

LA COYUNTURA MONETARIA CAMBIARIA EN EL MARCO DEL PME (1)

Ec. Gabriel Castro.

Pese a los relativos éxitos macroeconómicos impulsados por la puesta en marcha del PME en septiembre de 1992, que acentuó la liberalización económica pero dejando como lastre una extenso reguero de marginación y pobreza, al finalizar 1994, no se puede compartir el optimismo gubernamental de que la economía se ha estabilizado y consecuentemente vendrá la reactivación; de que se ha renegociado la deuda externa y por ende vendrán las inversiones; de que la tasa de inflación sigue cediendo y tendrán que bajar las tasas de interés y por tanto crecerá el ahorro productivo, la producción y el empleo; de que las finanzas públicas se han saneado y el Estado se está "modernizando"; de que el esquema cambiario asegura un comercio exterior competitivo, etc., etc. Ni lo uno ni lo

otro, lo cierto es que el programa económico comprometido con el FMI experimenta dificultades y algunas metas se verían seriamente obstaculizadas por el manejo reciente de la política económica que afecta precios y mercados a nivel interno y externo.

Yendo por partes, el ancla nominal en el esquema cambiario que sigue garantizado por el Banco Central, no guarda correlación con los intereses de los exportadores que aspiran a un correctivo cambiario que neutralice las bandas de intervención, abarate los productos exportables y frene el ímpetu importador de bienes y servicios. Por tanto, de elevarse el ancla peligraría la política antinflacionaria lograda a un costo social muy alto. Por este camino, las expectativas de mayores ingresos de divisas se verían limitadas; sin embargo, los compromisos de pago asumidos por el acuerdo firmado con la banca acreedora, presionaría el forzamiento

1/ PLAN MACROECONOMICO DE ESTABILIZACION

de dicha ancla hasta igualar el rezago cambiario, caso contrario la mirada estaría puesta en los recursos de la Reserva Monetaria, que por su lado debe mantener, por lo menos, los niveles actuales, según lo acordado con el FMI. De no ser así, el camino para lograr ingresos que garanticen el pago del servicio de la deuda provendrán de las consabidas alzas de los combustibles y tarifas, de la aceleración de las privatizaciones o contratación de nuevas deudas. Estas dos últimas opciones serían las que se asumirían si no se quiere dar al traste con lo logrado hasta aquí con el PME.

Si esto sucede con la tasa de cambio que sobrevalúa el sucre, la baja de la inflación (sujeta al anclaje cambiario), en cambio, no ha significado necesariamente bajas consecuentes de la tasa de interés, pese a que se redujo el encaje legal y que la Ley de Instituciones Financieras otorga una mayor liberalización financiera a los bancos (compra de cartera, fusiones, establecimiento de nuevos productos, etc.), lo cual no solo que exaspera a las autoridades monetarias, quienes presionan al sector financiero para adoptar regulaciones hacia la baja, quienes aducen que los costos operativos siguen siendo excesivamente altos y que por tanto en el corto plazo no "podrán" desnivelar el margen financiero que protege esos costos.

Lo cierto es que, las atractivas tasas de interés internas dan preferencia a la inversión especulativa en sures antes

que en dólares, lo cual no solo presiona la liquidez interna sino que asegura el ingreso de capitales llamados "golondrina" cuya permanencia está sujeta a lo que sucede con la tasa de interés en el mercado internacional, que se manifiesta con tendencias al alza. Esto, no solo que alentaría el retorno de esos capitales sino que a la vez incrementaría el costo del servicio de la deuda externa con la secuela de buscar nuevas fuentes que provean fondos para pagos no programados.

En todo caso, se mantiene inestabilidad en la fijación de la tasa de interés activa y una notable volatilidad en la tasa interbancaria que, según expertos, es la que indica el grado de liquidez o iliquidez en el sistema. Por este lado, entonces la tan cacareada estabilización es una quimera y, más bien lo que se está es difiriendo las expectativas de inversión productiva.

Visto así, se puede ir infiriendo que el ajuste no cuenta con el respaldo comprometido de los sectores financiero exportador - importador, pues éstos reaccionan a favor solo cuando no ven afectados sus intereses y, por tanto, el peso recae en los sectores sociales de por sí ya deprimidos, lo cual complica el panorama de la esperada reactivación. La última elevación de los combustibles (diesel), no confirma sino el hecho de que la estabilización se aleja, pues con la medida se acentúa la recesión mientras se sigue privilegiando lo monetario y lo financiero.

Evolución de las principales variables

La Reserva Monetaria Internacional

Se puede afirmar que la RMI se ha constituido en un soporte del PME, pues su crecimiento sostenido refleja afluencia de capitales y cierta estabilidad en las exportaciones, a más de garantizar de 4 a 5 meses de importaciones. Da la idea de que el ahorro externo es un síntoma de confianza, de que el país está respaldado en sus compromisos externos.

La RMI más que se duplica entre diciembre de 1992 y septiembre de 1994 (de 722 millones de dólares a 1.600

millones, respectivamente); sin embargo, el límite esperado, según lo programado para fines de 1994 debería alcanzar los 1.800 millones de dólares, expectativa que no se cumplirá por la continua intervención del Banco Central en acciones que la desestabiliza, como ser las compras de dólares en el mercado libre, pero sobre todo porque a fines de año podría producirse una baja de 200 millones de dólares, cuando el país tenga que adquirir los bonos del tesoro norteamericano que servirán de garantía para el tramo renegociado.

Veamos el comportamiento de la RMI en los dos últimos años y los últimos 9 meses de 1994:

CUADRO No. 1		
Reserva Monetaria Internacional		
Millones de US \$		
	RMI Neta	TVA y M (*)
Diciembre de 1992	722	
Diciembre de 1993	1.254	60.4
1994		
Enero	1.187	-5.3
Febrero	1.276	7.5
Marzo	1.332	4.4
Abril	1.280	-3.9
Mayo	1.324	3.4
Junio	1.445	4.1
Julio	1.498	3.7
Agosto	1.483	-1.1
Septiembre	1.600	9.2

(*) Tasa de variación anual y mensual
Fuente: BCE
Elaboración: IIE

Las Tasas de interés

Estas son, a no dudarlo, el cuello de botella de la política económica del gobierno. ¿Por qué no ceden y van hacia la baja?, si manteniendo sus niveles el aparato productivo no siente alicientes y cada vez más se debilitan los sectores de la mediana y pequeña industria que no pueden sostener el alto costo del dinero. O es que el proceso neoliberal ratifica su tendencia concentradora y es el gran capital el único capaz de sobrevivir en un mundo cada vez más globalizado e integrado que paradójicamente pregona democratización del capital.

En todo caso, el ahorro y la inversión confrontan situaciones similares. Los unos obtienen réditos negativos por las tasas bajas de interés que se pagan, por ejemplo, en depósitos de ahorro (ver cuadro N° 2); mientras que la inversión se ve desalentada por la mantención de tasas de interés altas que superan holgadamente a la tasa inflacionaria, obteniendo los intermediarios financieros réditos positivos y un margen financiero siempre muy abierto que ha llegado a bordear los 30 puntos, según las fluctuaciones. Esta situación parecería estar apoyando la política gubernamental de ir soltando los amarres de la recesión poco a poco; caso contrario, si se activase la inversión, moderando las tasas de interés corporativas, se alentaría el empleo productivo, el ingreso, el consumo; es decir la demanda agregada tomaría impulso, todo lo cual no

compagina con la política de reducir la tasa de inflación al 15% en 1995. Entonces, las tasas de interés altas tienen su razón de ser, cuanto más que promueven el ingreso de capitales foráneos; que desgraciadamente, en su mayoría, avivan la onda especulativa. Así pues, el paso del ahorro financiero hacia la inversión real de la economía no tiene pilares de sustentación; mientras el sector financiero se moderniza y aprovecha de las ventajas que le proporciona el nuevo marco legal 2/, creando nuevos productos y armando amplias redes, que no revierten en la disminución de los costos operativos.

En los cuadros 2 y 3 se puede observar el comportamiento coyuntural de las principales tasas de interés.

Analizando los datos, primero digamos que el "ahorro popular" ha sido el sacrificado por el sistema bancario privado nacional (incluso por la banca estatal), al haber cedido desde enero de 1993 a septiembre de 1994, más de 12 puntos, todo en beneficio de los "costos operativos" de los banqueros o más bien de sus ganancias, en tanto que neciamente (por que incluso desde agosto de 1994 el encaje se redujo a 10 puntos, liberalizando cerca de 90.000 millones de sucres en beneficio de la banca privada y su cartera) la tasa acti-

2/ Ver Revista Economía N° 92, "Notas sobre el Sistema Financiero Ecuatoriano" Ec. Gabriel Castro, IIE-UC, julio de 1994.

CUADRO Nro. 2

TASAS DE INTERESES - BANCOS PRIVADOS

REFERENCIALES

Promedio Ponderado a final de período

PERIODO:	DEPOSITOS DE AHORRO	TASA ACTIVA (84 - 91 días)	Legal Referencial(*)	Máxima convencional(**)	Tasa interbancaria promedio
1.993: Enero	27,74	56,59	49,00	49,00	----
Febrero	24,01	50,59	46,89	70,34	22,6
Marzo	18,39	41,72	33,87	50,81	19,7
Abril	16,54	41,32	31,13	46,70	40,8
Mayo	16,72	53,39	36,33	54,50	72,2
Junio	18,43	58,93	53,76	80,64	34,2
Julio	18,86	56,41	58,83	88,25	26,5
Agosto	19,53	54,84	54,06	81,09	31,3
Septiembre	21,11	48,77	52,47	78,71	21,9
Octubre	17,61	42,13	41,64	62,46	20,6
Noviembre	16,03	39,11	35,2	52,88	28,2
Diciembre	15,66	40,44	33,57	50,36	40,5
1.994: Enero	16,60	47,59	36,03	54,05	53,7
Febrero	17,28	50,35	46,11	69,17	35,4
Marzo	18,82	42,19	49,27	73,91	16,2
Abril	16,36	38,66	35,98	53,97	28,3
Mayo	17,10	42,45	35,75	53,63	41,8
Junio	17,08	45,18	40,15	60,23	44,0
Julio	17,13	46,73	43,20	64,80	48,6
Agosto	15,91	45,89	45,61	68,42	35,4
Septiembre	16,64	44,68	44,73	67,10	39,3

(*) Tasa activa referencial de la última semana completa del mes anterior a su vigencia

(**) Hasta 1.5 veces la tasa activa referencial de la última semana completa del mes anterior a su vigencia.

FUENTE: BCE

CUADRO Nro. 3

ENCAJE LEGAL MINIMO - BANCOS PRIVADOS (Depósitos a la vista)

1994	31 - Mayo	28
	5 - Julio	25
	9 - Agosto	10

FUENTE: BCE

va promedio no cede y se mantiene ligeramente superior a la tasa legal referencial. Si accedemos a que al finalizar diciembre de 1994, la tasa inflacionaria acumulada se sitúe en un 23%, y la tasa activa de interés se mantiene (nada indica lo contrario) por encima del 45% promedio, estamos hablando de un margen de beneficio bruto de más de 22 puntos, algo que se puede considerar cómodo y holgado para que el sector financiero se dinamice, pero a costa de los pequeños ahorros que, en cambio, pierden en esas condiciones de 8 a 10 puntos. ¿Hará falta otros correctivos?, Lo cierto es que también la tasa interbancaria se mantiene volatizada haciendo coro al comportamiento especulativo del sector más favorecido de la crisis: los grupos financieros.

Pese a que la Junta Monetaria dispuso la fijación de una banda para la tasa interbancaria de entre 22% y 30%, esta, en la práctica, se ha estado moviendo -al parecer sin control- en una banda que va de los 30 a cerca de los 60 puntos en los dos últimos meses (Agosto - septiembre de 1994). Esta situación estaría ligada, entre otros factores, al hecho de que el Banco Central continuamente está interviniendo en la regulación del tipo de cambio. Así, cuando este indicador presiona a la baja, el Banco Central compra dólares retirándoles de la circulación, lo que provoca especulación con la moneda nacional al incrementarse la demanda, lo cual incide en la elevación del costo del dinero interbancario. Qué contro-

les, entonces, introducir, para estabilizar este tipo de tasa de interés, si ya se redujo el encaje, se emitieron bonos, la tasa de inflación baja, etc. Lo cierto, parece ser que la estructura oligopólica manifiesta en el sector financiero, hace caso omiso de las "señales" que le envía el mercado.

Oferta Monetaria e inflación

Si comparamos las tasas de variación anual de la Oferta Monetaria con las de la inflación (cuadro N° 4), observamos que la primera tiende a aumentar mientras disminuyen los precios, lo cual sería consecuencia de la intervención del Banco Central en el mercado monetario cambiario (mesas de dinero, de divisas, emisión de bonos, etc.).

Así, los medios de pago a disposición del público crecieron entre febrero y septiembre de 1994 en aproximadamente 1 billón 300 mil millones de sucres, lo que representa un crecimiento sumamente elevado del orden del 55%, que posiblemente es contrarrestado por incrementos en la demanda de moneda nacional para depósitos (pese al castigo que se da a la tasa pasiva, el ahorro financiero en los últimos doce meses, creció en un 60%); situación que no debe permanecer en el mediano plazo, pues lo adecuado sería que se iguale a los niveles de la tasa de inflación si es que no se quiere despertar presiones inflacionarias ya conocidas.

Respecto a la tasa inflacionaria, la meta propuesta de ubicarle en el 20% a

CUADRO N° 4
OFERTA MONETARIA E INFLACION
-Tasas de variación anual-

	OFERTA MONETARIA	INFLACION
Diciembre 1993	49.4	31.0
1994		
Enero	50.4	29.1
Febrero	52.5	32.0
Marzo	52.1	31.6
Abril	43.6	30.8
Mayo	34.3	26.9
Junio	43.8	26.5
Julio	59.8	25.8
Agosto	60.9	27.2
Septiembre	59.4	26.2

Fuente: BCE
 Elaboración: IIE-UC

finis de 1994, según el PME, resultará muy difícil de lograrlo, pues la misma sufrirá repuntes sustanciales en noviembre por efecto del alza en el diesel y, en diciembre como consecuencia de los gastos navideños y las expectativas de alzas salariales para el próximo año. No hay que olvidar que en lo que va del año el sucre se ha depreciado en un 10% respecto al dólar, lo cual ha venido presionando el espectro inflacionario. Todos estos factores hacen prever que la tasa acumulada anual se situará alrededor del 25%.

El Tipo de Cambio

Ya se dijo que el mercado cambiario ha demostrado estabilidad, lo cual sería uno de los logros del PME. Sin em-

bargo, existen algunos factores que deben ser considerados para balancear si la política cambiaria es la más adecuada para el país, en momentos que la liberalización de mercados afronta problemas de restricción externa o si se continúa con esa política con el fin supremo de reducir la inflación a las metas propuestas (un dígito al concluir el período constitucional en agosto de 1996) y acordadas últimamente con el FMI.

Uno de esos factores que incide en la estabilización cambiaria, es la abierta intervención del Banco Central para que la cotización no caiga (Así, en septiembre se utilizaron 70 millones de dólares en compras de la divisa), lo que estaría demostrando que el "inter-

vencionismo" es saludable si se trata de proteger determinados intereses, en este caso de los exportadores, que además continuamente están reclamando por el rezago cambiario y el consiguiente equilibrio externo a través de la devaluación, lo cual se revela contraproducente en las condiciones actuales, evitando la vía de la optimización de costos.

El mecanismo de flotación vigente acoge también a las transacciones en divisas que efectúa el sector público, para lo cual el tipo de cambio de intervención es igual al promedio de la cotización del mercado libre de la semana precedente.

Otra variable preponderante e interrelacionada que influye en el tipo de cambio es la tasa de interés interna. Esta ha conducido a que temporalmente se prefiera sucres antes que dólares, sin embargo no hay que olvidar que recientemente el Banco de la Reserva Federal de los EE.UU., acaba nuevamente de aumentar la tasa de interés, lo que podría alentar la fuga de los capitales que fueron atraídos por ese mismo motivo a nuestro país.

Si bien la estrategia seguida con el tipo de cambio ha pasado de los techos - pisos, a los intentos de flotación, luego a las bandas, más bien se podría hablar de una flotación controlada, con la cual el Banco Central defiende la estabilidad del sucre y, en cierta medida el sector externo gana competitividad

mediante la apreciación cambiaria. Así, la apreciación real a fines de año superará los 10 puntos, lo cual sitúa a los exportadores como sus detractores y a los importadores como defensores de esa política.

En este sentido, ante inquietudes de qué sucedería de mantener tal apreciación real, el Gerente del Banco Central, en una entrevista arguyó lo siguiente: "...no estamos angustiados por el tipo de cambio real, sólo cautelosamente preocupados. Hemos flexibilizado el sistema cambiario, lo que también tiene sus bemoles. La flexibilización del sistema cambiario nos permite, en las coyunturas apropiadas y sin causar demasiada presión al índice de precios, dejar que el mercado haga los ajustes cambiarios que consideramos apropiados, para evitar un agravamiento del tipo de cambio real.

El problema es que al hacer eso, nos vamos separando de la capacidad de usar el tipo de cambio como una ancla más fuerte para bajar la inflación. Al comienzo escogimos mucha estabilidad cambiaria para bajar la inflación, estuvimos dispuestos a aceptar el 13% de apreciación real en este año; ahora estamos interesados en utilizar la estabilidad cambiaria como un factor importante para reducir la inflación, pero no con la fuerza que tuvimos en el primer año.

En eso hay un mensaje implícito para el sector productivo ecuatoriano, que

tiene dos partes: primera, su competitividad en realidad se ha deteriorado frente a los Estados Unidos, pero no frente a Colombia, Chile, Argentina y Perú. La segunda parte: ya no pueden contar con ganancias aleatorias por vía de ajustes cambiarios para mantenerse competitivos; tienen que poner mayor énfasis en los procesos de mejora de eficiencia, mejoras tecnológicas y reducción de costos. Creo que ese mensaje se ha filtrado".3/

Pero, entonces, si la competitividad se ha deteriorado con los EE.UU, eso significa que cerca del 50% de nuestro comercio exterior está debilitado, lo que significa más volúmenes exportados por igual o menor cantidad de divisas.

De todas formas, si revisamos las fluctuaciones de la divisa en el mercado libre y de intervención, notaremos que las bandas corren hacia arriba; así de

diciembre de 1993 en que el dólar se cotizó a 2.046 sucres, se estiró a 2.260 sucres a fines de septiembre de 1994, es decir una depreciación del 9%; en todo caso inferior a la inflación acumulada de 19%.

Finalmente, lo que queda por saber es hasta que punto el gobierno está dispuesto a ceder ante las presiones por un ajuste cambiario que según los exportadores mantiene sobrevaluado el sucre y por las exigencias mismas del gobierno que necesita buscar nuevos recursos para cubrir escalonados pero mayores pagos del tramo de la deuda externa renegociada.

Conclusiones

El Plan macroeconómico de Estabilización se propuso reducir la inflación,

3/ Revista Gestión N°1, entrevista a Augusto De la Torre, Julio/1994, pp. 14, 16

CUADRO N°5

TIPOS DE CAMBIO Y TASAS DE DEPRECIACION

Diciembre 93 -Septiembre 94

AÑO: MES:	1993:		1994:								
	Dic.	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	
Tipo de cambio intervención	2.046,0	2.083,0	2.086,0	2.147,0	2.164,0	2.171,0	2.180,0	2.217,0	2.265,0	2.260,0	
Tipo de cambio libre	2.046,0	2.083,0	2.086,0	2.149,0	2.166,0	2.171,0	2.181,0	2.217,0	2.265,0	2.260,0	
Tasa de depreciación anual	10,9%	13,1%	13,0%	15,4%	14,4%	13,1%	14,4%	14,4%	16,3%	16,1%	
Tasa de depreciación mensual	3,2%	1,8%	0,1%	3,0%	0,8%	0,2%	0,5%	1,7%	2,2%	-0,2%	
Tasa de depreciación acumulada	10,9%	1,8%	2,0%	5,0%	5,9%	6,1%	6,6%	8,4%	10,7%	10,5%	
Tipo de cambio real (1991 = 100)	90,6	91,5	88,6	89,4	88,0	87,6	87,2	88,6	89,7	88,4	

FUENTE: BCE, Sigma.

cuestión que en forma drástica se ha venido logrando. Al comprimir la demanda agregada y someter al país a una austeridad fiscal aguda, se ha alejado a la gran mayoría de ecuatorianos de la canasta familiar básica, por un lado, y por otro, al reducirse la inversión social, así mismo, esa masa poblacional ha quedado desprotegida en cuanto a salud, salubridad, educación, etc. Aún más, se ha dado inicio progresivo a la privatización del área social, al haber establecido tarifas en los hospitales públicos y, lo que es más, el IESS está a un paso de compartir su gestión con la empresa privada mediante la implementación de los seguros paralelos.

Por otro lado, el mantenimiento de una tasa de cambio regularizada, moderada por la intervención del Banco Central, ha coadyuvado al retroceso inflacionario, sin embargo no ha sido suficiente para influir en la moderación de la tasa de interés, sino más bien el comportamiento tendencial de la cotización hacia la baja ha valorizado las transacciones en sucres lo cual se demuestra en la volatilidad de la tasa de interés interbancaria.

Dado el comportamiento de mercados y precios, todo indica que el gobierno seguirá utilizando políticas de estancamiento, sino de recesión, que permitan reducir la tasa inflacionaria por lo menos al 15% en 1995. La continua eliminación de "subsidios", caso último del diesel que afecta incluso a ciertos sectores productivos, agudiza las magras condiciones de vida de las mayorías nacionales, mientras el Estado recaba ingresos para cubrir un déficit presupuestario de 300.000 millones de sucres, celosamente guardado, pero exigido de cubrirlo por el FMI.

Visto así, parece ser, que por lo menos el señor Dahik y su equipo siguen sosteniendo ortodoxamente que para salir de la crisis (porque no se lo ha logrado, sino que más bien se ha acentuado) hay que profundizar la recesión y que por tanto el enfermo (el país) tiene que pasar por procesos de cirugía mayor, como serían desmantelamiento acelerado de los bienes estatales, eliminación de subsidios que aún quedan (gas, transporte, servicios, etc.), mayor austeridad fiscal, desinversión social; todo en aras de lucir resultados macroeconómicos forzados, como ser la apreciación del tipo de cambio que no podrá mantenerse indefinidamente.

Por tanto, el ajuste se agudizará, mientras la apertura comercial y la integración, al menos binacional con Colombia, despierta expectativas en una clase empresarial siempre cuestionada por no comprometerse directamente a los procesos de modernización privada. Y es que, como afirma Touraine, "...los ricos latinoamericanos no quieren ser empresarios. Les gusta gastar, les gusta mostrar su lujo, les gusta especular. Son financieristas, pero no empresarios o industriales. Los industriales son extranjeros, o en algunos casos es el Estado. Claro que cada día hay un poco más de empresarios nacionales". 4/

Finalmente, si el modelo continúa basándose en la exclusión social y acelerando la concentración económica, no habrá políticas ni políticos que atenuen -por decir lo menos- la crisis.

.....
4/ Revista Debate N° 29, " !Me cago en la lógica del mercado!", entrevista con Alain Touraine, agosto 1993, p. 164.