datos más desagregados para constatarlo).

Gráfico No. 14

**Créditos por sector de actividad productiva**



FUENTE: Banco Central del Ecuador.

Durante este período, sin embargo, oficialmente no hubieron síntomas visibles de serios problemas financieros<sup>54</sup>. 1997 fue un año de relativa liquidez. Métodos de contabilidad escondieron casos muy extendidos “evergreening” y de descapitalización de los bancos. Se estima que alrededor de la mitad de los nuevos préstamos registrados fueron renovaciones y que eso puede ser la clave de explicación para el hecho de que el porcentaje reportado de créditos incobrables se mantenga dentro de los “usuales”, aunque relativamente altos, niveles<sup>55</sup>. El crecimiento del portafolio estuvo crecientemente afectado por la inercia de los procedimientos “evergreening” sin una respuesta paralela en la tasa de interés activa, en una situación que drenaba esta fuente de liquidez de este lado del balance. La tasa de crecimiento de los activos productivos registró 15 puntos por sobre la tasa de crecimiento de los depósitos y la tasa de interés activa promedio y la tasa de recuperación de cartera declinaron constantemente.

Algunas de las situaciones internas de los bancos más débiles condujeron a través de una competencia de mercado a un desempeño incluso más riesgoso del sistema en su conjunto, reduciendo las tasas de interés de préstamo e incrementando las tasas de depósitos y con todo tipo de ofertas para atraer a los depositantes en un costoso despliegue de una guerra de señales<sup>56</sup>. En esta forma, problemas de liquidez fueron postergados en el otro lado del balance también, con nuevos depósitos. Esta práctica fue adecuada en el corto plazo mientras la tasa de crecimiento de nuevos depósitos podría sobrepasar el costo de los viejos, pero cuando la tasa de interés en depósitos resultó mayor, como en las zonas oscuras del gráfico 15<sup>57</sup>, la gerencia tenía que buscar otras alternativas para retardar el colapso. Sin embargo la caja de herramientas disponible empezaba a volverse insuficiente....

---

<sup>54</sup> Entre otros indicadores vale la pena mencionar que para diciembre de 1997, todas las instituciones financieras cumplieron (algunas de ellas incluso en exceso) con los requerimientos de patrimonio técnico y muchos de los cocientes de cartera vencida se redujeron, especialmente en las operaciones denominadas en dólares. Sin embargo, inclusive con aquellas cifras dudosas fue posible detectar individualmente significativa evidencia de problemas, especialmente en el caso de algunas entidades grandes que cayeron más tarde, en términos de algunos índices de vulnerabilidad estadísticamente diferentes del promedio. Ver en Uquillas y Rojas (1998) y Mesías (2002), algunos ejercicios al respecto durante diversos períodos. Era claro que existía un mayor apalancamiento entre los bancos que luego entrarían en problemas, sin embargo, en las cifras reportadas, los índices de rentabilidad y liquidez difícilmente transparentaban diferencias significativas.

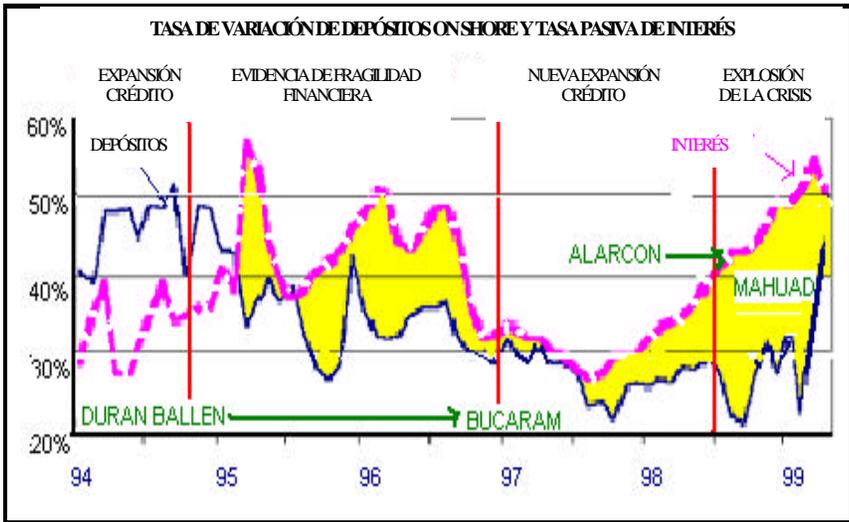
<sup>55</sup> Conforme Uquillas y Rojas (1998).

<sup>56</sup> El margen en operaciones denominadas en dólares fue mayor la mayoría del tiempo, como una provisión que compense el riesgo de tipo de cambio. Contratos forward fueron también usados para el mismo propósito.

<sup>57</sup> En efecto, el gráfico es solo una aproximación por que sería necesario computar también las respectivas comisiones con el signo apropiado para tener una relación más precisa. La diferencia entre la tasa de crecimiento de los depósitos y la respectiva tasa de interés cayó del 16% en 1996 al 7.6% en 1997 en un ambiente de constante reducción del ritmo de crecimiento de los depósitos. Ver Uquillas y Rojas (1998).

Gráfico No. 15

Comparación entre el crecimiento de depósitos y sus costos



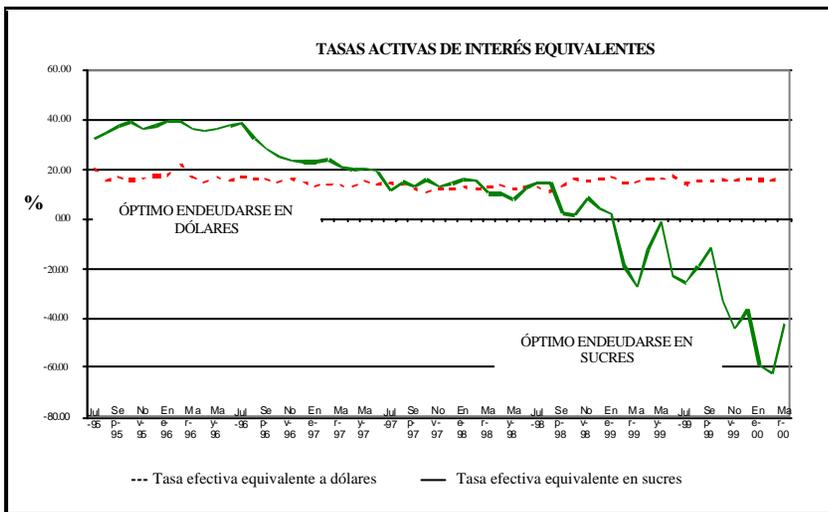
FUENTE: Banco Central del Ecuador.

Aunque hubieron períodos previos de transferencias netas de recursos a los depositantes, la tendencia inaugurada en esta fase se mantuvo ampliando la brecha hasta que la crisis explotó.

Otra estrategia para retardar los problemas de liquidez también descansaba sobre el lado de los pasivos de los balances de los bancos: a través de mayor dependencia en líneas de crédito de corto plazo externas (ver gráfico 10). La creciente exposición en dólares de los balances de los bancos los forzó a empujar fuertemente, al mismo tiempo, deudas denominadas en dólares entre los prestatarios en circunstancias en las cuales no sería la opción óptima para un prestatario racional, como puede ser visto en el gráfico 16.

Gráfico No. 16

## Comparando tasas de interés de préstamos en sucres y en dólares



FUENTE: Banco Central del Ecuador.

Para demostrar este punto, tomaremos como referente el comportamiento racional teórico de un inversionista que supuestamente tiene previsión perfecta y compararemos las tasas efectivas en dólares y en sucres transformadas en su equivalente en dólares con esta formulas como aproximación:

La tasa real de retorno en sucres o el equivalente efectivo en dólares (en el gráfico 16 la línea continua) es estimada como:

$$r = \frac{1+i}{1+p^e} - 1$$

La tasa real de retorno en dólares o efectiva en dólares (en el gráfico 16, la línea punteada) es estimada como:

$$r^* = \frac{(1+i^*)(1+d^e)}{1+p^e} - 1$$

donde:

- i** es la tasa nominal de préstamo en sucres, a 90 días,
- i\*** es la tasa nominal de préstamo en dólares, a 90 días,
- d<sup>e</sup>** es la expectativa de devaluaciones nominales el próximo trimestre, y
- p<sup>e</sup>** es la expectativa de inflación del próximo trimestre.

Paradójicamente, y contrario al supuesto generalizado de que fue un proceso enteramente de libre mercado, las tasas de crecimiento de los préstamos en dólares crecieron durante 1997 y 1998 cuando al menos era dudosa la ventaja de hacerlo<sup>58</sup>. Más aún, a ese momento fue de dominio público (al menos para los agentes mejores informados) que habían problemas fiscales y de balanza de pagos (dejando momentáneamente a un lado aquellos del sistema financiero en sí) imponiendo presiones sobre el tipo de cambio y era plausible esperar un incremento en la tasa de devaluación (ver gráfico 12) debido a los frecuentes ajustes en el esquema de bandas, así que era lo mejor en el propio interés de cada agente el retirarse de cualquier pasivo denominado en dólares.

Por el contrario, es razonable considerar que el comportamiento histórico registrado es el efecto de las presiones de los bancos sobre sus clientes para lograr préstamos en dólares que calcen con la estructura de sus pasivos (ver gráfico 10)<sup>59</sup>. El gráfico 17 demuestra que ese mini-boom estuvo fuertemente basado en prácticas extremadamente riesgosas de los bancos para defender sus ya problemáticas situaciones, transfiriendo la carga del descalce de monedas a los prestatarios e incrementando fuertemente la exposición global de la economía. Es evidente que la pendiente más empinada de la evolución de los préstamos denominados en dólares ocurrió precisamente cuando era una violación de la micro-racionalidad de los prestatarios.

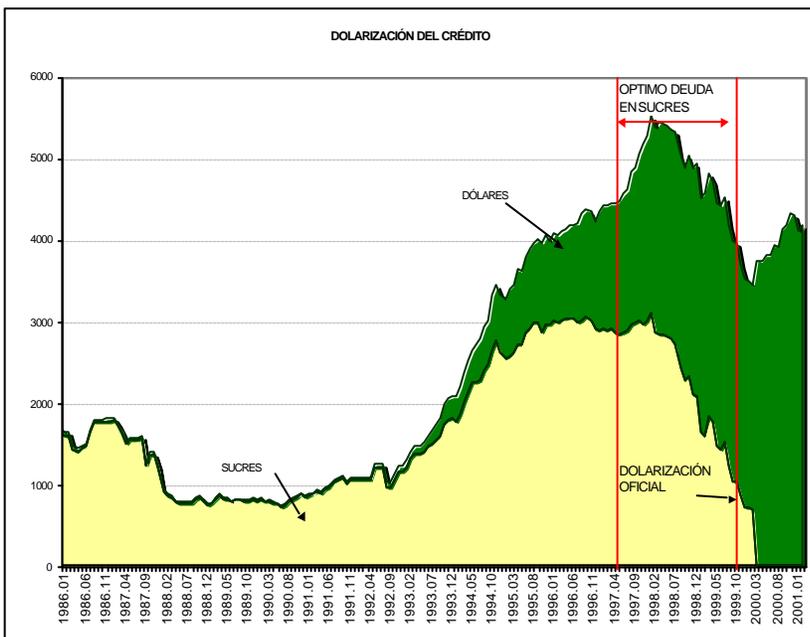
---

<sup>58</sup> Un ejercicio similar puede ser hecho con respecto a las tasas de depósitos con los resultados opuestos: era más favorable tener depósitos en dólares justo hasta antes de 1997 y sin embargo, las cifras muestran un importante incremento en depósitos en dólares antes de ese año.

<sup>59</sup> En relación a un argumento adelantado más arriba, por ejemplo, si la tasa de transmisión devaluación-inflación (pass-through rate) en ese momento hubiese sido mayor, la inflación podría haber compensado mayores proporciones de esos efectos de hoja de balance, aliviando las presiones en los bancos.

Gráfico No. 17

## Préstamos denominados en dólares y en sucres



FUENTE: Banco Central del Ecuador.

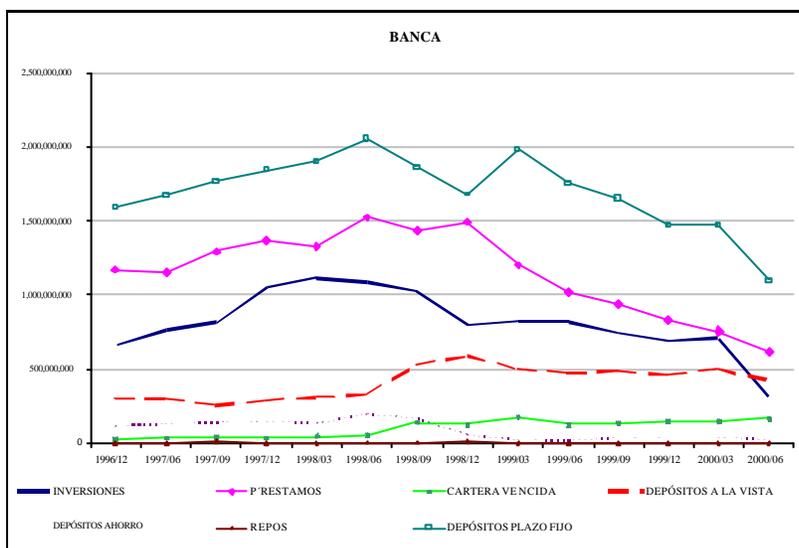
La exacerbación de las vulnerabilidades de tal manera solo puede ser racionalizada en términos de las posibilidades de estrategias de riesgo moral que el marco regulatorio tácita o explícitamente ofrecía. Aunque no sería correcto argumentar que todos los agentes involucrados incurrieron en un comportamiento de riesgo moral, es claro que al menos la mayoría de los más poderosos y cruciales lo hicieron, en tanto prestamistas y en tanto prestatarios, y en algunos casos muy conspicuos, como ambos, dada la gran proporción de préstamos vinculados.

Para esconder sus problemas internos, algunas instituciones financieras hicieron durante este período un uso mucho más intenso de sus agencias off shore con varios propósitos: para eludir la legislación de supervisión y tributaria o para extender “su contabilidad creativa” con prácticas de piramidación y otras. Como un síntoma de una mayor actividad y una creciente incertidumbre de los mercados, los depósitos

off shore crecieron rápidamente durante este período alrededor de mil millones de dólares, como lo muestra el gráfico 18<sup>60</sup>.

**Gráfico No. 18**

**Principales cuentas de la banca off shore**



FUENTE: Banco Central del Ecuador.

Adicionalmente, este período coincidió con el uso más intenso de la figura legal de las fiducias y en algunos casos muy importantes debido a las sumas involucradas, en combinación con actividades off shore.

No es sorpresa que este período también estuvo caracterizado por un agudo incremento en la deuda externa pública y privada en un intento para diferir lo inevitable. Los bancos incrementaron rápidamente su exposición a la deuda fiscal como un medio “casi seguro” de colocar recursos, más aún cuando las autoridades permitieron el uso de bonos del tesoro de corto plazo como parte del encaje legal. El gráfico 19 muestra que el ratio entre los bonos del tesoro y el total de las inversiones de los bancos llegaron a su pico cuando la crisis ya había explotado. La percepción

<sup>60</sup> Después de la crisis, el porcentaje de créditos irrecuperables de las ramas off shore de los bancos cerrados creció hasta un 90% y una gran proporción de los préstamos se perdieron debido a la falta de adecuados colaterales e inclusive de prestatarios fantasmas.

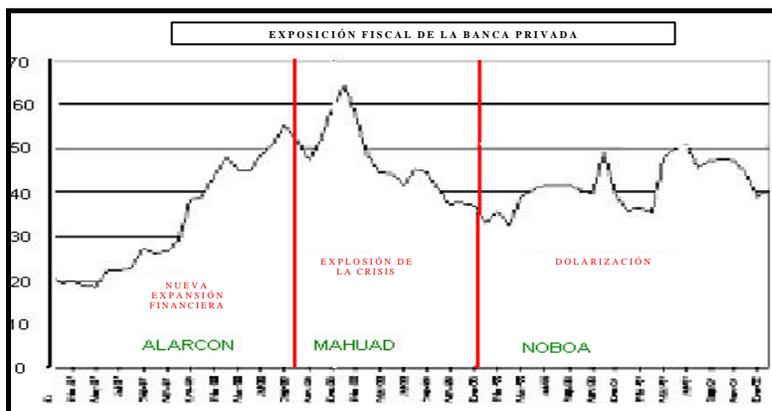
de riesgo relacionada a la situación fiscal ejerció una presión significativa sobre las tasas de interés. Para muchos de los grandes bancos en problemas esto resultó en una exposición muy peligrosa. Una vez que la crisis se había desplegado y el salvataje había agobiado a las arcas fiscales, el gobierno declaró el incumplimiento y la reprogramación de las deudas internas y externas, agudizando aún más los problemas de solvencia de los bancos.

### 3.4 Explosión de la crisis (fin de 1998 y 1999)

Un analista ha dicho que la crisis en Ecuador fue una combinación de “malas políticas, mala práctica y mala pata”<sup>61</sup>. Sin embargo esto puede ser tomado como un argumento en favor de una explicación exógena de la crisis. Con tal acumulación de factores conflictivos endógenos, sin embargo, parece difícil no estar de acuerdo que la crisis hubiese explotado más tarde o más temprano.

Gráfico No. 19

#### Bonos fiscales en poder de los bancos privados



FUENTE: Banco Central del Ecuador.

Una serie de choques exógenos muy agudos (El Niño, las crisis financieras asiática brasileña y rusa, una declinación muy aguda de los precios del petróleo, etc.) actuaron como un catalítico tanto a un nivel macro como a un nivel micro.

<sup>61</sup> Pitarque (2000).

A un nivel macro, el impacto de todos estos choques sobre un sector externo desde ya vulnerable, incrementó la incertidumbre en la trayectoria anunciada del tipo de cambio, debilitando a la moneda doméstica con los consecuentes efectos de joja de balance tanto sobre bancos como sobre prestatarios.

A un nivel micro, estos choques afectaron directamente el portafolio de los bancos en diversas vías:

- los préstamos a las plantaciones afectadas cayeron en incumplimiento;
- el efecto de contagio sobre sus abastecedores externos de fondos que se retiraron de otros mercados como el ecuatoriano para resolver problemas de liquidez;
- los bonos fiscales bajo riesgo de incumplimiento debido a la excesiva dependencia fiscal sobre las recaudaciones petroleras; etc.

Veremos la magnitud de estos choques exógenos y la manera a través de la cual actuaron sobre los mecanismos endógenos mencionados ya funcionando.

En 1998, aunque el PIB creció en alrededor del 2.4% (mayormente debido a las actividades de propiedad estatal), el ingreso fiscal relacionado con el petróleo cayó en alrededor del 5% del PIB en 1996 y en 1997 a 1.3% en 1998, en consecuencia el déficit fiscal alcanzó 5.6% del PIB y el déficit de cuenta corriente fue más allá del 11% del PIB<sup>62</sup>. Para mediados del año, Ecuador experimentó un agudo incremento de la deuda externa de corto plazo (una gran proporción de la cual fue a los bancos, especialmente aquellos en problemas, ver gráfico 11), justo antes de un súbito retiro de recursos. Bancos internacionales detonaron el problema cuando negaron la renovación de los fondos revolventes para el comercio internacional que constituía una de los más dinámicas líneas del negocio bancario de la post reforma. El efecto sobre balanza de pagos derivado de este fenómeno por sí solo disparó una cadena de eventos que acabó el esquema de estabilización basado en el tipo de cambio que se inauguró en 1992-93.

Las expectativas entre los agentes más informados que tenían posiciones dominantes en el mercado cambiario aceleraron la devaluación y el Banco Central ajustó su política monetaria y deterioró las reservas internacionales en un intento por lograr un aterrizaje controlado. Sin embargo, la creciente dolarización había deteriorado para entonces la eficacia de los tradicionales instrumentos de política económica. Tanto las crecientes tasas de interés como la reducción de las reservas internacionales empujaron hacia un escenario de falta de confianza en la

---

<sup>62</sup> Parte de este déficit estuvo relacionado a las tácticas especulativas de los importadores que acumularon inventarios con las expectativas de mayores devaluaciones. Algunas de esas expectativas fueron cumplidas entre marzo y septiembre de 1998.

sustentabilidad del programa de estabilización y promovieron un clima especulativo que alimentó la recesión y la inflación.

El reventar de la burbuja de bienes raíces provocado por el incremento de la incertidumbre, convergió con un extendido efecto de hoja de balance intrínseco en un boom de crédito denominado en dólares pesando sobre prestatarios cuyos ingresos se basaban en moneda doméstica. Grandes bancos, cuyos retornos sobre activos habían crecido varios años por debajo de la inflación y tenían insuficiente crecimiento de su patrimonio técnico durante ya un buen rato, no podían posponer la catástrofe mucho más. Las últimas medidas desesperadas, como grandes presupuestos para marketing y una competencia insostenible en tasas de interés a expensas del margen de tasas, podrían proveer de liquidez inmediata solo durante un corto tiempo<sup>63</sup>.

Entonces los problemas postergados de solvencia se volvieron evidentes en la forma de un problema generalizado de liquidez en tanto los portafolios de crédito dudosos de algunos bancos crecieron más que los depósitos, en una importante proporción debido a los procedimientos de “evergreening” de préstamos vinculados incobrables. Aunque fue necesario un proceso de auditorías internacionales a principios de 1999 para dar una idea más real de la situación, inclusive las más hábiles prácticas de “contabilidad creativas” empezaron a transparentar ya algunos de los serios problemas para mediados de 1998, como lo muestra el gráfico 20<sup>64</sup>.

La crisis sistémica de liquidez empezó alrededor de agosto de 1998 y hasta el siguiente diciembre, el Banco Central dio los apoyos de liquidez que los bancos demandaban a través de los artículos 24, 25, 26 e innumerado de la Ley de Régimen Monetario, y aplicando la ley algunas de las instituciones tuvieron que caer.

---

<sup>63</sup> No obstante, hubieron maniobras muy exitosas. Por ejemplo, las reformas legales de ese entonces, particularmente la Ley de Mercado de Valores de 1998, permitía a los bancos formar fiducias dentro de su estructura y emitir títulos de parte de su portafolio ligado a los préstamos en problemas, sujetos a provisiones obligatorias y normas de patrimonio técnico, para transformar esos préstamos problemáticos en nuevos activos ( bajo el rubro “inversiones”).

<sup>64</sup> En cualquier caso, solo las auditorías internacionales en marzo de 1999 sincerarían estas cifras bancarias. Las auditorías mostraron que, de 35 bancos, los reales índices de liquidez fueron menores en 26 casos, y en 34 casos los índices de patrimonio técnico fueron corregidos hacia abajo. La mayoría de las correcciones fueron hechas en torno a la calificación de los portafolios y, en general con respecto a sus ramas off shore. En lugar de un 80% de la cartera reportado como categoría A, riesgo normal, las auditorías encontraron que solo el 50% podían ser clasificadas allí, por supuesto con serias diferencias a nivel de bancos individuales. El artículo 79 de la LGISF de 1994 prescribía persecución penal para las distorsiones en las cifras contables remitidas a la Superintendencia de Bancos. Para más detalles ver Mesías (2002).

Gráfico No. 20

Portafolio de los bancos y expansión de la crisis



FUENTE: Banco Central del Ecuador.

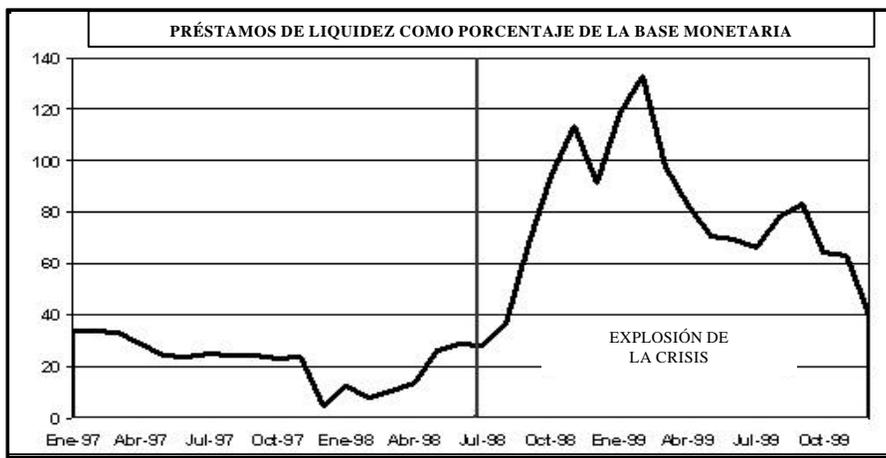
No obstante, cuando el banco más grande, Filanbanco, estuvo en peligro, la doctrina de “too big to fail” se impuso y la legislación resultó insuficiente. Hacia finales de 1998 la Agencia de Garantías de Depósito, AGD, fue creada bajo la consulta de las agencias multilaterales, aún cuando no bajo su concepción original, como una institución fiscal cuyo rol fue ofrecer total garantía de depósitos a todas las cuentas on shore y off shore del sistema incluyendo líneas de crédito comerciales<sup>65</sup>. La combinación de ambos mecanismos definieron una estructura

<sup>65</sup> “Una misión del Banco Mundial de septiembre de 1998, notando que las autoridades no tenían otra forma de intervenir en bancos con problemas que no sea el traumático proceso de liquidación, recomendaron que las autoridades instituyeran una garantía universal de depósitos y establecieran una agencia capaz de tomar y reestructurar los bancos en crisis”, en Beckerman (2002), p. 53, traducción mía. En diciembre 1ro. de 1998, el primer día de las operaciones de la AGD se intervino Filanbanco y se lo mantuvo abierto luego de una recapitalización con un bono especial de 10 años que pagaba 12% de interés, usando como colateral para las operaciones de liquidez en el Banco Central. Procedimientos similares fueron asumidos con otros bancos grandes (con la excepción del “serrano” Banco Popular), con una emisión del fisco de 1.6 miles de millones de dólares en bonos hacia fines de 1999, mientras bancos más pequeños fueron más bien liquidados y la AGD adquirió las responsabilidades con los depositantes. Esta respuesta heterogénea contribuyó a enviar señales confusas al público y propició que los banqueros afectados puedan reaccionar en contra de las autoridades.

confusa de señales e incentivos que debilitaron de por sí la raquítica disciplina de mercado de parte del público y promovieron comportamientos de riesgo moral entre el resto de los bancos. De otro lado, ambos mecanismos crearon una situación en la cual el Banco Central debió incrementar masivamente los agregados monetarios como lo muestra el gráfico 21<sup>66</sup>. Grandes proporciones de estas inyecciones monetarias fueron canalizadas hacia el mercado cambiario, acelerando la caída del sucre, la dolarización de la economía y la erosión de la política monetaria.

**Gráfico No. 21**

**Ayudas de liquidez del Banco Central del Ecuador**



**FUENTE:** Banco Central del Ecuador.

Después de diciembre de 1998, la cartera vencida denominada en dólares creció sostenidamente, especialmente aquella relacionada con las operaciones off shore. Esto contrastó con los préstamos denominados en sucres que, al licuarse con la inflación, fueron generalmente mejor pagados. Como sea, durante 1999 la práctica común entre los banqueros fue la de restringir los nuevos créditos denominados en sucres y empujar al cliente hacia créditos en dólares, buscando un calce de monedas en sus balances dinámicos pero descuidando que sus prestatarios estaban en un ambiente de expectativas cambiarias muy fuertemente negativas. En tanto la crisis se

<sup>66</sup> El Banco Central absorbió parte de esas operaciones de liquidez emitiendo bonos de estabilización monetaria que resultaron muy atractivos a ciertas fracción de bancos que los encontraban como una opción más segura y más rentable en una coyuntura tan turbulenta.

desplegaba y el sucre caía, los prestatarios sin ingresos denominados en dólares tuvieron una situación crecientemente difícil para repagar sus deudas.

En enero de 1999, el Congreso emitió un nuevo impuesto sobre las transacciones financieras y la consecuente aguda reducción de intermediación bancaria puso en problemas incluso a las instituciones más sólidas<sup>67</sup>. En febrero de 1999, luego de que el Congreso aprobó la Proforma Presupuestaria, el Banco Central abandonó todo intento de controlar la caída del sucre luego de perder importantes proporciones de sus reservas internacionales y se decidió por una flotación abierta con una casi inmediata macro devaluación que continuó intermitentemente<sup>68</sup>. En marzo de 1999, el gobierno decretó un feriado bancario seguido por un congelamiento de los depósitos<sup>69</sup>, que temporalmente revirtieron la inicial macro-depreciación luego del anuncio de la flotación y retardaron la inflación a costa de una aguda recesión. No obstante, todo ese esfuerzo no fue suficiente para salvar a la segunda institución financiera más grande, el “costeño” Banco del Progreso<sup>70</sup>, uno de los principales factores en este episodio.

---

<sup>67</sup> Siguiendo el ejemplo argentino y a pesar de recientes experiencias negativas en países vecinos, el Congreso, con la aprobación del Ejecutivo, impuso una contribución del 1% sobre las transacciones financieras junto con la suspensión del impuesto a la renta personal y corporativo en enero de 1999. Tres meses más tarde, con la perspectiva de un creciente déficit fiscal con la latente carga del salvataje financiero, el impuesto a la renta fue restaurado. En noviembre de ese año la tasa del impuesto a las transacciones financieras fue reducida al 0.8%. En paralelo el Congreso elevó el impuesto al valor agregado IVA del 10% al 12% (y no el 15% inicialmente propuesto por el gobierno) para hacer más defendible la situación fiscal ante las negociaciones con el Fondo Monetario Internacional. No obstante, su apoyo y el de otros multilaterales solo fue logrado luego de la dolarización oficial.

<sup>68</sup> Los efectos de hoja de balance a lo largo de la economía hicieron el desarrollo de la crisis fuertemente dependiente de la algunas veces descontrolada evolución del tipo de cambio. Más allá del sector público, la oferta de divisas en el Ecuador está dominada por muy pocos agentes privados principalmente pertenecientes a la interrelacionada red de intereses del sistema financiero y de los negocios de la agroexportación. Sin embargo, economistas con posiciones más ortodoxas todavía sostenían que los mercados cambiarios solo reflejaban los “fundamentales”, en particular, la situación fiscal, y que era suficiente un signo positivo de parte del Fondo Monetario Internacional, por ejemplo, para calmar las expectativas y para permitir las fuerzas de mercado que estabilicen al dólar.

<sup>69</sup> Algunos miembros del Directorio del Banco Central, incluyendo su Presidente, renunciaron en protesta. Depósitos a la vista y de ahorros fueron congelados por un año y los depósitos a plazo fijo fueron extendidos un año más de su plazo. La medida incluyó depósitos off shore pero fue aplicada muy desigualmente dado los problemas de supervisión; adicionalmente algunas autoridades de los países off shore se rehusaron a cumplir con esta disposición, por ejemplo en Panamá y Miami. Para julio de 1999, 1.9 de 2.9 miles millones de dólares fueron congelados off shore y 1.8 de 3.5 miles millones, on shore. Ver De la Torre (2000).

<sup>70</sup> Este banco había estado en problemas mucho antes de adoptar comportamientos estratégicos, operando con altas tasas de interés para depósitos y un altísimo presupuesto para publicidad y promociones. Ver Mesías (2002). Luego del feriado bancario, el Banco del Progreso cerró unilateralmente, el principal accionista pudo movilizar masivamente a las élites y a la opinión pública de Guayaquil para defender su banco de los “ataques regionalistas” de la autoridad supervisora.

Aunque para mayo de 1999 las reformas legales habían restaurado a la Superintendencia de Bancos algunas de sus capacidades de intervención dismanteladas por la LGISF de 1994, la debilidad institucional permanecía. Una economía política cruzada por una rivalidad regional, el canibalismo político y la debilidad institucional -exacerbada desde la crisis de la deuda de 1982 con la consecuente restricción fiscal y la reducción de legitimidad del estado- hizo inefectivas a las instituciones regulatorias y las dejó propensas a la captura regulatoria<sup>71</sup>.

Entre marzo y julio de ese año las auditorias internacionales hechas por las más prestigiosas firmas llegaron a la conclusión de que todos las remanentes instituciones estaban en problemas y definieron niveles diferenciales de "viabilidad". La Superintendencia de Bancos, basada en aquellos estudios, determinó que 19 de 32 bancos se mantuvieron robustos, cerró 6 y definió programas de reestructura para otros 4. Sin embargo 3 de esos 4 bancos considerados como "viabiles", cayeron muy poco después de las auditorias, pero fueron mantenidos abiertos bajo control del sector del estado. Para septiembre de 1999, alrededor del 70% de los activos de los bancos comerciales estuvieron bajo control del sector público.

Debido a la desintermediación que el congelamiento de los depósitos y el manejo de la crisis provocó, con la resultante severa recesión, y la presión del público, las autoridades empezaron a descongelar gradualmente y permitir la negociación con los papeles dados en cambio por los depósitos congelados (Certificados de Depósitos Reprogramados, CDR). Desafortunadamente el descongelamiento sin una restauración de la confianza condujo a corridas bancarias<sup>72</sup> con el soporte de liquidez del Banco Central, lo cual inmediatamente incrementó la presión sobre el mercado cambiario, mientras los CDR's que circulaban privadamente con un descuento sustancial, terminaron pagando la deuda a la par en el sistema público financiero, comprometiendo así el balance fiscal consolidado de corto y largo plazo.

---

<sup>71</sup> "Los bancos más afectados estuvieron basados en Guayaquil, pero sensibilidades regionales y la interferencia política previnieron a los supervisores bancarios de tomar oportunas y efectivas acciones", en Beckerman (2002), p. 55, traducción mía. En general, la mayoría de las provincias exportan ahorros financieros hacia las más grandes y más ricas; Guayas (con Guayaquil) y Pichincha (con Quito, la capital). Durante la crisis, y por mucho, la más grave concentración de créditos incobrables estuvo en la provincia de Guayas.

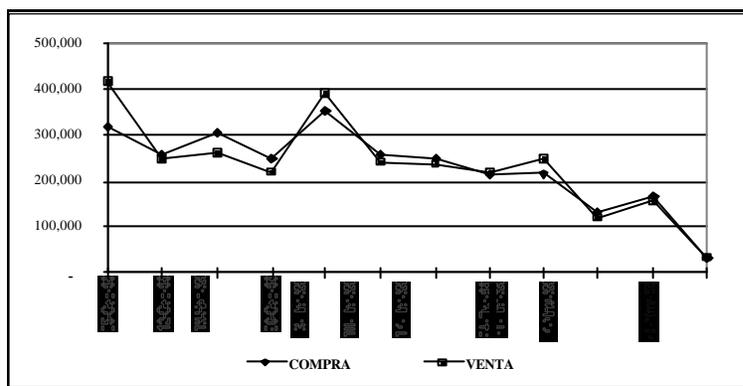
<sup>72</sup> Hasta diciembre de 1999, 465 millones de dólares en cuentas corrientes y de ahorro fueron descongeladas y de ellas alrededor del 30% fue retirado del sistema bancario. En noviembre de 1999, el Tribunal Constitucional resolvió que el congelamiento era inconstitucional, presionando a las autoridades para descongelar inmediatamente. Entre marzo y junio del año 2000 más de 2.2 miles de millones de dólares necesitaban ser descongelados y los temores de una corrida bancaria generalizada hicieron esta salida muy amenazante.

Mientras los bancos grandes empezaron a caer, se dio una breve tregua, incluyendo un acuerdo fiscal entre el gobierno y el Congreso y expectativas ilusorias de un apoyo del Fondo Monetario Internacional, incluso en lo que tenía que ver con la inevitable moratoria de la deuda<sup>73</sup> y a la doctrina de “burden sharing” que el Fondo en ese momento auspiciaba.

De septiembre de 1999 a enero del 2000, el Banco Central tomó medidas para reducir el ritmo del salvataje que había lanzado la oferta monetaria a un crecimiento anual del 136%, pero un violento ataque especulativo en contra del sucre estaba ya en marcha volviendo inútiles los mecanismos de defensa con un agudo incremento de las tasas de interés como la tradicional receta recomienda<sup>74</sup>. Flotación bajo tales condiciones y con un lado de la oferta del mercado cambiario muy concentrado condujo a una situación sin estabilizadores automáticos. El gráfico 22 muestra como mientras más larga era la devaluación más corta era la oferta de dólares debido a las expectativas de posteriores devaluaciones<sup>75</sup>. Al final, la devaluación nominal alcanzó casi el 500% en unos 18 meses, mientras que la inflación sobrepasó en algo el 90%.

Gráfico No. 22

Divisas transadas a través del sistema financiero hacia fines de 1999 (en miles)



FUENTE: Banco Central del Ecuador.

<sup>73</sup> Además del incumplimiento internacional de los bonos Brady, hacia fines de 1999, el gobierno unilateralmente reestructuró la deuda doméstica denominada en dólares cuyo plazo iba hasta diciembre del 2000 hacia un horizonte de 7 años con 2 años de gracia a la tasa LIBOR + 2%. Gran parte de esta deuda fue forzada dentro del sistema bancario a través de “persuasión moral” antes de que la crisis financiera explotase y otra parte fue aceptada de buena gana debido a las convenientes tasas de interés (ver gráfico 19).

<sup>74</sup> Fue un caso anunciado de “desagradable aritmética monetarista”. Ver Banco Central del Ecuador (1999).

<sup>75</sup> Un caso no tradicional de sobrefacturación de importaciones y subfacturación de exportaciones bajo condiciones de completa libertad de mercado. Puede ser relacionado también con un no tradicional caso de una curva de oferta de pendiente negativa en el mercado cambiario, ver Páez (2000b).

### 3.5 Dolarización oficial (desde enero del año 2000)

Días antes que sea obligado a dimitir, el Presidente Mahuad impuso la dolarización oficial del Ecuador y la sustitución monetaria tomo lugar en una forma muy ordenada, casi todo entre marzo y septiembre del año 2000<sup>76</sup>. La inflación que estaba alrededor del 50% en 1999 subió hasta el 91% en promedio en el año 2000 y ha continuado cayendo desde entonces a niveles de un solo dígito esperándose que a fines del año 2003 esté entre 6 y el 8%<sup>77</sup>. Ecuador ha emprendido el cambio durante estos primeros años bajo las auspiciosas ganancias inesperadas de las exportaciones petroleras, las masivas transferencias de emigrantes ecuatorianos en el exterior y el crédito y el apoyo de los organismos multilaterales.

Sin embargo, el reto es tremendo y debe ir más allá de las reformas estructurales desde ya prestas a ser aceleradas. Dejando aparte el petróleo y la construcción que definen la mayoría del muy importante crecimiento de estos años, la recuperación productiva del resto del sector privado todavía es lenta, y permanece una relativa estrangulación de crédito, con tasas de interés reales negativas por un período pero después de eso inusualmente altas tasas reales en dólares con serios inconvenientes productivos.

La recuperación bancaria ha sido penosa, en tanto las ganancias fáciles del pasado con manejos cambiarios y en el mercado monetario ya no existen, se necesita una vigorosa estrategia para compensar ingresos. Los bancos en propiedad del estado como producto del salvataje ha duplicado un altísimo costo fiscal y grandes esfuerzos son necesarios para evitar un incremento de su cartera vencida. Sin embargo, el sistema financiero, privado y en control de estado, muestra algunos signos muy importantes de recuperación y el marco regulatorio ha sido considerablemente mejorado y fortalecido. Falta ahora un nuevo diseño institucional que pueda hacer de la relación macro financiera una robusta y orientada hacia el crecimiento<sup>78</sup>.

---

<sup>76</sup> Varios miembros del Directorio del Banco Central, incluido su presidente renunciaron nuevamente en rechazo a la decisión presidencial en enero de 2000 ...paradójicamente la segunda vez desde que apareció la definición constitucional de junio de 1998 acerca de la autonomía del Banco Central del Ecuador y su estructura de directorio.

<sup>77</sup> Para una serie de análisis sobre el proceso inflacionario bajo dolarización, ver Páez (2000).

<sup>78</sup> El análisis de la dolarización oficial de la economía ecuatoriana y la evolución relacionada del sistema financiero está más allá del propósito de este artículo. Para estudios de los diferentes aspectos sobre esta experiencia ver Páez (2002, 2003a y 2003b) y las propuestas del Banco Central en torno a la Nueva Arquitectura Financiera.

#### 4. Algunas consideraciones teóricas

Enfocándonos principalmente en problemas macroeconómicos, en esta sección propondremos algunas exploraciones teóricas para capturar la parte endógena de este complejo proceso que solamente ha podido ser brevemente descrita arriba. Extraeremos algunos hechos estilizados ya mencionados en la secuencia histórica sobre todo en la sección de ciclo de crédito y luego trataremos de articular una línea explicativa lógica que ligue la crisis financiera y la dolarización oficial en el Ecuador a la combinación de políticas implementada a principios de los años 90.

La primera subsección explica la dinámica endógena que emerge de la combinación de las reformas en balanza de pagos y bancarias con un esquema de estabilización basado en el tipo de cambio que puede conducir hacia un modelo de crisis financiera de tercera generación<sup>79</sup>.

Luego, la siguiente subsección da una intuición gráfica de cómo, tras el permanente proceso de erosión de los instrumentos de política generados por la forma de implementación de las reformas estructurales, en el clímax de la crisis financiera la dinámica monetaria conduce a la destrucción (sin embargo, no inevitable) de la moneda nacional.

##### 4.1 Una combinación peligrosa de políticas

La expansión de crédito puede ser un factor importante para el desarrollo y es difícil de imaginar ahora una expansión sin la modernización que la globalización impone. No obstante, el crecimiento del crédito acarreado por la liberalización financiera implementada en el Ecuador tuvo sus costos que fueron agravados por la simultaneidad de otras reformas estructurales, particularmente dadas con problemas de una regulación muy débil. Las reformas estructurales operan dentro de diferentes matrices históricas a través de factores estructurales y por tanto, en este sentido el caso ecuatoriano podría ser único.

De todas maneras, es posible abstraer algunas especificidades y rastrear las complejas interacciones entre las diferentes reformas y la estabilización con ancla cambiaria, como sucedió en el Ecuador durante los años 90. Esta combinación, no exclusiva de nuestro caso, describe procesos endógenos que deberían ser explorados teóricamente. Para detectar la generación de posibles vulnerabilidades que tienen fuentes diversas, actuando todas ellas en conjunto, se requiere un análisis de los efectos de cada diferente factor, incluso si sus impactos fuesen redundantes. En

---

<sup>79</sup> Ver Agénor (2000) y Agénor y Montiel (1999).

efecto, desde esta exploración puede evaluarse que la crisis ecuatoriana fue sobredeterminada, porque podía haberse dado con muchos menos ingredientes.

Una crisis financiera del tipo de las de los modelos de tercera generación emerge de las consecuencias lógicas de este género específico de políticas. Rastreado el origen posible de aquellas sinergias negativas, una vez que el panorama completo es explorado, podemos detectar algunas insuficiencias regulatorias cruciales y proponer opciones para su reforma.

En el interés de la competitividad y la profundización financiera, las reformas estructurales emprendidas por la liberalización financiera generaron un impresionante cambio en el desempeño financiero de la economía pero presentaron algunos subproductos de serias consecuencias en el desempeño macroeconómico en general. Entre ellos dos de los más importantes son: más altas y más volátiles tasas de interés y crédito más riesgoso.

El fin de la así llamada represión financiera da lugar, por sí misma a un boom de crédito. El sistema bancario formal tiene ahora mejores herramientas para capturar más fondos prestables: retornos más atractivos, nuevos instrumentos e instituciones e inclusive posibilidades de elusión tributaria y regulatoria como en el caso de las operaciones off shore. Entre estos nuevos fondos hay algunos externos pero también debe contarse allí la repatriación de las fugas previas de capitales. Una vez que los recursos de los bancos empiezan a crecer más rápido, las instituciones financieras encaran el reto de un uso rentable y seguro, una combinación que podría ser sacrificada en favor de mayores utilidades si la supervisión es defectuosa, con serias consecuencias a futuro<sup>80</sup>.

Sin embargo, en el caso de Ecuador la simultaneidad de otras reformas estructurales hizo más complejo el problema de la fragilidad del sistema financiero. La combinación de la liberalización de la cuenta de capitales y la desregulación que permitía que los contratos de deuda y otras transacciones monetarias se den también en moneda extranjera adicionó un específico componente de riesgo a los mencionados problemas de altas y volátiles tasas de interés y proyectos dudosos.

Las condiciones estructurales en términos de la segmentación del mercado de crédito definen que la última situación pueda asumir formas de trascendencia macroeconómica y sectorial. Particularmente, un factor decisivo de riesgo sistémico que surge de estas nuevas condiciones es el alto nivel de deuda denominada en moneda extranjera tomada por el sector productor de bienes no transables.

---

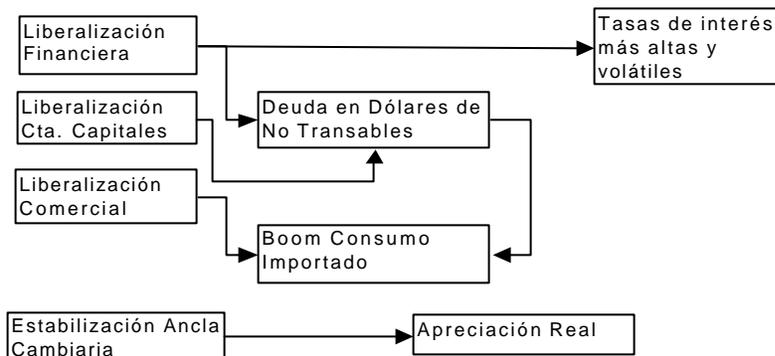
<sup>80</sup> Ver Goldstein y Turner (1996).

En tanto las perturbaciones del tipo de cambio pueden poner en peligro la posibilidad del servicio de la deuda, es necesario explorar cual es la racionalidad desde las perspectivas del prestamista y del prestatario que hace de este comportamiento una práctica extendida en casos como los del Ecuador. Usualmente, la respuesta es ligada con las expectativas de salvataje y por tanto, involucra problemas de riesgo moral<sup>81</sup>.

En adición, dependiendo de las condiciones de los flujos de capitales involucrados, la liberalización de la cuenta de capitales puede desarrollar otro factor de vulnerabilidad macroeconómica, debida, por ejemplo, a los capitales especulativos de corto plazo. El gráfico 23 ilustra la integración de estas interacciones.

**Gráfico No. 23**

**Efectos inmediatos y recurrentes de las reformas estructurales y la estabilización basada en el tipo de cambio**



La liberalización del comercio exterior abre, por su lado, oportunidades de eficiencia y de nuevos mercados para producción nacional. De hecho, una de las características de esta reforma en el Ecuador fue el incremento de las exportaciones. En tanto las reformas estructurales actúan sobre las matrices históricas de cada país, las condiciones estructurales como la segmentación de mercado de crédito y los

<sup>81</sup> Ver Tornell, A, M. Freire y P. Páez (2002).

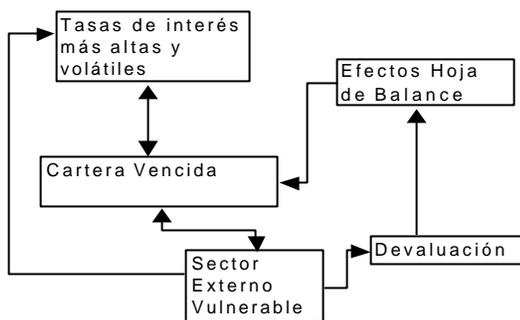
patrones de distribución y consumo pueden definir consecuencias específicas. En el caso de la simultánea liberalización del comercio con las otras dos reformas, la dimensión adicional viene del hecho de que la expansión de crédito originada en las reformas financieras y denominada en moneda extranjera, en tanto era sostenida en parte por los influjos externos de capitales, es usada para el consumo de bienes importados por las familias de ingresos medios y altos, de manera muy particular. La mayoría de las importaciones, entonces, no necesariamente fortalecen el aparato productivo y generan algunos interrogantes sobre la sustentabilidad de la balanza de pagos.

La problemática yuxtaposición de reformas estructurales fue hecha también en un contexto que aumenta la aparición de algunos subproductos a la cadena de posibles factores de crisis. El inicialmente exitoso programa de estabilización, basado en el anclaje en el tipo de cambio, define un par de características que se combinan con los problemas mencionados arriba. La primera es que, en general, una de las principales herramientas de la política económica para defender la estabilidad de cambio es la tasa de interés y las manipulaciones discrecionales dentro de los mercados monetarios. Esto incrementa la volatilidad y el nivel de las tasas. La segunda es que en tanto la meta de un tipo de cambio nominal es defendida, podría darse cierto problema de apreciación real, circunstancias en las cuales las exportaciones netas podrían ser recurrentemente afectadas.

El gráfico 24 muestra, entonces, otro círculo vicioso que aparece en esta dinámica.

**Gráfico No. 24**

**El círculo endógeno**



La expansión del crédito y el consumo estuvieron ligadas, al mismo tiempo, como causa y efecto, a una burbuja especulativa del sector de bienes no transables, especialmente relacionada a bienes raíces. El crecimiento del sector de los bienes no transables es una característica común de los procesos de estabilización basadas en el ancla cambiaria. En tanto la estabilización de precios en general incrementa la percepción de riqueza de los agentes, su consumo corriente crece, pero mientras los precios de los bienes transables tienen un techo relacionado a su precio internacional, los bienes no transables no lo tienen. La apreciación real que surge involucra una situación relativamente más atractiva para los bienes no transables y entonces hay un mejor prospecto para ellos en términos de préstamos bancarios. El gran problema es cuando la burbuja revienta, más aún si se acumuló deuda en moneda extranjera.

La convergencia de estos factores plantea serias dudas sobre la vulnerabilidad del sector externo, más aún si éste está sujeto a una gran variedad de choques exógenos, como es el caso del Ecuador en términos de fenómenos naturales (El Niño, La Niña, terremotos, etc.), términos de intercambio (precios del petróleo y de la mayoría de las “commodities” que constituyen la canasta de exportaciones ecuatorianas), acceso a los mercados internacionales (en productos como bananos, flores, por ejemplo) y las fluctuaciones de la tasa de interés internacional y los flujos de capital.

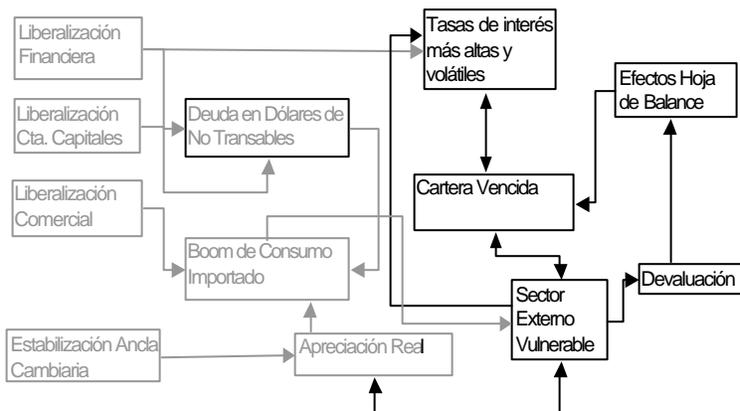
El remedio para el corto plazo a varios de estos choques exógenos usualmente pasa a través de la cuenta de capitales y la evolución de la tasa de interés doméstica es crucial –aun cuando no siempre eficaz– en este sentido, incrementando presiones en el mercado monetario y la financiación de las empresas.

Más temprano que tarde y dependiendo en parte del manejo del resto de las áreas de política económica, en particular de la situación fiscal, las presiones por una devaluación nominal son ineludibles. En el caso del Ecuador este puede ser entendido como el problema de la credibilidad que surge cuando el esquema de la estabilidad cambiaria es reemplazada por un sistema de bandas en 1994 y luego cuando este sistema es frecuentemente reformulado tanto en términos de pendiente como de amplitud, hasta que explotó la crisis financiera y las autoridades decidieron la flotación abierta.

El gráfico 25 ilustra las interacciones entre estos dos lazos endógenos.

## Gráfico No. 25

## La ligazón entre la combinación de políticas y la crisis financiera



Ahora, el conjunto de factores que constituyen el mecanismo endógeno de una crisis financiera está funcionando. Dado el nivel de deuda en moneda extranjera tomada por el sector cuya capacidad de generar esa moneda es débil o nula, los problemas de efectos de hoja de balance acumulan tensiones que podrían ser diferidas temporalmente si no hay presiones adicionales.

No obstante, en el caso ecuatoriano la combinación problemática mencionada más arriba definió varios frentes de presión que en su conjunto formaron una dinámica con una retroalimentación sobre el sistema de pagos, es decir, la utilización de la tasa de interés y la dependencia sobre un vulnerable sector externo.

El engranaje se alimenta así mismo de una manera endógena, incrementando las causas para las dificultades en el recobro de los préstamos. Es posible también diferir temporalmente los síntomas de la crisis a través de la famosa “contabilidad creativa” con procedimientos como los así llamados “evergreening”, es decir, la renovación de la virtual cartera vencida que termina apareciendo como nuevo crédito para evitar provisiones y penalidades regulatorias y para no reducir la distribución de ganancias entre los accionistas de los bancos, al costo del deterioro del patrimonio neto del banco en el mediano plazo. Sin embargo, inclusive si en casos específicos esto podría “comprar tiempo” hasta que los pequeños descalces pudieran ser superados, esta práctica, de extenderse, podría haber tenido importantes consecuencias macroeconómicas. En tanto estas manipulaciones contables no

proveen un grado robusto de liquidez, los bancos se comportan presionando a los mercados domésticos y foráneos de capitales de corto plazo, contribuyendo a los efectos ya mencionados que refuerzan problemas anteriores en el sistema financiero.

El deterioro subyacente del sistema financiero (al menos de algunos segmentos suyos muy importantes) podría continuar por un tiempo y solo explotar cuando los costos de salvataje para la sociedad resulten ya demasiado altos.

Bajo estas condiciones relacionadas a la política económica, especialmente para la política monetaria, tiende a ocurrir una destrucción gradual de las funciones de la moneda nacional. La dolarización es el principal síntoma y, al mismo tiempo, la causa de esa erosión. La nueva etapa de riesgos y retos para la política que pueden surgir de las fuerzas endógenas desplegadas por una desregulación inapropiada requieren un nuevo tipo de instrumentos teóricos y prácticos.

#### **4.2 La dinámica de destrucción de la moneda doméstica**

El nivel de dolarización de la economía ecuatoriana a principios de los 90 fue relativamente bajo en comparación con otros países de América Latina que habían experimentado episodios de alta inflación e incluso de hiperinflación<sup>82</sup>. Aunque podría haber una significativa diferencia de esta percepción con la definición más amplia de dolarización que incluya depósitos en el exterior, solamente las reformas del marco legal monetario y financiero de 1992 y 1994 pudieron empujar de una manera cualitativamente distinta la presencia del dólar dentro de la economía ecuatoriana.

El efecto de la dolarización impactó diferencialmente sobre cada una de las funciones monetarias de la moneda doméstica. Como unidad de cuenta y medida de precios, las transacciones relacionadas a vivienda, bienes durables, (vehículos especialmente) y el turismo internacional fueron generalmente marcados sus precios en dólares, mientras la mayoría de los salarios y los bienes no durables, es decir la mayoría de la canasta del índice de precios al consumidor, fueron definidos en sucres. En general, el sucre fue el medio de los intercambios día a día.

Sin embargo, en tanto la estabilización del tipo de cambio se mostraba frágil, las funciones de medio de pago y de reserva de valor fueron crecientemente asumidas por el dólar. Aún así, es importante reconocer un factor no espontáneo en este proceso, en tanto una buena parte de las operaciones bancarias denominadas en

---

<sup>82</sup> En 1988, el 98% de los préstamos fueron todavía hechos en sucres y 10 años más tarde solo el 38% de ellos.

dólares fueron presionadas desde los bancos. Una comparación gráfica de los costos de oportunidad para prestamistas y prestatarios en sucres y en dólares muestra que la dolarización de mercado continuó inclusive si era óptimo cambiarse hacia activos o pasivos denominados en moneda doméstica.

En cualquier caso, es claro que el proceso ecuatoriano privilegió una situación de sustitución de activos antes que una sustitución de monedas, lo cual nos dejaba aún con cierto espacio para una política monetaria doméstica.

Con respecto a estas consideraciones, breve y gráficamente esbozaremos un esquema teórico<sup>83</sup> que podría ayudarnos a entender la dinámica monetaria que condujo al Ecuador a una crisis con el riesgo de terminar en una hiperinflación.

En tanto asumimos que estamos tratando con un caso de sustitución de activos, en el primer panel, relacionaremos el grado de dolarización de la economía en el eje vertical con una función de los retornos relativos denominados en dólares vs. aquellos denominados en sucres. La función tiene una forma sigmoidea, representando el hecho de que a bajos niveles del diferencial de retornos, solo ciertos segmentos selectos de la población tienen la información y la escala de recursos para gastar tiempo y dinero monitoreando este mercado y cambiar ágilmente ante cambios en la rentabilidad relativa, es decir, negocios conectados internacionalmente, viajeros frecuentes, personas con parientes afuera, etc. En tanto que los diferenciales resultan más y más importantes, es óptimo para cada vez más amplios sectores de la población incurrir en costos de información y transacción involucrados en este proceso y el mercado evoluciona hacia una respuesta mucho más sensible. Finalmente, avanzando hacia el 100% de sustitución, hay un punto de inflexión y la respuesta del mercado deviene cada vez más débil de nuevo reflejando la heterogeneidad social y cultural, mientras más larga es la proporción de costos de transacción para la gente con menores niveles de activos, etc<sup>84</sup>.

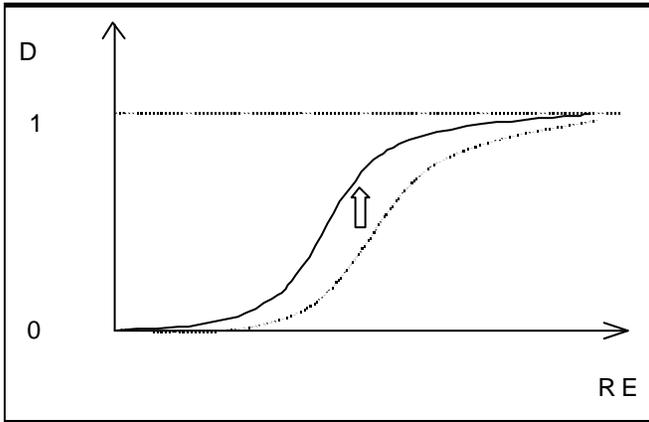
---

<sup>83</sup> Para un tratamiento formal de este modelo, ver Páez (1999) y (2002).

<sup>84</sup> En efecto, este patrón pudo ser visto en el Ecuador en el proceso real de sustitución oficial de monedas y billetes denominados en sucres por sus equivalentes en dólares: quedó un remanente de sucres sin cambiar.

Gráfico No. 26

Retornos esperados y sustitución de moneda



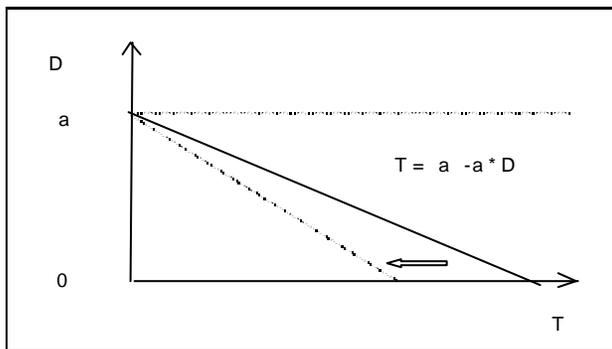
El gráfico 26 muestra el cambio de la curva debido a cualquier cambio institucional como la reforma legal mencionadas arriba o la presión desde el lado de la oferta por créditos en moneda extranjera u operaciones en general en moneda extranjera. Por un determinado diferencial en los retornos sobre los activos denominados en las dos monedas, la curva desplazada podrá representar mayores niveles de dolarización, a menos que el diferencial se ubique en los extremos, en tal caso la curva siempre está obligada a definirse en el rango entre 0 y 1, como en cualquier función de distribución acumulativa.

El siguiente panel en nuestro modelo relaciona el grado resultante de dolarización del anterior procedimiento con el correspondiente monto de transacciones en moneda doméstica que resulta como residual. Nótese, sin embargo, que la línea que refleja el grado de dolarización sobre el eje horizontal incluye un parámetro de escala en tanto el monto global de transacciones no está expresado en porcentajes sino más bien en niveles. Sin entrar en detalles, la noción de transacciones involucra todo tipo de relaciones económicas que requieran monedas, no solamente las comprendidas en el cómputo del Producto Interno Bruto.

El gráfico 27 muestra el caso de una recesión. Aunque la escala del eje vertical se mantiene sin cambios por construcción, la proyección del eje horizontal es reducida reflejando el menor nivel de transacciones involucradas.

Gráfico No. 27

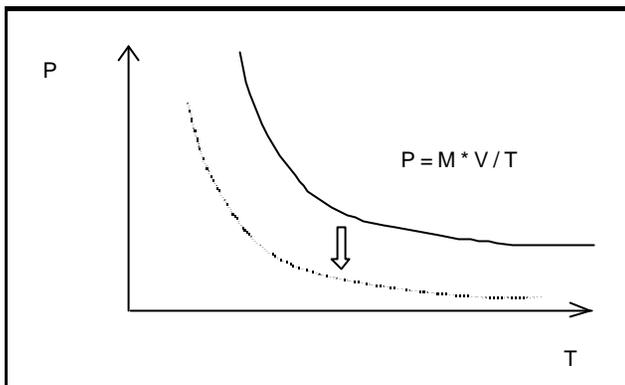
## Efectos de una recesión en el volumen de transacciones en sures



El tercer panel porta la secuencia de razonamiento de los dos anteriores, usando la ecuación cuantitativa pero sin ningún supuesto comportamental de causalidad, simplemente como una definición contable. Desde esa definición es posible computar el nivel precio denominados en moneda doméstica como el cociente del monto total de medios de pago dividido por el nivel de transacciones, dibujando una hipérbola equilátera. El gráfico 28 muestra que para un nivel dado de transacciones denominados en moneda doméstica, como resultado del proceso de sustitución de los previos paneles, los precios podrían cambiar en la oferta monetaria y/o a la velocidad de circulación, Por ejemplo, la flecha podría reflejar el efecto de un congelamiento de depósitos o, en términos argentinos, un corralito o un corralón.

Gráfico No. 28

## Efectos de una reducción de la velocidad de circulación en sures

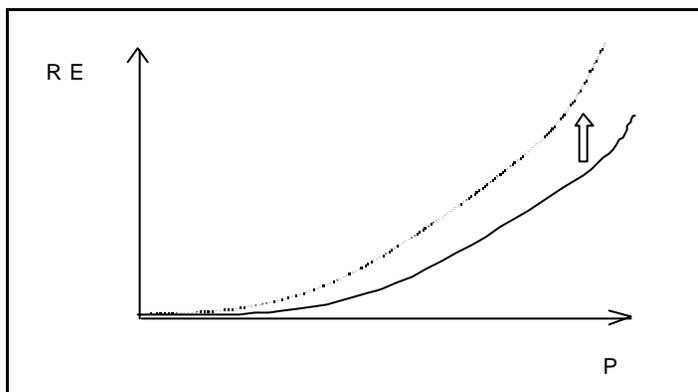


Para cerrar este pequeño modelo necesitamos una ligación entre el movimiento de los precios en la moneda doméstica y los retornos relativos referidos en el primer panel. Bajo cualquiera de las varias especificaciones que podrían acomodarse a este propósito, es obvio que una inflación en sures disminuiría el retorno de los activos denominados en sures y por tanto existe una relación positiva entre el relativo retorno en dólares vs. los activos denominados en sures y los cambios en los precios denominados en sures.

Sin pérdida de generalidad, asumamos que hay una relación no lineal como en el gráfico 29 y exploremos qué pasa si existe una burbuja especulativa en el mercado cambiario, debido por ejemplo, a expectativas de una devaluación. Tomando como punto de referencia un nivel inicial normalizando los precios a uno, cualquier incremento podría ser más rentable cambiarse hacia más activos denominados en dólares.

**Gráfico No. 29**

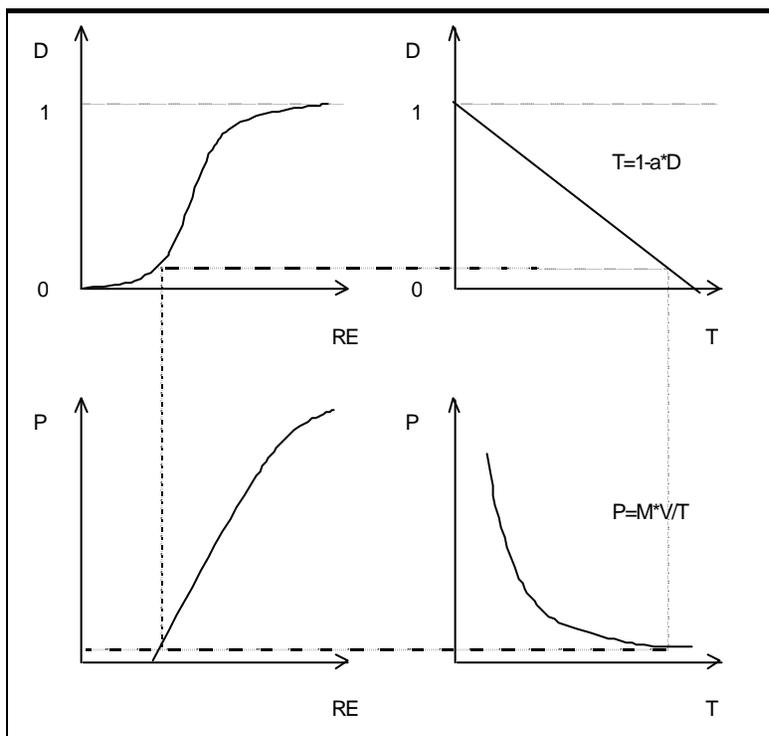
**Efectos de una burbuja especulativa sobre el retorno relativo en activos denominados en dólares y en sures**



Juntando los cuatro paneles ya explicados, es posible tener la intuición de por qué el ejemplo del gráfico 30 podría volverse una profecía autocumplida. Para hacer más fácil el enfoque gráfico cambiaremos los ejes del último panel ubicando el nivel de precios en sures en el eje vertical y así podemos disponer convenientemente los cuatro paneles de tal manera que las variables relevantes se correspondan. Por construcción, tomaremos como punto de partida el equilibrio mostrado en el gráfico 30.

## Gráfico No. 30

## Interacciones



Si exploramos el ejemplo de las expectativas devaluatorias representadas por el cambio hacia fuera de la curva que relaciona a los precios y retornos relativos en el gráfico 31, podríamos ver la verosimilitud de una interacción explosiva en el conjunto de paneles, dependiendo de la pendiente de la parte relevante de las curvas aquí involucradas. En el caso de una combinación desafortunada de pendientes, partiendo del punto inicial de equilibrio, la burbuja especulativa no solo dispara un agudo proceso de sustitución de activos que, ceteris paribus, realizan las expectativas devaluatorias, sino que también conduce a un agudo debilitamiento de la moneda doméstica que podría terminar con un episodio de hiperinflación.



## 5. Conclusiones

La historia reciente del Ecuador, más allá de su drama, da un interesante tema para el escrutinio teórico en tanto condensa varios problemas de política económica y de la teoría, ambos a un nivel macroeconómico y microeconómico. Quizás, desde allí, podrían extraerse lecciones para que ayuden evitar penosos episodios a nuestras sociedades. De los hechos estilizados de la crisis ecuatoriana, hemos intentado una sistematización que aísla los mecanismos endógenos que emergen de aquellos comportamientos disparados por una específica combinación de políticas. Aunque la experiencia ecuatoriana fuese única e inclusive si algunos factores exógenos le dieron forma, hay algunas regularidades que deben ser tomadas en cuenta en el diseño y implementación de políticas en cualquier otro lado, así como también en el estudio de nuevas políticas para el Ecuador mismo, tomando como punto de partida este episodio reciente.

Ahora el Ecuador encara los nuevos tipos de retos que la dolarización impone, y al hacerlo, debe también superar ciertos comportamientos estructurales de antaño. Se han propuesto una serie de opciones que dan respuesta a los retos a futuro. Primero que nada, es necesario reducir la vulnerabilidad tradicional del sector externo, más aun ahora que este tiene implicaciones monetarias adicionales. En este sentido, es muy importante como una prioridad, la constitución de un sistema de fondos de capitalización para la estabilización y el desarrollo, para modular y asignar los escasos y volátiles recursos para un nuevo tipo de política económica y en general para la transformación productiva necesaria para una dolarización viable.

Es también una prioridad el diseño de una Nueva Arquitectura Financiera que corrija la estructura problemática de incentivos que provocó aquellos comportamientos perversos en el pasado reciente. En el área de la supervisión ha habido un esfuerzo muy importante de mejoramiento y fortalecimiento después de la crisis y un nuevo diseño debería incluir un enfoque institucional mucho más comprehensivo que supere los problemas de exclusión y concentración de los mercados financieros. El país tiene que prepararse para tomar ventaja en su totalidad de una expansión del crédito pero excluyendo la posibilidad de repetición de una burbuja especulativa.

Dadas las nuevas condiciones de diseño de políticas, un pacto fiscal es crucial: la responsabilidad y la sustentabilidad son criterios básicos para su diseño en el cual varias instituciones están trabajando ahora, y el mencionado sistema de estabilización y desarrollo debe ser el eje de un nuevo desempeño fiscal.

Finalmente, estos elementos son condiciones necesarias pero no suficientes para una recuperación saludable de esta crisis, es vital coordinar esfuerzos públicos y privados para generar competitividad basada en reales ganancias de productividad con opciones democráticas de empleo digno y redistribución del ingreso, la única opción viable en el largo plazo.

## Bibliografía

- Aglietta, Michel, (2001), *“Macroéconomie Financière”*. Ed. La Découverte, 3rd. Edition. París.
- \_\_\_\_\_ (2001), *“Instabilité financière et régulation monétaire”* 3<sup>ème</sup>. conférence du Centre Saint Gobain pour la Recherche en Economie, novembre.
- \_\_\_\_\_ (2003), *“Le risque systémique dans la finance libéralisée”* unpublished. París.
- Agénor, Pierre-Richard, (2000), *“L’Economie de l’Ajustement et de la Croissance”*, versión web:  
[http://www1.worldbank.org/wbiep/macro-program/agenor/agenor\\_nb\\_french.htm](http://www1.worldbank.org/wbiep/macro-program/agenor/agenor_nb_french.htm)
- Agénor, Pierre-Richard and Peter Montiel, (1999), *“Development Economics”*, Princeton University Press, Princeton.
- Albán, María, (1993), *“Las Financieras: El atraco del siglo”*, M.A. Publicaciones, 2nd. Edition. Quito.
- Arteta, Gustavo, (2000), *“Los flujos de capital extranjero en el Ecuador: uso, destino y consecuencias”* en Cuestiones Económicas, Vol. 16. No. 1, Banco Central del Ecuador.
- Arteta, Gustavo y Pablo Samaniego, (2001), *“Patrimonio del Estado y sustentabilidad fiscal en el Ecuador”*, CORDES, Quito.
- Banco Central del Ecuador, (1996-2001), *“Información Estadística Mensual”*, Quito: BCE.
- \_\_\_\_\_ (1999), *“Propuesta frente a la Crisis”* en Apuntes de Economía No. 7, Banco Central del Ecuador, Quito.
- Bayas, Santiago y Eduardo Somensato, (1994), *“Programa de sucretización ecuatoriano: Historia de los efectos monetarios de la conversión de la deuda externa del sector privado”*, en Cuestiones Económicas No. 23, Banco Central del Ecuador.
- Beckerman, Paul y Hernán Cortés, (2002), *“Ecuador under Dollarization: Opportunities and Risks”* in Beckerman, P. and A. Solimano (ed) 2002.

“*Crisis and Dollarization in Ecuador. Stability, growth and Social Equity*”. Washington, D.C.: The World Bank.

Beckerman, Paul, (2002), “*Longer-Term Origins of Ecuador’s ‘Predollarization’ Crisis*”, in Beckerman, P. and A. Solimano (ed), 2002. “*Crisis and Dollarization in Ecuador. Stability, growth and Social Equity*”. Washington, D.C.: The World Bank.

——— (2001), “*Dollarization and Semi-dollarization in Ecuador*”, Working Paper # 2643 (July 17, 2001). Washington, D.C.: The World Bank.

Blejer, M., Feldman, E. y Feltenstein A., (1997), “*Exogenous shocks, deposit runs and bank soundness: a macroeconomic framework*”, IMF Working Paper, n. WP/97/91.

Brito, Pedro, (2000), “*Pánicos bancarios, suspensión de convertibilidad y garantía de depósitos. Una revisión general*”, en Apuntes de Economía No. 9, Banco Central del Ecuador.

De la Torre, Carlos, (2000), “*Insostenibilidad de una banda de flotación: un análisis teórico*”, en Cuestiones Económicas Vol. 16 No. 2, Banco Central del Ecuador.

De la Torre, Augusto, (1997), “*El manejo de crisis bancarias: El marco legal ecuatoriano y posibles reformas*”, CORDES, Quito.

De la Torre, Augusto et. al., (2000), “*Ecuador: Financial Crisis Management*” PowerPoint presentation, University of Toronto, June.

Demirgüç-Kunt, A. and E. Detragiache, (1998), “*Financial liberalization and Financial Fragility*”, IMF Working Paper, WP/98/83, Washington, International Monetary Fund.

Diamond, D. and P. Dybvig, (1983), “*Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity*”, in Journal of Political Economy, vol. 91, No. 3.

Fierro, Virginia y Naranjo, Mariana, (2003), “*Ecuador: Sostenibilidad Fiscal y Desarrollo Humano*”, 1970. 2010, UNDP, UNICEF, Quito.

Fischer, Stanley, (2001), “*Distinguished Lecture on Economics in Government: Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?*”, Journal of Economic Perspectives 15 # 2 (Spring): 3-24.

- Gavin, M and R. Hausman, (1996), "*The roots of Banking Crisis: the Macroeconomic Context*", polycopied.
- Goldstein, M. and P. Turner, (1996), "*Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options*", BIS Economic Papers, No. 46, Bank of International Settlements.
- Izurieta, Alejandro, (2000), "*Crowding-in or bailing-out?, Fiscal deficits and private wealth in Ecuador 1971-1999*" PhD Dissertation, Institute of Social Studies, The Hague.
- Kaminsky, G. y Reinhart, C., (1997), "*The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems*", Serie Seminarios Instituto y Universidad Torcuato di Tella, n.17.
- Kindleberger, Ch., (1989), *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises*, Basic Books Inc., Estados Unidos.
- Krueger, Anne and Aaron Tornell, (2000), "*The Role of Bank Lending in Recovering*".
- From Crises: Mexico 1995-1998, NBER working paper 7042.
- Lafuente, Danilo, (2001), "*La Crisis de los Bancos Privados en el Ecuador: Una Aplicación de los Modelos de Duración*", en Cuestiones Económicas Vol. 17, No 3, Banco Central del Ecuador.
- León, M., (2002), "*La medición de la pobreza en el Ecuador: métodos y fuentes*", SIISE.
- Levine, Ross, (1997), "*Financial Development and Economic Growth: Views and Agendas*", in Journal of Economic Literature, Vo l. 35, June.
- McKinnon, Ronald, (1973), "*Money and Capital Economic Development*", Brookings Institution, Washington.
- Mesías, Andrea, (2002), "*La crisis bancaria de 1999: un análisis a partir de la teoría de la información asimétrica*", en Cuestiones Económicas Vol. 18, No 2:3, Banco Central del Ecuador.
- Miotti, L. Et D. Plihon, (2000), "*Liberalization financière, speculation et crisis bancaires*", présentation au Colloque «Reconstruire l'architecture du système financier international» Sienne, Mai 2000.

Mishkin, F. S., (1997), *"The causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymaker,"* polycopied.

Nazmi, Nader, (2000), *"Reforma financiera, crisis bancaria y el ancla con el tipo de cambio: una evaluación desde las experiencias en América Latina"*, en Cuestiones Económicas, Vol. 16 No. 1, Banco Central del Ecuador.

Pachano, Abelardo, (2001), *"Una Dolarización sobre la Marcha"*, Paper presented at CORDES Conference on *"The Challenges of Dollarization"*, Quito, Ecuador: July 16-17.

Páez, P., (1999), *"Poverty and Alternative Stabilization Policies"*, Paper presented to the 17th. World Congress of the ATWS, Association of Third World Studies, San José de Costa Rica, November, 1999.

\_\_\_\_\_, 2000a, *"Circulación simultánea de sucres, dólares y bono"s*, Mecano. Banco Central del Ecuador.

\_\_\_\_\_, 2000b, *"Substitución monetaria e hiperinflación"*, Mecano. Banco Central del Ecuador.

\_\_\_\_\_, 2000c, *"Estrategia empresarial de precios en coyunturas de polarización social"*, en Tendencias Económicas, Financieras y Políticas, CORDES, Julio 2000.

\_\_\_\_\_, 2001, *"Más sobre precios y polarización social"*, en Tendencias Económicas, Financieras y Políticas, CORDES, Enero 2001.

\_\_\_\_\_, 2002, *"Exploraciones sobre la evolución de los precios relativos bajo dolarización"*, in Páez, P. (comp.) *"La experiencia inflacionaria en Ecuador bajo dolarización"*, Nota Técnica No. 67, Banco Central del Ecuador, Quito.

\_\_\_\_\_, 2003a, *"Tipo de cambio real, desempeño macroeconómico y social bajo dolarización"*, Notas Técnicas No. 68, Banco Central del Ecuador, Quito.

\_\_\_\_\_, 2003b, *"Paralelos entre las experiencias de crisis ecuatoriana y argentina"*, por publicarse, Banco Central del Ecuador, Quito.

Parandekar, S., R. Vos and D. Winkler, (2002), *"Ecuador: Crisis, Poverty and Social Protection"* in Beckerman, P. and A. Solimano (ed) 2002. *"Crisis and Dollarization in Ecuador. Stability, growth and Social Equity"*. Washington, D.C.: The World Bank.

- Pazmiño, Sandra, (2000), *“El rol del mercado de valores en el ahorro interno”*, Apuntes de Economía No. 10, Banco Central del Ecuador, Quito.
- Pitarque, Juan Carlos, (2000), *“Bad Policy, Bad Banking and Bad Luck: The Ecuadorian Financial Crisis of 1998– 9”*, J.F.K. School of Government, Harvard University.
- Ricaurte, María, (1998), *“Crisis Financieras: el caso ecuatoriano 1990-1996”*, Ed. Abya-Yala. Quito.
- Rojas, L. et. al., (2001), *“Los Seguros de Depósitos de los Países Andinos: Evaluación, recomendaciones y estudio sobre la creación de un mecanismo de reaseguro”*, CAN, Mecano.
- Rojas, Liliana, (1996), *“Crisis Bancarias en America Latina y su manejo”*, en Cuestiones Económicas No. 29, Banco Central del Ecuador.
- Schmitt-Grohe, Stephanie and Martin Uribe, (2001), *“Políticas de Estabilización y los Costos de Dolarizar”*, Cuestiones Económicas, (Quito) 17, 2 (Segundo Trimestre): 109-148.
- Schneider, Martin and Aaron Tornell, (2000), *“Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises,”* NBER working paper No. 8060.
- Shaw, E. S., (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York.
- Stiglitz, J. E. and A. Weiss, (1981), *“Credit Rationing in Markets with Imperfect Competition”* in American Economic Review, 73.
- Tornell, A., M. Freire and P. Páez, (2002), *Riesgo Moral y Crisis Bancaria en Ecuador*. Banco Central del Ecuador.
- Uquillas, Emilio y Mónica Rojas, (1998), *“Evolución del Sistema Financiero Ecuatoriano en 1997”*, en Cuestiones Económicas No. 34, Banco Central del Ecuador.
- Uquillas, Emilio, (1995), *“La conversión de la deuda externa ecuatoriana desde una perspectiva financiera”*, en Cuestiones Económicas No. 18, Banco Central del Ecuador.
- Vos, Rob, (1995), *“Financial liberalization, growth and adjustment: some lessons from developing countries”*, policopiado.