



**ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL
INSTITUTO DE CIENCIAS HUMANÍSTICAS
Y ECONÓMICAS**

**DETERMINANTES DEL SPREAD Y DE LAS TASAS DE INTERÉS
DEL SECTOR CORPORATIVO Y OTRAS OPERACIONES ACTIVAS
EN EL MERCADO FINANCIERO ECUATORIANO
PERÍODO 1998-2004**

TESIS DE GRADO

PREVIA A LA OBTENCIÓN DEL TÍTULO DE:

**ECONOMISTA EN GESTIÓN EMPRESARIAL
ESPECIALIZACIÓN:
FINANZAS
GESTIÓN PÚBLICA**

PRESENTADA POR:

**JORGE DAVID CASTRO ARIAS
RONALD ANDRÉS VELÁSQUEZ GRAU**

**GUAYAQUIL – ECUADOR
2004**

Queremos expresar nuestra inmensa gratitud y devoción a nuestro Dios Padre quien dada su infinita bondad iluminó y encaminó nuestras mentes durante la preparación de nuestra tesis. Como dejar de nombrar a nuestro Director de Tesis y amigo, Econ. Iván Rivadeneyra Camino, y al Econ. Gustavo Solórzano por brindarnos su invaluable y oportuna ayuda siempre cuando de ellos requerimos. Agradecemos de corazón a aquellos amigos que de una u otra forma nos otorgaron un inmenso aporte.

A nuestros padres, canales de confianza y enseñanza

Gracias por encaminarnos por lo justo y lo correcto

Y hacernos pensar conscientemente en cada momento;

Gracias por esclarecer nuestras dudas

y permitirnos superar nuestros temores

A la vez que nos otorgaban sus cálidas bendiciones

TRIBUNAL DE GRADUACIÓN



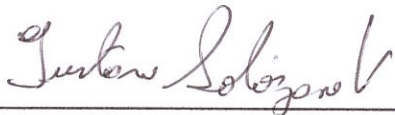
Ing. Omar Maluk Salem
Director del Instituto de Ciencias
Humanísticas y Económicas



Econ. Iván Rivadeneyra Camino
Director de Tesis



CIB-ESPOL



Econ. Gustavo Solórzano
Vocal Principal



Econ. Pedro Gando Cañarte
Vocal Principal

DECLARACIÓN EXPRESA

"La Responsabilidad del contenido de esta Tesis de Grado corresponde exclusivamente a los autores; y el patrimonio intelectual de la misma a la Escuela Superior Politécnica del Litoral."



CIB-ESPOL

Jorge David Castro Arias

Ronald Andrés Velásquez Grau

TABLA DE CONTENIDO

Indice General	6
Indice de Gráficos	8
Indice de Cuadros	11
Indice de Tablas	12
INTRODUCCIÓN	13
1. RESEÑA HISTÓRICA	19
1.1. De La Ley De Instituciones Financieras	20
1.2. Consecuencias del Conflicto Bélico con el Perú	22
1.3. Intranquilidad política, Crisis Internacionales y el Fenómeno del Niño	25
1.3.1. Consecuencias	27
1.4. Crisis durante la Presidencia del Dr.Jamil Mahuad Witt.....	30
1.5. De la Agencia de Garantía de Depósitos	32
1.6. Grandes Bancos pasan a Manos del Estado	36
1.7. Consecuencias de los Bonos AGD	43
1.8. Declaración de Feriado Bancario y Realización de Auditoría Internacional	45
1.9. Descongelamiento de Depósitos y Quiebra del Banco del Progreso	49
1.10. Dolarización.....	51
1.10.1. Ley del Desagio y de Transformación Económica	52
1.10.2. Breves Críticas a la Dolarización	60
2. DETERMINANTES DEL SPREAD Y DE LAS TASAS DE INTERÉS DEL SECTOR CORPORATIVO Y DE OTRAS OPERACIONES ACTIVAS EN EL MERCADO FINANCIERO ECUATORIANO DURANTE EL PERIODO POST-DOLARIZACIÓN	62

2.1.	Margen de Intermediación Financiera (MIF)	64
2.2.	Determinantes De Las Tasas De Interés Activa, Pasiva y el MIF.....	68
2.2.1.	Riesgo de Liquidez	73
2.2.2.	Riesgo de Default	80
2.2.3.	Poder de Mercado	88
2.2.4.	Mayores Gastos Administrativos Y Operativos De La Banca	91
2.2.5.	Deuda Pública Interna	93
2.2.5.1.	Repercusiones del Problema de la Deuda Interna	95
2.2.6.	Riesgo País	98
3.	ANÁLISIS EMPÍRICO DE LOS DETERMINANTES DEL SPREAD Y LAS TASAS DE INTERÉS.....	105
3.1.	Cartera Vencida / Cartera Total del Sistema	106
3.2.	Índice de Liquidez	107
3.3.	Indicador de Gastos Bancarios	108
3.4.	Indicador de Concentración y Poder e Mercado	108
3.5.	Indicadores Macroeconómicos	109
3.6.	Indicador de Percepción Internacional	110
3.7.	Índice de Crowding – Out	110
3.8.	Análisis de Cointegración de las Variables	111
3.8.1.	Estimación de la Ecuación Cointegradora para el Sector Corporativo	112
3.8.2.	Estimación de la Ecuación Cointegradora para Otras Operaciones Activas.....	116
3.9.	Modelo de Corrección de Errores	119
3.9.1.	Estimación para el Sector Corporativo	120
3.9.2.	Estimación para el Otras Operaciones Activas	121
4.	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	124
ANEXOS	129
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	148

INDICE DE GRÁFICOS

CAPÍTULO 1

RESEÑA HISTÓRICA

Gráfico 1.1 Exportaciones por Destino; 1993-2001	28
Gráfico 1.2 Movimiento de la Deuda Pública Externa e Interna; 1994-2003	29
Gráfico 1.3 Depósitos Bancarios; 1997-1999	34
Gráfico 1.4 Bonos de Estabilización Monetaria; 1998	37
Gráfico 1.5 Reservas Internacionales Ecuador; 1998	38
Gráfico 1.6 Bonos del Estado; 2do. Semestre 1998-Enero 2000	43
Gráfico 1.7 Producto Interno Bruto; 1994-2000	47
Gráfico 1.8 Evolución Tipo de cambio; 1994-2004	51
Gráfico 1.9 Bancos Privados: Cartera ;1990 – 2001	55
Gráfico 1.10 Consumo Final de los Hogares Ecuatorianos; 1993-2002	56

Gráfico 1.11	
Exportaciones Petroleras; Enero 2002-Julio 2003	57

Gráfico 1.12	
Inflación 1994-2004.....	59

CAPÍTULO 2

DETERMINANTES DEL SPREAD Y DE LAS TASAS DE INTERÉS DEL SECTOR CORPORATIVO Y DE OTRAS OPERACIONES ACTIVAS EN EL MERCADO FINANCIERO ECUATORIANO DURANTE EL PERIODO POST-DOLARIZACIÓN

Gráfico 2.1	
Tasas de Interés Referenciales Activas y Pasivas en dólares; 1998-2004	68

Gráfico 2.2	
Spread Bancario en sucres y en dólares; 1998-2004	71

Gráfico 2.3	
Activos Externos Netos; 1998-2002	72

Gráfico 2.4	
Fondos Disponibles; 1998-2004	79

Gráfico 2.5	
Tasas de Interés para el Sector Corporativo y Otras Operaciones Activas a 361 días o más; 1998-2004	82

Gráfico 2.6	
Evolución Cartera Vencida sobre Cartera Total; 1998-2004	84

Gráfico 2.7	
Gastos Operativos sobre Gastos Totales; 1998-2004	92

Gráfico 2.8

Spread de Deuda Soberana (EMBI +);

Enero 1998-Septiembre 2003101

Gráfico 2.9EMBI+ Ecuador; 1998-2994102

INDICE CUADROS

CAPÍTULO 2

DETERMINANTES DEL SPREAD Y DE LAS TASAS DE INTERÉS DEL SECTOR CORPORATIVO Y DE OTRAS OPERACIONES ACTIVAS EN EL MERCADO FINANCIERO ECUATORIANO DURANTE EL PERIODO POST-DOLARIZACIÓN

Cuadro 2.1

Margen Intermediación Financiera Bruto, sistema Bancario Nacional;
Diciembre 1998-Diciembre 200366

Cuadro 2.2

Margen Intermediación Financiera Pre y Post Dolarización69

Cuadro 2.3

Número de Bancos Operativos; 1997-200288

CAPÍTULO 3

ANÁLISIS ECONOMÉTRICO DE LOS DETERMINANTES DE LAS TASAS DE INTERÉS, CAPTURANDO SU EFECTO EN FUNCIÓN DEL SPREAD BANCARIO

Cuadro 3.1

VARIABLES UTILIZADAS106

INDICE DE TABLAS

CAPÍTULO 3

ANÁLISIS ECONÓMICO DE LOS DETERMINANTES DE LAS TASAS DE INTERÉS, CAPTURANDO SU EFECTO EN FUNCIÓN DEL SPREAD BANCARIO

Tabla 3.1	
Regresión Estimada Método Mínimos Cuadrados para el Spread Sector Corporativo.....	113
Tabla 3.2	
Regresión Cointegradora Spread Sector Corporativo.....	114
Tabla 3.3	
Regresión Estimada Método Mínimos Cuadrados para el Spread Otras Operaciones Activas.....	117
Tabla 3.4	
Regresión Cointegradora Spread Otras Operaciones Activas.....	118
Tabla 3.5	
MCE Sector Corporativo.....	120
Tabla 3.6	
MCE Corregido Sector Corporativo.....	121
Tabla 3.7	
MCE Otras Operaciones Activas.....	122
Tabla 3.8	
MCE Corregido Otras Operaciones Activas.....	123

INTRODUCCIÓN

El Ecuador a lo largo de su historia, ha vivido innumerables momentos de crisis tanto económicas, como políticas y sociales; tales periodos de conmoción han afectado de distinta forma el desarrollo de los diversos sectores de la población, por lo cual se hace imprescindible entender cuales han sido los causales y los efectos de dichas crisis para así poder entender de una mejor forma el comportamiento de la economía en nuestro país de una manera integral.

Uno de los sectores más importantes a analizar, por su relevancia en todos los ámbitos en especial al de la producción por su influencia directa con el desarrollo del mismo, es el sector financiero de nuestra

nación. La inversión, uno de los motores del sector productivo, se ve influenciada directamente por el estado del sistema financiero, por lo cual se vuelve de vital importancia, entender el comportamiento del mismo, para de esta forma conocer cuales son las variables que influyen sobre el desarrollo económico de nuestro país. En este sentido al hablar de la importancia del sector financiero, es importante realizar un análisis sobre la evolución del spread bancario y de las tasas de interés en el tiempo, por las implicaciones que estas conllevan sobre las decisiones intertemporales y el comportamiento de los agentes en la economía.

Según la teoría, las tasas de interés se deben equilibrar para mantener vaciado el mercado de crédito, pero en la realidad algunas veces esto no ocurre ya que por diversos factores que pretendemos analizar, existen desviaciones en la senda en la cual deben mantenerse dichas tasas.

En el Ecuador luego de haber adoptado el régimen de dolarización se suponía que al igual que el nivel inflacionario, los tipos de interés que rigen el mercado financiero nacional debían disminuir, llegando incluso a

niveles de un solo dígito, y aunque se conoce que estas se han disminuido, esta reducción no ha sido en los niveles esperados e incluso el spread bancario en el mercado ecuatoriano ha mantenido la tendencia creciente de la que gozaba en el periodo pre – dolarización. Para comprender este comportamiento trataremos de entender el aumento de las tasas activas, mismas que serán explicadas por el fenómeno del aumento de las preferencias por liquidez en el manejo de activos por parte de los bancos.

Con este estudio planteamos que el Gobierno no ha contribuido a la reducción de las tasas de interés en el mercado, ya que su intervención en los mercados financieros a través de la contratación de mayor deuda pública interna ha distorsionado el mismo. La participación del estado y su competencia para adquirir fondos en el mercado doméstico presiona las tasas de interés reales al alza, encarece los costos de los proyectos de inversión por lo que de esta manera, la inversión interna se ve reducida. Además de la presencia de problemas por el ejercicio de poder mantenido por el estado en el sistema financiero, ya que en un caso extremo el estado puede obligar al sistema que reciba los papeles de deuda que este

puede emitir, lo que termina perjudicando de alguna manera al sector productivo de nuestro país.

La naturaleza prospectiva de los contratos de crédito, que involucran un compromiso de pagar en el futuro, hace que la identidad y las intenciones del vendedor de la deuda (en este caso el estado) constituyan un factor crítico en la posibilidad de amortización y, por lo tanto, en la rentabilidad del préstamo. En general, los prestamistas sólo poseen información parcial sobre los prestatarios potenciales y sus proyectos de inversión, lo que puede introducir una selección adversa en el mercado de crédito. Una vez que se ha otorgado un préstamo, los prestamistas enfrentan el riesgo moral, es decir la posibilidad de que los prestatarios traten de evitar amortizar el préstamo o tomen medidas que incrementan el riesgo del proyecto de inversión, cabe recalcar que esto está supeditado a los colaterales del préstamo y la calidad de estos. La asimetría en la información que poseen los prestamistas acerca de la calidad y el riesgo de amortización de un prestatario puede hacer que los tipos de interés no equilibren el mercado. El resultado es el racionamiento

del crédito y el equilibrio a mayor precio y con menor disponibilidad de crédito que si se dispusiera de información perfecta.

El objetivo de nuestro trabajo se centrará en analizar los determinantes del comportamiento del spread y de las tasas de interés para el Sector Corporativo y de las llamadas Otras Operaciones Activas para así hallar y explicar las causas que han provocado que dichas tasas mantengan niveles altos en el período post-dolarización. Para lo cual realizamos un seguimiento y análisis de la tendencia de las tasas de interés en el Ecuador, categorizándolas en: tasas activas y pasivas, referenciales, del sector corporativo y otras operaciones activas a un plazo de 361 días o más. Además analizamos la determinación empírica de la significancia estadística de las variables que afectan al comportamiento del mercado financiero ecuatoriano.

Nos enfocaremos en la teoría de las preferencias por liquidez para analizar el comportamiento del Sector Bancario, respecto al destino de sus inversiones y la influencia que este presenta sobre el

comportamiento de las tasas de interés y los spreads bancarios del mercado ecuatoriano.

Para el cumplimiento de los objetivos propuestos, vamos a realizar el estudio de spreads bancarios, tasas de interés, niveles inflacionarios, endeudamiento público interno, entre otras variables, apoyándonos en notas técnicas, publicaciones, gráficas y comparaciones de diversos medios.

A continuación pretendemos realizar un breve seguimiento de la crisis que vivió el Ecuador para entender, en alguna manera, los antecedentes a la implantación del sistema de dolarización, para luego entender las dudas y expectativas que el sistema planteaba. El estudio en cuestión se concentrará en el comportamiento de los datos a partir de Enero de 1998, fecha en la que se desató definitivamente la mayor crisis bancaria del país, hasta el primer trimestre del 2004, en el que aparentemente ya nos encontramos en un proceso de estabilización económica.

CAPÍTULO 1

RESEÑA HISTÓRICA

En los últimos nueve años, diecisiete bancos cerraron sus puertas en el Ecuador para siempre, como resultado, miles de ciudadanos con saldos irrecuperables, drama social, caos político y económico en el país.

La cantidad de dinero que fue gastada para tratar de alguna manera de fortalecer el sistema financiero en crisis (salvataje bancario) fue tremendamente enorme, aún se llega a desconocer el valor preciso. Según diversos medios se calcula que entre 3 y 6 mil millones de dólares costó el salvataje bancario que no fueron capaces de recuperar la confianza perdida por los depositantes.

El origen de la crisis en sí, puede ser atribuido a diversos factores, entre los cuales podemos destacar: catástrofes naturales como el Fenómeno del Niño, la liberalización de la Ley Bancaria, una deuda pública

excesivamente alta, la devaluación constante del Sucre respecto al dólar, la constante inestabilidad política, especulaciones, defraudaciones, delitos financieros en el más alto nivel, etc.

El 12 de mayo de 1994 se planteó una reforma a las leyes del sector financiero. A la ley anterior denominada "Ley General de Bancos" se la reemplazó por la nueva "Ley General de Instituciones Financieras", pudiendo ser una de las causas que dio pie al origen de la crisis.

1.1. De La Ley De Instituciones Financieras

La "Ley de Instituciones" de 1994, es el resultado de un proceso de liberalización de la ley anterior, en la cual se inició una desregularización del sistema bancario, donde la Superintendencia de Bancos, como organismo de control, quedó con muy poca influencia sobre el mercado financiero. Dicha ley permitió que se produjera una concentración muy alta de créditos para pocas personas o para empresas vinculadas con los bancos; colocaciones de hasta el 60% del patrimonio técnico de los bancos fueron posibles lo que implicaba en sí un alto riesgo

de liquidez en todo el Sistema Financiero Nacional. Además de esto, las llamadas agencias Off-Shore aunque ya existentes, fueron legalizadas, lo que impulsó una fuga de capitales y una defraudación de impuestos a través de estas agencias.

Las consecuencias que acarrearón la promulgación de esta ley fue una mayor informalidad y control deficiente del sector bancario doméstico, la introducción de nuevos productos bancarios relacionados con especulaciones internacionales, una alta canalización de recursos a la economía nacional sin criterios selectivos y a veces sin ningún tipo de garantías, fuga de capitales mediante las agencias Off-Shore y un desperdicio de recursos; aumentaron en un gran número las instituciones financieras debido a la liberalización, además de esto se produjo una suerte de colusión bancaria, para fijar las tasas de interés que los bancos cobraban y pagaban a sus usuarios.

1.2. Consecuencias del Conflicto Bélico con el Perú

Otro contribuyente al desarrollo de la crisis ecuatoriana fue el conflicto bélico con el Perú en el año 1995, generado por inexactitudes en el convenio de paz de 1942; éste conflicto tuvo efectos directos sobre el sector financiero, ya que creó inseguridad y provocó una fuga de capitales; esto además ocasionó una falta de liquidez por parte de los bancos. Las instituciones que aún mantenían suficiente capital lo prestaron a los bancos con problemas de liquidez, las tasas de interés interbancarias eran de alrededor del 30% para el 22 de Enero de 1995, el 27 ya estaban en 105% logrando su pico máximo el 2 de Febrero de ese año con 264.72%. Por primera ocasión se da la situación en la que las tasas de interés pasivas eran más altas que las activas. Todo esto agravó aun más la situación de los bancos que ya tenían falta de liquidez.

A finales de este año las bandas cambiarias fueron ampliadas por el Banco Central del Ecuador, lo que provocó una mayor desconfianza de los agentes financieros. La influencia de esta acción sobre el tipo de cambio fue inmensa, y para controlar esto, el Banco Central redujo la

masa monetaria drásticamente vía aumento de operaciones de mercado abierto, aumentando de esta forma las tasas de interés cerca de un 50%, cercano a un 30% en términos reales.

Pero en sí, talvez esta medida fue contraproducente ya que altas tasas de interés reducen las inversiones privadas, por lo que esto afecta negativamente al sector productivo, ya que aumenta la carga de las personas y de las empresas que se encontraban endeudadas con intereses reajustables. En este sentido la calidad de la cartera que manejaban los bancos disminuyó y en sí la política contractiva del Banco Central resultó problemática para varios bancos que ya se encontraban con problemas de liquidez. En 1995 funcionaban en el país más de 100 instituciones financieras. La Bolsa de Valores realmente se encontraba amenazada por el debilitamiento del sistema financiero ya que en sí, se sabe que cuando los intereses en el mercado se encuentran muy altos el precio de los bonos que se transan en él se encuentran bajos. Esto de alguna manera fue muy crítico ya que especialmente más del 80% de las empresas que se negociaban en la bolsa de valores, eran instituciones financieras. Debido a esto las bolsas de valores sufrieron grandes

pérdidas, recibiendo algunas de ellas subsidios estatales pese a estar prohibido por la Ley.

Aunque el Banco Central tuvo éxito en su intento de mantener estable el tipo de cambio y por consiguiente mantener la inflación bajo control, la resultante crisis de liquidez clamó varias víctimas. Un buen número de intermediarios financieros, entre ellos de forma más notable el Banco Continental, como resultado del significativo aumento en la tasa de interés del Banco Central, cayó en profundos problemas de liquidez. El Banco Central trató de aislar la crisis del resto del sistema mediante la asistencia a los bancos con un amplio soporte de liquidez, y en el caso particular del Banco Continental a través de la provisión de un préstamo subordinado para restaurar su solvencia. La tasa de interés del Banco Central no regresó a los niveles de 1994 aunque la inflación continuó su ligera tendencia descendente a lo largo de 1995.

A los costos de la guerra no declarada con el Perú del año 1995 que alcanzaron más del 2% del PIB se sumó el efecto de la crisis económica mexicana, denominada el "efecto tequila" el cual redujo los

niveles de confianza de la inversión extranjera en el emergente mercado de América Latina con el consecuente incremento de la percepción de riesgo y la disminución de las inversiones financieras, presionando en la cotización del dólar; situación que se complicó aún más con la crisis política a raíz del uso indebido de Gastos Reservados que generó un juicio político al Vicepresidente y la inclusión en un proceso penal para terminar con su renuncia y posterior asilo en Costa Rica.

1.3. Intranquilidad política, Crisis Internacionales y el Fenómeno del Niño

Aparte de la inestabilidad que envolvía al sistema financiero en el Ecuador, hay que agregar otro ingrediente que contribuyó fuertemente al progresivo deterioro de la situación nacional el cual fue la intranquilidad política del país, de esta forma cada vez más fuerte, se produjeron efectos negativos sobre las inversiones en territorio nacional.

Bajo un ambiente externo más auspicioso, el Gobierno Ecuatoriano se enredó a lo largo de la pre-crisis, manteniendo la

economía y el sistema financiero en un equilibrio inestable en el período 1996-1997. Con condiciones de liquidez restauradas a un nivel sistemático, las tasas de interés tendieron a la baja nuevamente, pero la pobre calidad de los activos bancarios y la resultante escasez de liquidez no pudieron ser remediados. El sector bancario se mantuvo frágil y vulnerable a los efectos de shocks externos adversos en un ambiente de debilidad institucional que no permitía al gobierno lidiar de manera eficaz con mayores problemas bancarios.

A la intranquilidad política que sufría el país se sumaron dos ingredientes más, las crisis internacionales y el fenómeno del Niño, provocando un empeoramiento de la economía y una inflación del 30%.

El origen de la crisis que se desató tanto en Asia como en Rusia tiene como signo común, el deterioro de las reservas monetarias internacionales, lo que obligó a tomar medidas devaluatorias inmediatas. Sin embargo, la diferencia entre una y otra crisis es que en el caso de Asia, la fuente que originó la crisis fue de orden financiera, estructural de negocios e inversiones con muy poco de desajustes macroeconómicos. En

Rusia en cambio, los desajustes macroeconómicos de balanza comercial y cuenta corriente y de orden fiscal y monetario fueron el detonante. Esta diferencia es crucial en el momento de evaluar los posibles impactos de ambas crisis en América Latina y en el Ecuador en particular. Sí bien las medidas inmediatas que se aplicaron para enfrentar ambas crisis aparentemente son las mismas (devaluación acelerada, regulación al flujo de capitales, medidas arancelarias y no arancelarias, etc.), la respuesta en los mercados internacionales serían diferentes.

1.3.1. Consecuencias

Debido a las crisis internacionales disminuyeron las exportaciones, debido a las diversas crisis que implicaron a los llamados mercados emergentes, los inversionistas extranjeros también redujeron sus actividades en el Ecuador. La Balanza Comercial cayó a 598 millones de dólares.

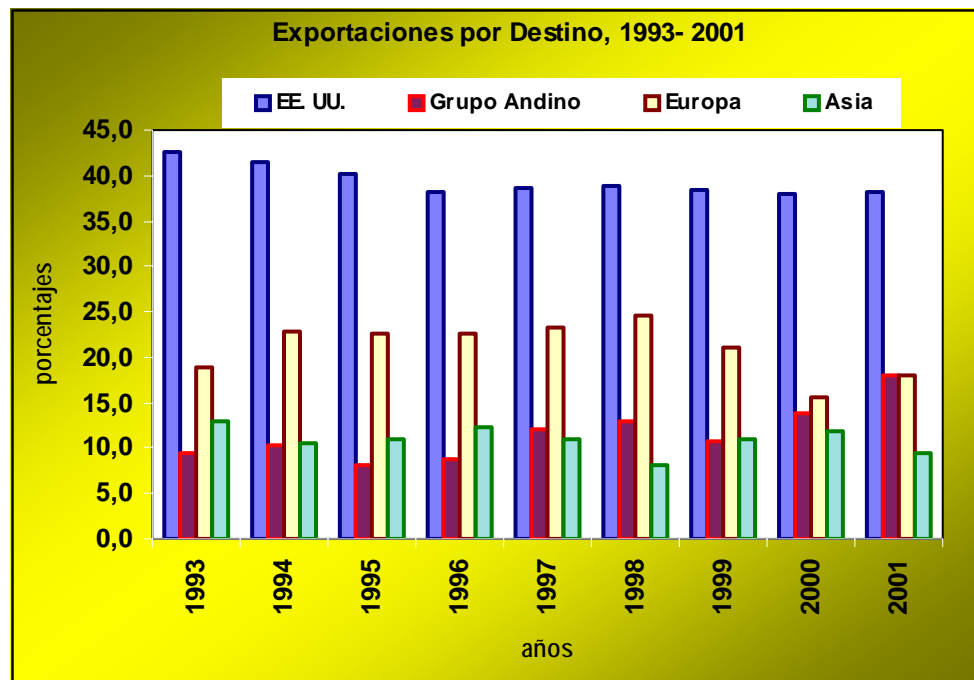


Gráfico 1.1
Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: Autores

El Fenómeno del Niño causó grandes problemas al sector productivo en especial a los sectores pesquero y agrícola, ya que muchas empresas dedicadas a esta actividad cayeron en default. Los daños a nivel global sumaron alrededor del 13.4% del PIB, unos 2,651 millones de dólares; el sector social fue afectado con el 1%, la infraestructura con un 4.2% y el sector productivo con un 6.5%. Los servicios de emergencias para sobrellevar la crisis tuvieron altos costos.

Entre los productos más afectados estuvieron la caña de azúcar (273 millones de dólares en pérdidas), la soya (146 millones en pérdidas) y el arroz (145 millones en pérdidas). Las interminables lluvias aumentaron la cantidad de agua dulce en las piscinas de las camaroneras reduciendo la calidad del camarón. Muchas empresas de la costa no pudieron pagar sus deudas por las grandes pérdidas, lo que implicó un aumento en la cartera vencida que mantenían los bancos; en este sentido la crisis empezó un proceso de expansión.

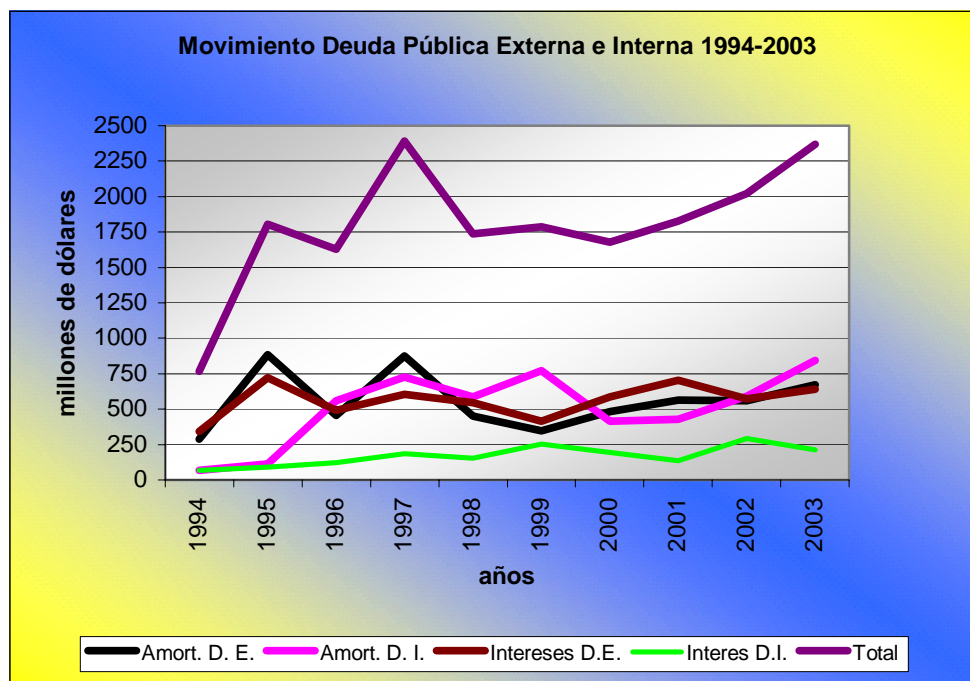


Gráfico 1.2
Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: Autores

En 1998, mientras la economía ecuatoriana no se había recuperado por completo de la crisis de mediados de los años 90s, se hicieron público largos períodos de vulnerabilidades macroeconómicas y defectos del sistema financiero.

1.4. Crisis durante la Presidencia del Dr. Jamil Mahuad Witt

En 1998 fue el año que la crisis se salió de control, poco después de posesionado como presidente el Dr. Jamil Mahuad Witt, tras ganar las elecciones presidenciales a su rival, el magnate ecuatoriano Ab. Álvaro Noboa Pontón. El nuevo gobierno debía lidiar con una producción reducida, un pueblo empobrecido y con la negociación del inconcluso conflicto con el Perú.

Mientras debilitados capitales eran el corazón de los nuevos problemas bancarios, un evento visible fueron los retiros de depósitos. El traumático cierre de Solbanco en Abril de 1998, fue la chispa para la crisis bancaria ecuatoriana. Aquello acicaló contagio y escape de depósitos en otros bancos, incluyendo dos de los tres bancos más

grandes, apurando a varias instituciones en la búsqueda de soporte de liquidez por parte del Banco Central para frenar una crisis de liquidez en aumento, lo cual indujo a una sistemática reducción gradual crediticia . El contagio se dio debido a las pérdidas incurridas por los depositantes en los bancos cerrados, en particular medianos y grandes depositantes que no pudieron recuperar sus ahorros.

El 15 de Agosto de ese año, el entonces Ministro de Finanzas publicó la liquidación del Banco de Préstamos. Este Banco, perteneciente a la familia Peñafiel, poseedora de un gran poder económico, se encontraba inmerso en negocios petroleros, con Estados Unidos, Rusia, entre otros. Debido a la Crisis Rusa, sus empresas presentaron grandes dificultades, incluido el Banco de Préstamos que como consecuencia de estas dificultades y la crisis quebró.

Según publicaciones del Diario "El Comercio" del 8 de Marzo del 2001, hasta el 24 de Agosto de 1998 habían quebrado cuatro bancos y siete instituciones financieras.

1.5. De La Agencia De Garantía De Depósitos

Luego, después de que Solbanco y el Banco de Préstamos mostraron dificultades, el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional se dieron cuenta de la crítica situación del sistema financiero ecuatoriano. Una comisión conformada por representantes del Banco Mundial bajo el liderazgo de Augusto De La Torre, recomendó la creación de una institución cuyo deber fuera el de garantizar los depósitos. Para evitar los pánicos bancarios y sus costos sociales, los gobiernos han establecido esquemas de aseguramiento para los depósitos, bajo estos esquemas, el banco paga una prima a la compañía de seguros de depósitos y a cambio los depositantes mantienen su dinero asegurado en cierto nivel en el caso de que el banco presente problemas.

Tratando de ajustarse a este concepto es que se crea la AGD (Agencia de Garantía de Depósitos) cuya meta era estabilizar la confianza en el sistema financiero mediante el ofrecimiento de garantía a los depósitos para evitar la masiva fuga de capitales y otorgarle al estado la facultad de poder intervenir en el sector bancario.

La garantía ofrecida por la AGD hacia los depósitos era ilimitada, esta era una decisión peligrosa, en especial porque en ese momento había muchos bancos que sufrían por falta de liquidez. La AGD aumentó el riesgo moral, y predisponía a los bancos y a los clientes a correr más riesgos, dado que ante cualquier eventualidad, el estado respondía ante los depositantes por los depósitos e inversiones mantenidas en el sistema financiero doméstico. En contraste a lo que se hizo, la garantía que se dio a los depósitos en el sistema financiero debió ser más limitada, en este sentido, se trataba de evitar que aumente el riesgo moral que predisponía a los bancos y clientes a involucrarse en mayores riesgos. Esto se realizó más tarde cuando la AGD limitó las garantías, pero ya había sido demasiado tarde, ejecutando una medida que se debió dar desde el inicio.

Según Ruth Plitman Pauker en un estudio realizado para la Fundación Friedrich-Ebert hay 3 factores que contribuyeron a la generalización de la crisis:

- La creación de la AGD
 - La caída de Filanbanco
-

- La introducción del 1% de impuesto a la circulación de capitales (ICC).

Según datos de la autora de este estudio el 60 % de los depósitos pertenecían tan solo al 1% del total de depositantes. Para esta gente era muy fácil trasladar su dinero al exterior.

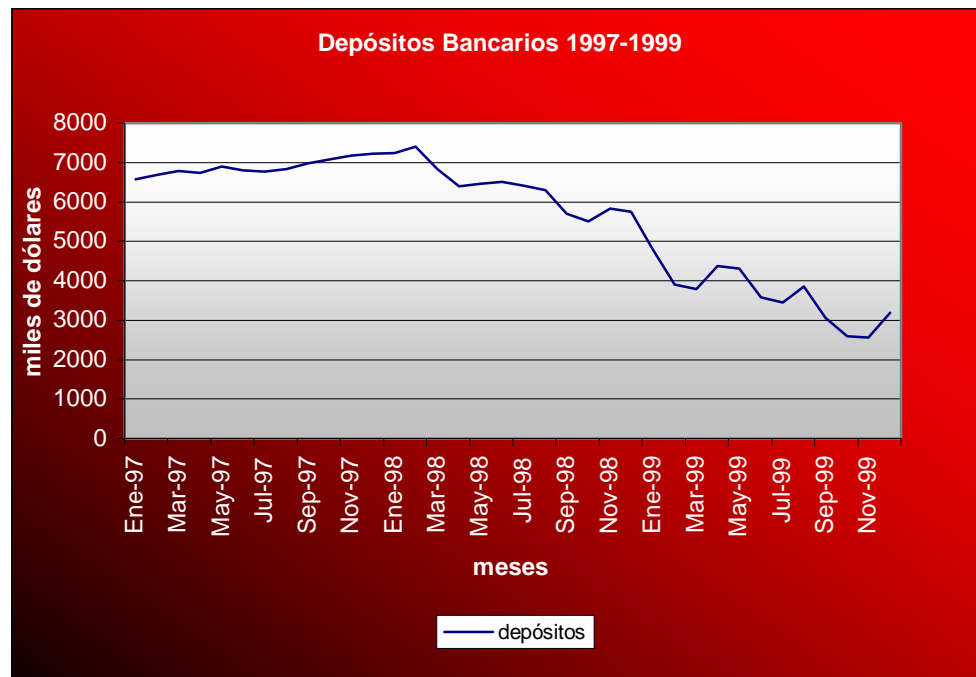


Gráfico 1.3

Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: Autores

Con la creación de la AGD y del ICC se movieron una gran cantidad de estos capitales al exterior. Esto sumado a las especulaciones provocaron un aumento en el tipo de cambio de dólares, que resultó insostenible para el sistema de bandas cambiarias que rigió hasta el 12 de Febrero de 1999, por lo que se dejó el cambio a libre flotación (a la influencia del mercado).

La presión sobre la divisa norteamericana se vio agravada por diferentes razones. Desde la crisis, los bancos, cuando no han especulado directamente con el dólar, desde finales de 1999, se han dedicado a captar fondos en el mercado local y colocarlos con un mínimo de riesgo en el Banco Central, en lugar de canalizarlos al crédito productivo, dado que la tasa que reconoce el Instituto Emisor por los depósitos era elevada (BCE, nov, 1999). Con el objeto de "esterilizar la emisión monetaria", en efecto, el BCE empezó a captar depósitos sobre los que ofrecía intereses más elevados que las tasas activas referenciales del sistema financiero privado. Esto les permitió, a vista y paciencia del BCE, hacer un negocio altamente rentable y distraer recursos para las actividades productivas, a

no ser, por supuesto, las empresas vinculadas a los propios grupos financieros. Pero, además tuvo un efecto inesperado.

1.6. Grandes Bancos pasan a Manos del Estado

Problemas financieros y macroeconómicos, se agravaron cuando Filanbanco, un banco con la más grande base de activos del país, el más grande stock de líneas de crédito y el segundo más grande poseedor de depósitos, pidió soporte de liquidez al Banco Central en Septiembre de 1998. En 1998 los siguientes Bancos pasaron a manos del estado: Solbanco, Filanbanco, Banco de Préstamos y Tungurahua.

En ausencia de instrumentos efectivos de resolución bancaria, la primera línea de defensa para lidiar con las necesidades de liquidez fue la provisión de asistencia de última instancia. El total de préstamos emergentes alcanzó cerca del 30% de la base monetaria para asistir a 11 instituciones financieras a finales de Septiembre de 1998. Anticipándose a una potencial inestabilidad del tipo de cambio, el Banco Central adoptó un discreto cambio ascendente y amplió la banda cambiaria para dar

espacio para una mayor flexibilidad del tipo de cambio. Esto causó que el gobierno tome medidas de ajuste interno por ejemplo a través del aumento de precios de la gasolina. En este estado de crisis, la inestabilidad de los depósitos resaltó fuga de calidad con cambios en la preferencia de moneda de sucres a dólares. Mientras el volumen de los Bonos de Estabilización Monetaria del Banco Central se triplicaron durante Septiembre y Diciembre de 1998, aumentando también sus intereses, se probó la insuficiente capacidad para lidiar con la expansión monetaria.

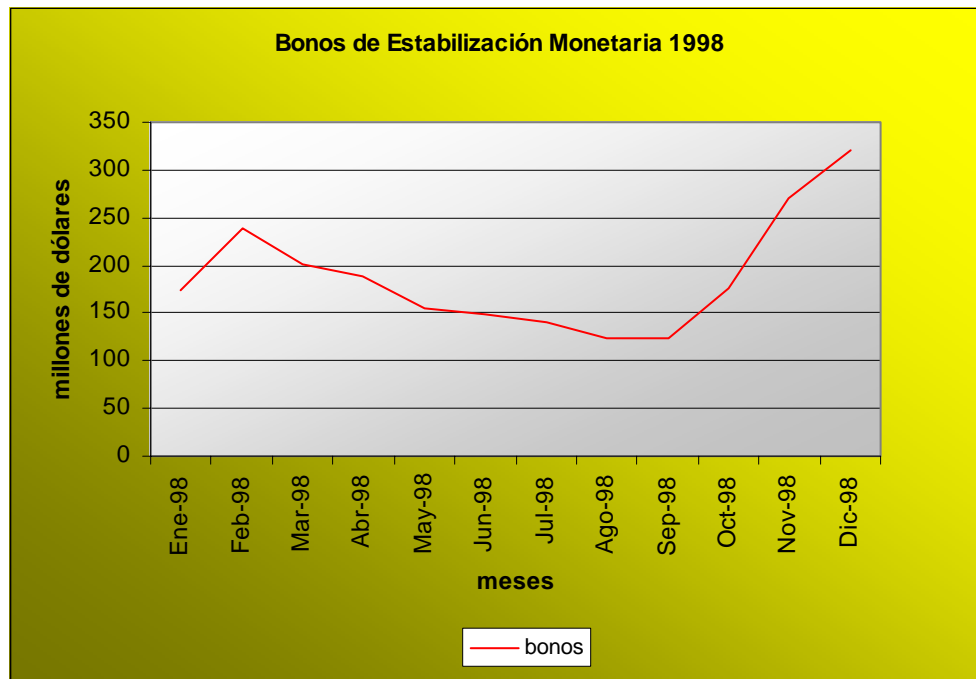


Gráfico 1.4
Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: Autores

Como resultado el sucre sufrió una depreciación del 24%, mientras las reservas internacionales del Banco Central se redujeron en un 7.6%. El recorte de 300 millones de dólares en líneas de crédito por parte de bancos extranjeros durante el último cuarto de 1998 (en el comienzo de las crisis financieras de Brasil y Rusia), fue fundamental para explicar el deterioro externo financiero.

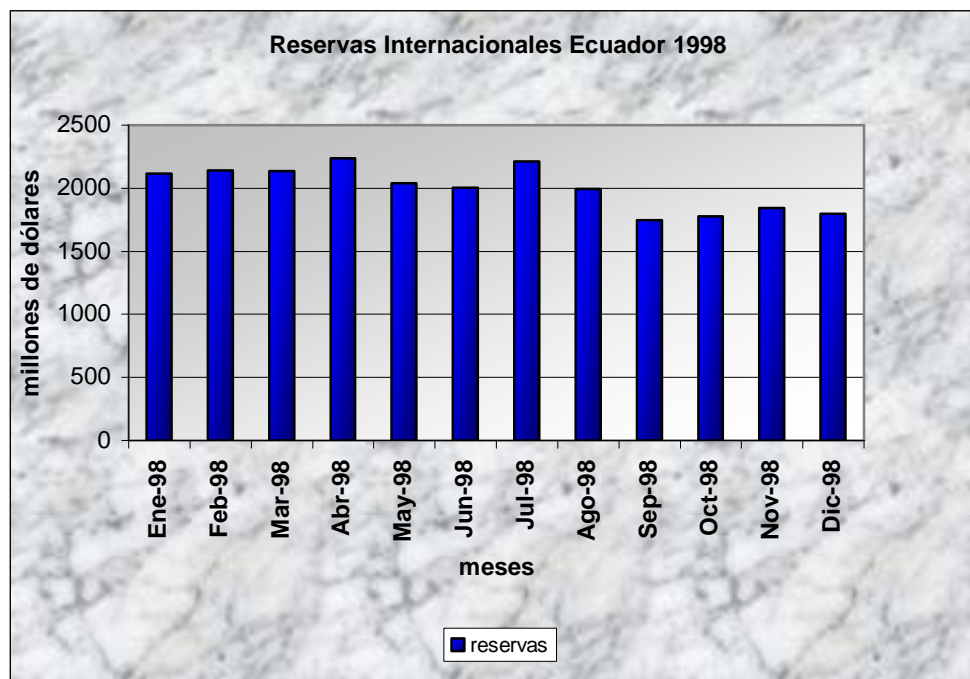


Gráfico 1.5
Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: Autores

Los bancos con problemas que recibieron bonos de la AGD a un interés correspondiente bajo (alrededor del 58%), los canjearon en la CFN, a través de operaciones de redescuento, por Bonos de Estabilización Monetaria (BEM´s). Estos BEMs - cuyo valor total a octubre de 1999, asciende a 5.063.2 miles de millones de sucres - fueron depositados en el BCE, en la perspectiva de esterilizar una parte de la emisión monetaria, por lo cual los bancos recibieron intereses que, desde octubre que la emisión monetaria se considera fuera de control, en algunos momentos supero el 200%, lo que les permitió hacer un considerable negocio. Con la complicidad del BCE, preocupado en controlar la masa monetaria en circulación que podía acarrear un proceso más acentuado de inflación y deterioro de la moneda, el sistema financiero a través del uso de los BEMs, salió, pues, altamente favorecido. Además, se debe tomar en cuenta que los bancos que recibieron créditos del BCE, a cambio de los cuales entregaron garantías que estaban en franco deterioro, usaron estos recursos para "defenderse" recurriendo a su transformación en dólares, es decir para "fondearse" como una estrategia claramente perseguida. Es decir, utilizaron "liberalmente" estos recursos (cada uno por su cuenta y sin que exista una política monetaria por parte del BCE

que ponga freno a esta situación), con la finalidad de aprovisionarse y especular con el dólar.

De otra parte, a pesar de los costos financieros altos, una vez que se hace evidente que en las operaciones de reparto las tasas de interés tienden a la baja (en enero de 1999 las tasas eran de 101%, en marzo del 88%, en julio del 49%, y desde septiembre en el 42%) los bancos con garantía de los bonos de la AGD entregados al Banco Central, obtuvieron recursos líquidos con los se dedicaron a las "inversiones cambiarias", recibiendo dólares a un precio más bajo en el BCE a través de las mesas de cambio y vendiendo a un precio más elevado, lo que les permitió pagar sus obligaciones y obtener una ganancia extraordinaria. El sector financiero, pues, con los ahorros provenientes de los recursos del mercado local que no estaban congelados y con los provenientes del BCE a través de créditos u operaciones de reporto, se dedicaron al negocio especulativo. Tal como lo señala el BCE en Noviembre de 1999: "en el caso de las instituciones financieras predominaba la esfera de la inversión en el mercado cambiario como una opción muy rentable". Además,

gracias a los BEMs y mini BEMs (bonos de circulación inmediata) lograron elevados índices de rentabilidad para sus depósitos.

La acción de la AGD fue limitada desde el comienzo, entre otras cosas, debido al riesgo de solvencia del sistema financiero, pues, la mayoría de las instituciones "se sitúan en niveles de requerimientos mínimos establecidos del patrimonio técnico, activos ponderados por riesgo", que es del 9%, lo cual da una idea de su fragilidad. Su tarea, desde el principio, se presentó además como vasta y, en la práctica, se superpuso a las funciones del BCE y de la Superintendencia de Compañías, debilitando y deslegitimizando las funciones de uno y otra. El reconocimiento sin límites de las garantías para preservar el patrimonio de los depositantes han ocasionado altas iniquidades sociales. Como las garantías han servido para que se preserven los depósitos en dólares y en sucres sin límites esto ha favorecido a los depositantes en dólares más que a los de sucres. De otra parte, como los depositantes en dólares generalmente eran los grandes inversionistas, aquellos que han usado preferentemente el crédito, y forman parte de las mismas empresas vinculadas a los "grupos financieros", se entiende que éstos fueron

ampliamente favorecidos con estas medida, en desmedro del pequeño ahorrista, casi siempre depositante en sucres. Por último, se debe reconocer que en una situación de depreciación de la moneda los que "primero" recibieron o canjearon sus depósitos por bonos, fueron los más favorecidos ya que, pudieron recibir una tasa de descuento más alta que los que les siguieron después. Es decir, a medida que se incrementaba la emisión monetaria, se devaluaba la moneda y se elevaba la tasa de cambio.

Los bonos AGD fueron el nefasto resultado de los esfuerzos fallidos del Ministerio de Finanzas y el Banco Central del Ecuador por intentar impedir la quiebra de varios bancos. Las operaciones de salvataje bancario se iniciaron durante la segunda mitad de 1998 y se extendieron hasta principios del año 2000. Según Wilma Salgado ex – Gerente General de la AGD, por la ley de la Agencia de Garantía de depósitos, el Ministerio de Finanzas emitió bonos del Estado entregados a la AGD que fueron canjeados en el Banco Central por sucres de emisión, por un monto de 1,400 millones de dólares, que la AGD canalizó nuevamente en

su mayor parte para capitalizar al Banco del Pacífico y al Banco la Previsora, los cuáles más tarde se declararon en quiebra.

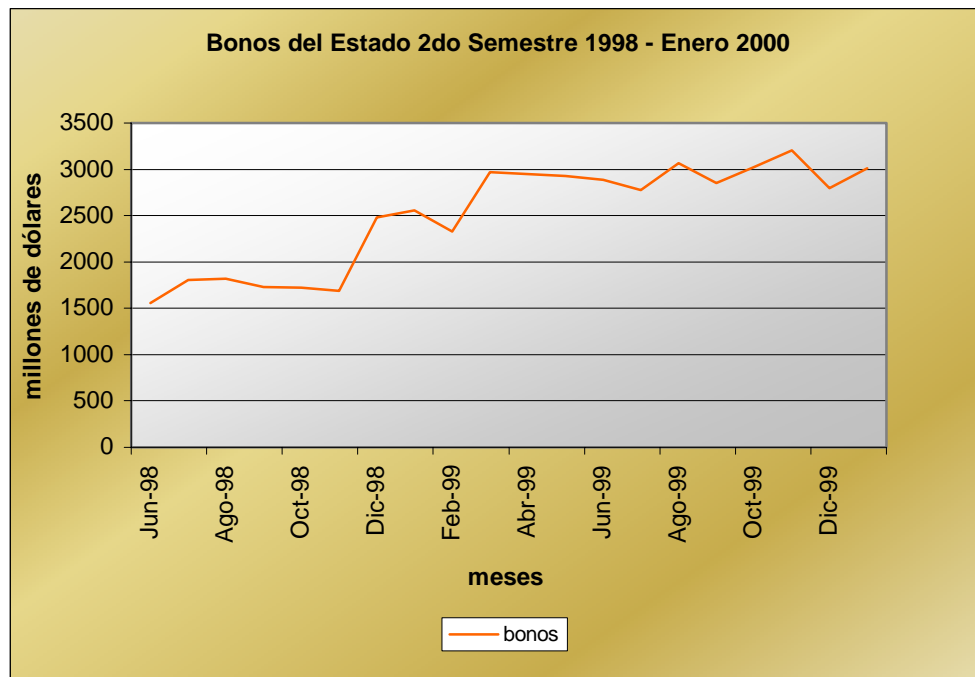


Gráfico 1.6
Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: Autores

1.7. Consecuencias de los Bonos AGD

El impacto sobre la economía de la entrada al sistema de los bonos AGD fue devastador, por la manera irresponsable en que se hizo, ya que en realidad esta medida fue igual que haber emitido 1,400

millones de dólares de forma inorgánica. Estos recursos que se inyectaron al sistema con la excusa de salvar el sistema financiero nacional sirvieron de una mayor forma para empobrecer al común de la población ecuatoriana, disparar la inflación, aumentar el stock de deuda pública en forma significativa, acelerar el cataclismo del sistema financiero, quebrar miles de empresas y destruir plazas de trabajo.

La emisión inorgánica crea desajustes graves a nivel macroeconómico, ya que toda emisión monetaria realizada por el banco central debe estar plenamente respaldada, en la cantidad de divisas que una nación mantenga en su poder, y por ende en la producción en términos reales, en este sentido ninguno de los dos hechos ocurrió, por lo que esta "emisión" aportó al acelerado crecimiento de los niveles de precios, que entraron en un proceso de ajuste, a fin de lograr equilibrar la economía.

Desde otro ángulo, el uso abierto de los bonos de la AGD, más allá de un crecimiento de la emisión monetaria (M1) y del cuasidinero (M2) que afectaron la masa en circulación y, por ende, el nivel general de

precios, ha ocasionado una serie de distorsiones. Estas se refieren, tal como se ha señalado, a su canje en BEMs y al uso de éstos por parte de los bancos en la perspectiva de favorecer sus intereses en desmedro de los intereses del país. Sobre este punto se debe señalar que la acción de la AGD orientada a lograr la recuperación de los bancos con problemas, se ha realizado sin un horizonte claro que explicita el "hacia dónde", es decir, no ha generado una política de asistencia a las instituciones financieras que busque propósitos como país, en coordinación con el BCE y la Superintendencia de Bancos. Debido a esta circunstancia, las instituciones financieras y, especialmente las que han pasado a manos del Estado, han usado toda clase de recursos en la perspectiva de lograr una recuperación de estas entidades, sin prestar atención a los intereses nacionales.

1.8. Declaración de Feriado Bancario y Realización de Auditoría Internacional

En 1999, la flotación creó nuevos problemas debido a que el sucre se depreció rápidamente cerca del 50% durante el mes de Marzo, hasta alrededor de 9349 sures por dólar, intensificando los problemas de

muchos bancos; la situación no mejoró y en ese entonces era insostenible. En medio de la crisis monetaria y con el Banco el Progreso demandando liquidez al Banco Central, el 8 de Marzo de 1999 el Superintendente de Bancos declara el feriado bancario, que fue prolongado por una semana.

Luego de esto, en un ambiente de sistemática carencia de confianza, el gobierno impuso el congelamiento de los depósitos bancarios; cuando los bancos del país reabrieron sus puertas el 15 de Marzo, la gente no tenía acceso a su dinero. Como resultado del feriado bancario y el congelamiento e los depósitos, la falta de confianza en el sistema bancario aumentó y la preferencia por efectivo versus depósitos de demanda, saltó de un rango menor a 0.90 a uno cercano a 1.5 entre Febrero y Marzo de 1999, lo cual puede interpretarse como una decisión de precaución en anticipación a nuevas medidas confiscatorias por parte del gobierno.

El congelamiento de los depósitos temporalmente detuvo la caída del sucre y estabilizó la inflación, pero pagando el alto costo de debilitar el

funcionamiento del sistema de pagos, lo cual fue responsable de la caída del PIB en un 7% en 1999; mediante la imposición del congelamiento de los depósitos, el gobierno compró tiempo para limpiar el sistema bancario. Paulatinamente las cuentas fueron descongeladas, pero hasta hoy en día se está pagando a clientes que aún no han podido recobrar su dinero.

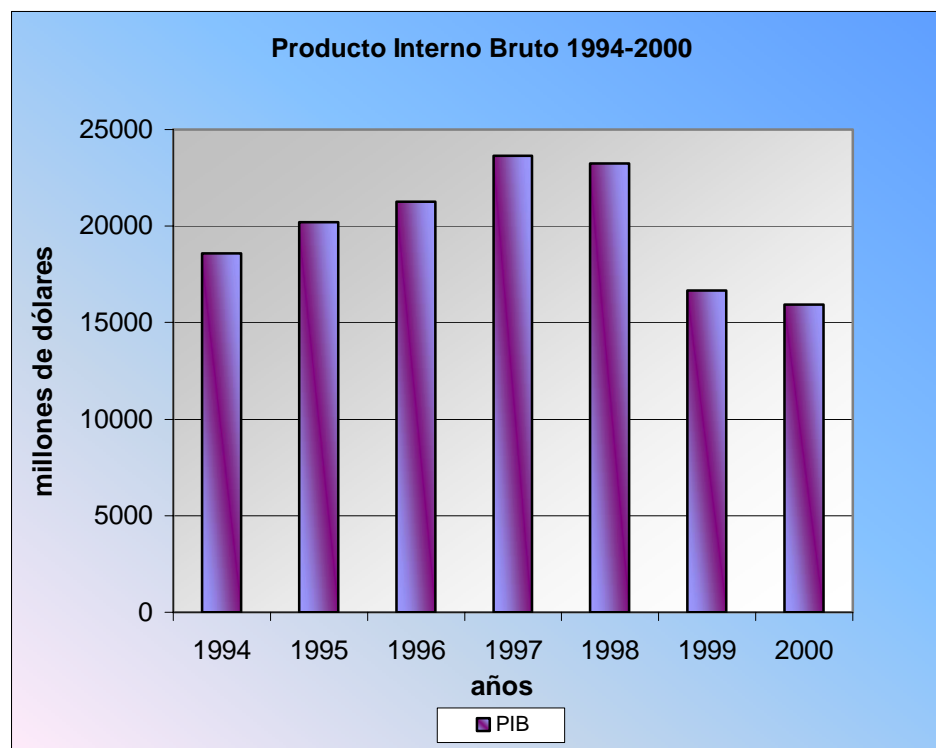


Gráfico 1.7

Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaboración: Autores

La devaluación monetaria de Brasil del 18 de Enero de 1999 intensificó aún más la presión especulativa sobre el sucre. La migración a España se dio en grandes oleadas.

Este año se realizó una auditoría internacional, que tan solo dio visto bueno a cuatro bancos, en el resto, la calificación obtenida fue mucho peor que la calificación realizada por la Superintendencia de Bancos. Siete instituciones se encontraban ilíquidas. De ellas, Filanbanco se encontraba en reestructuración, Bancomex en capitalización y el Banco de Préstamos en liquidación desde 1998. Muy seria eran los problemas de iliquidez del Banco del Progreso; el 22 de Marzo se da inicio a la fase de capitalización fuera de la AGD, pero bajo supervisión estatal; el 13 de Julio entró en saneamiento; el 19 de Agosto, la AGD inició demandas por tres supuestos delitos: ocultamiento y falsedad de información, peculado bancario y falsificación de diferente índole. El Banco del Progreso tuvo un déficit financiero de 1,145 mil millones de dólares. Otro de los resultados arrojados por la auditoría, mostró que otras diez instituciones no tenían el patrimonio técnico necesario. Seis de ellas recibieron la posibilidad de reestructurarse. Cuatro bancos fueron supervisados por el estado y

recibieron créditos de liquidez. El empleo de auditores internacionales para evaluar la solidez del sistema bancario era un reconocimiento abierto de la debilidad institucional del Ecuador, en particular, de la inhabilidad de la Superintendencia de Bancos para indagar acerca de la solidez del sistema financiero.

1.9. Descongelamiento de Depósitos y Quiebra del Banco del Progreso

El descongelamiento gradual de los depósitos a mediados de 1999, por ser muy prematuro ocasionó una nueva ola de retiros de depósitos. En una atmósfera de gran inquietud social y en un esfuerzo por normalizar el funcionamiento del sistema de pagos, el gobierno empezó a descongelar gradualmente los depósitos sin asegurarse de un apropiado resguardo de liquidez en el sistema bancario. Los retiros de los depósitos siguieron en aumento como resultado de la falta de claras señales de estabilización económica y en medio de rumores recurrentes de nuevos feriados bancarios. Más aún, los nuevos retiros de depósitos

se tradujeron en un aumento de la demanda de dólares intensificando la depreciación del sucre.

El Banco del Progreso quebró, su dueño y administrador Fernando Aspiazu fue arrestado primero por defraudación de impuestos y en Marzo del 2002 hubo una segunda orden de arresto por malversación de fondos. El Estado intervino en once bancos: Financorp, Finagro, Azuay, Occidente, Progreso, Bancomex, Crediticio, BancoUnión, Popular, Previsora y Pacífico.

En Septiembre de 1999, el gobierno suspendió los pagos de su deuda externa comercial con el Club de París debido al aumento de las obligaciones externas y al reducido nivel de reservas internacionales.

Con una inflación del 60.7% a finales de 1999, los intereses aumentaron otra vez, los pasivos al 49% y los activos al 56%. Las personas y empresas endeudadas con intereses flexibles sufrieron un mayor recargo en sus deudas. En este sentido cada vez menos personas y empresas tuvieron la capacidad de hacer frente a sus créditos . El PIB

cayó de 19,710 millones de dólares a 13,769 millones de dólares. La participación de la deuda fue del 118.25%.

1.10. Dolarización

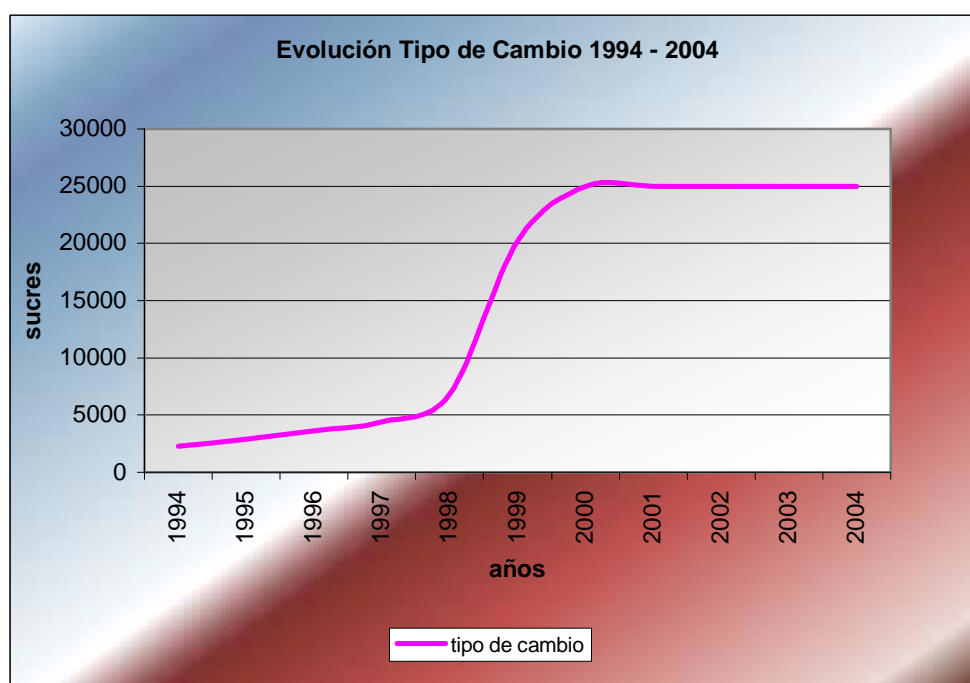


Gráfico 1.8
Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: Autores

Para enero del año 2000, el Presidente Mahuad anunció un tipo de cambio fijo de 25.000 sucres por dólar (1994: 2.196,80 sucres por dólar; 1998: 5.438,50 y en 1999: 11.803,30 sucres por dólar) para

proceder a la introducción del sistema de dolarización. El día 21 de ese mismo mes, Mahuad fue depuesto para que un día después asuma el mando el vicepresidente, el Dr. Gustavo Noboa.

1.10.1. Ley del Desagio y de Transformación Económica

Mediante la llamada "Ley del Desagio", se inició un proceso de conversión de las tasas de interés fijadas en los contratos en sucres a dólares, con fecha del 20 de enero del 2000, mediante decreto ejecutivo No. 1723 regula las tasas de interés, tanto activas como pasivas, lo que obligó a las empresas de intermediación financiera a bajar las tasas de interés, inclusive las pactadas.

En Marzo del 2000 entró en vigencia la "Ley de Transformación Económica", con el propósito de reestructurar la AGD, limitando las garantías; con esto por un año las garantías debían mantenerse iguales, pero al año siguiente éstas se redujeron a la mitad y de ahí en adelante se planeaba sólo un 25%.

El 9 de Septiembre del 2000, el Sucre dejó definitivamente de existir, convirtiéndose el dólar en la única unidad de pago dentro del país.

Luego de implantada la dolarización, el Ecuador empezó un proceso de estabilización y de recuperación a nivel global, pero la situación delicada en el plano mundial especialmente después de los atentados terroristas sufridos por los EEUU el 11 de Septiembre del 2001, provocó un retraso en este proceso.

En Julio del 2001, Filanbanco cerró sus puertas para siempre y las cuentas de los clientes se congelaron. La liquidación del Filanbanco repercute en el Banco del Pacífico, que es el único banco que sigue en manos del estado, los demás bancos en manos del estado fueron cerrados. Los clientes de éste banco tienen más desconfianza de la administración estatal de la AGD; su rentabilidad en Octubre de éste año era del -62,6%, crítica.

El FED (Reserva Federal de EEUU) reaccionó con ajustes de intereses del 6.5% al 3.5% en agosto del 2001. El Banco Central Europeo

no reaccionó tan fuerte, pero se mantuvo dentro de la tendencia. Por un lado la situación de los mercados internacionales produjo beneficios para el país en el sentido de que la reducción de intereses facilita el repago de la deuda externa, pero en otro sentido es perjudicial porque reduce la demanda de bienes a nivel global.

Hacia Octubre del 2001 la rentabilidad de los bancos privados en general subió al 17.7%, la cantidad de cartera vencida bajo al 12.2%, siendo en Octubre sólo el 9,3% de la Cartera Total. Haciendo una comparación con el año anterior el PIB se incrementó a 13,649 millones de dólares. Las tasas de interés pasivas fueron de 5.1% y las activas del 14.55%, consideradas demasiado para una economía dolarizada como la nuestra.

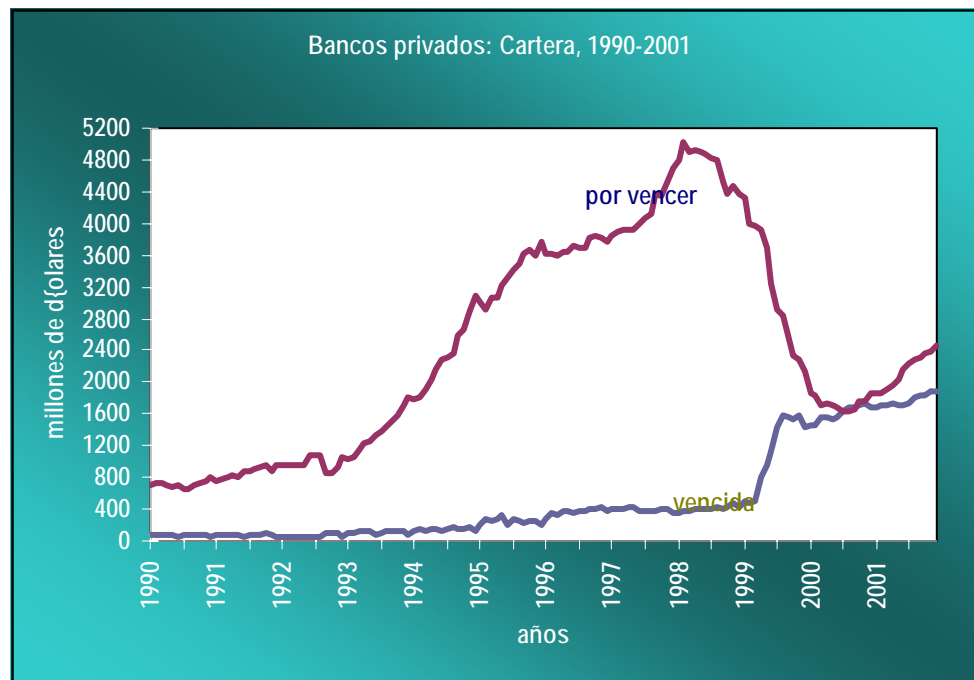


Gráfico 1.9
Fuente Banco Central del Ecuador
Elaboración: Autores

En el 2002, se provoca un aumento notable del consumo; aunque no tanto por una mejora en la economía del país, sino más bien como resultado de la descongelación de las cuentas y de la desconfianza frente a los bancos. La gente prefiere consumir su dinero antes que correr el riesgo de ver sus cuentas congeladas nuevamente.

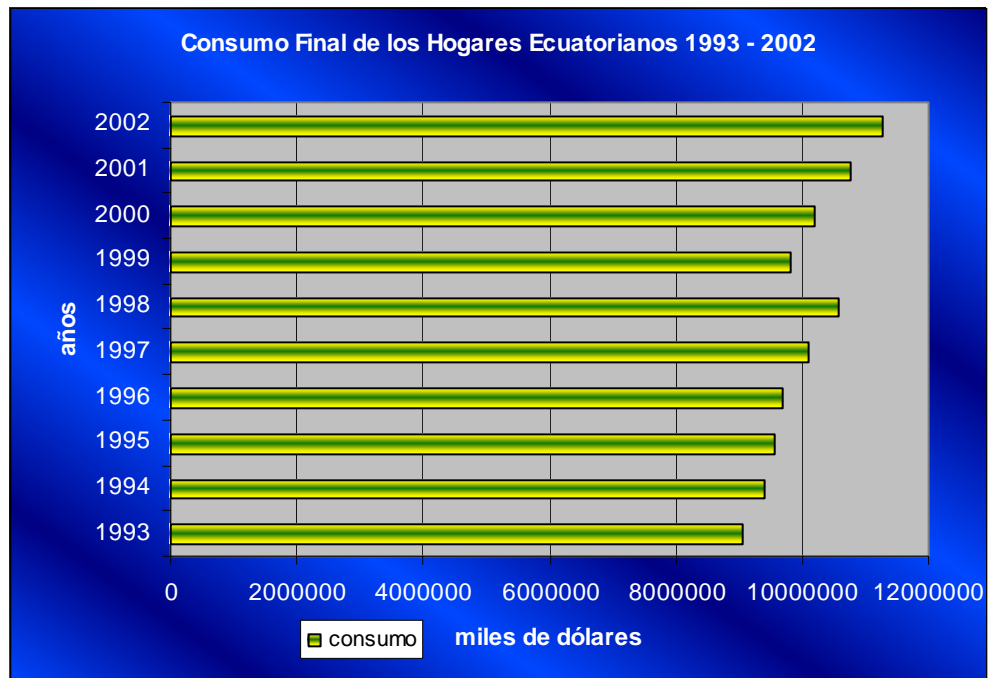


Gráfico 1.10
Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: Autores

La situación económica grave, las especulaciones, fuga de capitales, corrupción, peculado, crisis internacionales, deuda externa muy elevada y mucha inseguridad política llevaron al sistema bancario a la peor crisis del siglo.

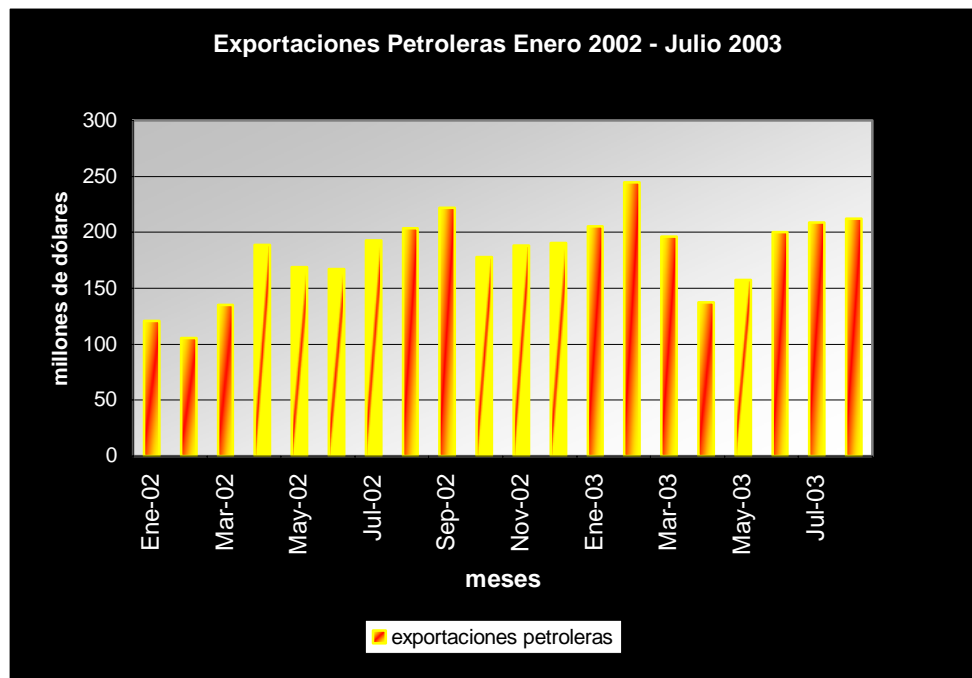


Gráfico 1.11
Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: Autores

La economía ecuatoriana presentó una contracción de 0,5% anual en el segundo trimestre de 2003, como consecuencia de la caída del volumen exportado de petróleo y de la desaceleración de la demanda interna. La economía ecuatoriana se contrajo en el primer trimestre de 2003 (0,5% anual), afectada por la desaceleración de la inversión, asociada a la culminación de la construcción del proyecto del Oleoducto

de crudos pesados (OCP), y por la dinámica contractiva de las exportaciones, ocasionada por la caída en las exportaciones de petróleo.

En línea con la reciente desaceleración, la tasa de desempleo continuó registrando niveles superiores a los observados en 2002, deteriorando la dinámica de consumo privado de la economía. A pesar de la desfavorable evolución de las exportaciones petroleras, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos fue inferior al observado un año atrás debido al crecimiento de las exportaciones no petroleras y a la tendencia descendente de las importaciones. El país continuó recibiendo recursos de largo plazo por concepto de inversión extranjera directa y, aunque se presentaron salidas de capital de corto plazo, las RILD permanecieron constantes. El resultado del sector público continuó siendo superavitario (1,5% del PIB a junio). Sin embargo, el crecimiento del gasto público en remuneraciones y la contracción de los ingresos tributarios muestran la necesidad de realizar avances adicionales en términos de la disciplina fiscal que exige la dolarización. La inflación siguió disminuyendo y en septiembre de 2003 descendió a 7,5% anual, la

tasa de cambio real presentó una depreciación anual de 2,3%, producto de la reciente depreciación del dólar de EEUU frente al resto de monedas.

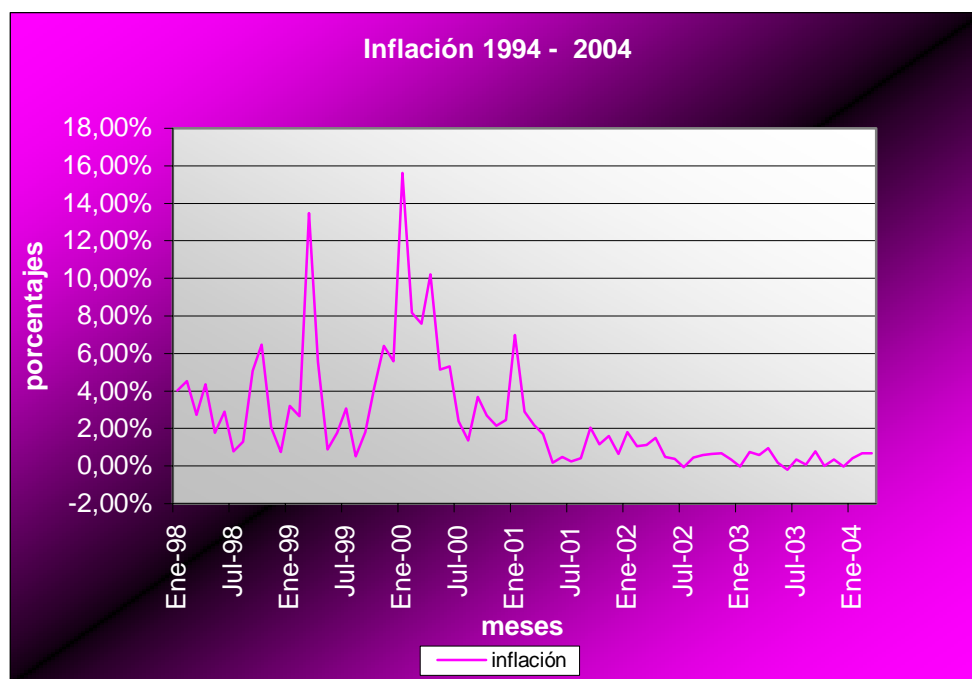


Gráfico 1.12
Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: Autores

La liquidez de la economía entendida como la suma del cuasidinero y de los depósitos del SPNF en el Banco Central fue creciente a lo largo de ese año. En particular, la tasa activa cerró el tercer trimestre en 11,3%, el nivel más bajo desde la adopción del esquema de dolarización. En septiembre, la tasa pasiva fue de 5,2%. La disminución

de la tasa activa podría estar asociada a una caída en las expectativas de inflación.

1.10.2. Breves Críticas a la Dolarización

Hasta ahora los resultados de la dolarización resultan ser muy confusos para los expertos, casi todos los indicadores económicos han sido positivos hasta ahora bajo la dolarización. La economía ha crecido, el dinero ha retornado al sistema bancario, permitiendo descongelar los depósitos, la inflación ha caído, aunque aún no a los niveles deseados, hay superávit en el presupuesto del gobierno central, aunque esto no solamente puede atribuirse a la dolarización sino también ha habido varios factores que ayudaron al Ecuador a salir adelante, entre esos un precio del barril de petróleo muy alto debido a las crisis en oriente medio.

Una queja sobre la dolarización hace referencia a que las tasas de interés son altas, mucho más que las tasas referenciales de los EEUU o de economías dolarizadas como El Salvador y Panamá. Un número de factores pueden explicar porqué las tasas de interés sobre los préstamos

al público permanecen altas. Entre esos está el de que el sector bancario aún hasta hoy no se ha recuperado completamente de la crisis del 99, los deudores están pagando altas tasas de interés en parte para recapitalizar los bancos. Otro factor es la falta de internacionalización del sistema bancario al igual como en otras economías dolarizadas, dicha internacionalización tiende a presionar las altas tasas de interés por los préstamos hacia la baja, a niveles internacionales porque le da al país acceso a la competencia mundial entre prestamistas, aunque aún es ciertamente pronto esperar una internacionalización debido a que la experiencia indica que cuando un país adopta la dolarización o algún otro tipo de unión monetaria, los bancos extranjeros típicamente esperan algunos años para observar un cambio genuino antes de establecer sus oficinas.

CAPÍTULO 2

DETERMINANTES DEL SPREAD Y DE LAS TASAS DE INTERÉS DEL SECTOR CORPORATIVO Y DE OTRAS OPERACIONES ACTIVAS EN EL MERCADO FINANCIERO ECUATORIANO DURANTE EL PERIODO POST-DOLARIZACIÓN

La ejecución del estudio sobre el spread bancario indica que éste debe medir el costo de la intermediación financiera, es decir, la diferencia entre el precio que cobran los bancos a quienes adquieren préstamos y lo que pagan a los depositantes. De lo anterior se deriva la existencia de dos tipos generales de tasas de interés: la tasa pasiva o de captación, que es la que pagan los intermediarios financieros a los oferentes de los recursos por dinero captado; la tasa activa o de colocación, es la que reciben los intermediarios financieros de los demandantes por los préstamos otorgados. En este sentido es importante el análisis sobre la evolución de dichas tasas en el tiempo por las implicaciones que estas conllevan sobre las decisiones intertemporales de los agentes en la economía.

En nuestro país además, el Banco Central del Ecuador publica diversos tipos de tasas de interés de las cuales nos vamos a centrar en los siguientes:

- **Tasa Activa Referencial**, es igual al promedio ponderado semanal de las tasas de operaciones de crédito de entre 84 y 91 días, otorgadas por todos los bancos privados, al sector corporativo.
 - **Tasa Pasiva Referencial**, igual a la tasa nominal promedio ponderada semanal de todos los depósitos a plazo de los bancos privados, captados a plazos de entre 84 y 91 días.
 - **Tasas Activas para operaciones de libre contratación para el Sector Corporativo** a un plazo de 361 días o más.
 - **Tasas Activas para operaciones de libre contratación para Otras Operaciones Activas** a un plazo de 361 días o más.
-

- **Tasas Pasivas para Depósitos** a un plazo de 361 días o más.

Para este caso como se menciona con anterioridad, nuestro estudio se basa en tratar de determinar porque básicamente las tasas de interés activas se han resistido a disminuir a los niveles exigidos por los sectores productivo, que vaya de acuerdo a un régimen de moneda dura como es el dólar. Por lo cual, es preciso analizar todos los componentes que influyen sobre las decisiones bancarias y los márgenes de intermediación financiera que estos manejan.

2.1. Margen De Intermediación Financiera (MIF)

Se considera el Margen de Intermediación Financiera (MIF) como la diferencia existente entre los ingresos financieros generados por los activos productivos de una entidad y los egresos financieros producidos por los pasivos onerosos. Este MIF expresado en términos porcentuales es igual a la tasa activa implícita menos la tasa pasiva implícita.

La tasa activa implícita se refiere a los ingresos financieros como porcentaje de los activos productivos y la tasa pasiva implícita a los egresos financieros sobre los pasivos con costo. De esta manera el negocio bancario para poder obtener un rendimiento deberá por lo menos llegar a cubrir con la tasa activa implícita, la tasa pasiva implícita más los gastos incurridos entre los cuales se pueden anotar: gastos operativos, gastos de personal, provisiones e impuestos. Es así, que la tasa activa implícita de los bancos al ser un indicador de la rentabilidad media de todos los activos productivos de un banco es a la vez un indicador de los determinantes de la tasa activa para la cartera crediticia ya que ésta se encuentra en relación directa con la rentabilidad provocada por los demás activos productivos. Como se puede observar en el cuadro contiguo, el margen de intermediación financiero bruto aumentó antes de la dolarización para luego reducirse en forma leve para los siguientes años, pero tanto la tasa activa implícita como la pasiva no han registrado variaciones significativas aunque se encuentran en niveles bajos.

Margen de Intermediación Financiera Bruto						
Sistema Bancario Nacional						
	dic-98	dic-99	dic-00	dic-01	dic-02	dic-03
Activos productivos	7.004.154	3.433.184	3.160.273	3.898.448	4.681.467	5.498.431
Pasivos onerosos	7.350.204	3.608.672	3.587.391	4.055.461	4.782.823	3.914.285
Intereses Ganados	1.561.877	843.071	424.301	366.558	495.928	520.455
Comisiones Ganadas	106.564	45.161	67.564	84.550	116.088	132.363
Utilidades Financieras	630.421	2.966.374	670.692	38.596	68.866	65.671
Ingresos por Servicios	38.145	15.292	14.704	18.093	22.687	50.001
Ingresos Financieros	2.337.007	3.869.898	1.177.261	507.797	703.569	768.490
Intereses pagados	1.318.494	841.792	297.134	157.265	148.290	160.861
Comisiones pagadas	14.864	6.201	8.278	11.810	14.827	16.728
Pérdidas Financieras	439.733	2.436.191	584.846	45.806	27.807	28.356
Egresos Financieros	1.773.091	3.284.184	890.258	214.881	190.924	205.945
Tasa activa implícita	33,37%	112,72%	37,25%	13,03%	15,03%	13,98%
Tasa pasiva implícita	24,12%	91,01%	24,82%	5,30%	3,99%	5,26%
MIF Bruto	9,24%	21,71%	12,44%	7,73%	11,04%	8,72%

Cuadro 2.1

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador
Elaboración: Autores

Con una menor cantidad de bancos operativos y con operaciones exclusivamente en moneda norteamericana, resulta imprescindible entender el comportamiento y las variables que afectan el margen de intermediación financiera para poder llegar a conclusiones que nos permitan tener una idea más clara de los determinantes para las tasas de interés de operaciones activas que se mantienen en niveles aún altos a pesar de la dolarización.

Es importante comenzar este análisis observando cual ha sido el comportamiento de las tasas de interés en el mercado ecuatoriano, para lo cual en el Gráfico 2.1 se muestra una comparativa entre las tasas de interés activas y pasivas referenciales en dólares a partir de 1998 hasta el primer trimestre del 2004. Como se pudo observar la tasa activa referencial en dólares se elevó sustancialmente desde el inicio de la crisis financiera, y una vez entrado en vigencia el sistema de la dolarización la tasa activa se ha mantenido estable presentando un leve descenso comenzando el tercer trimestre del año 2002.

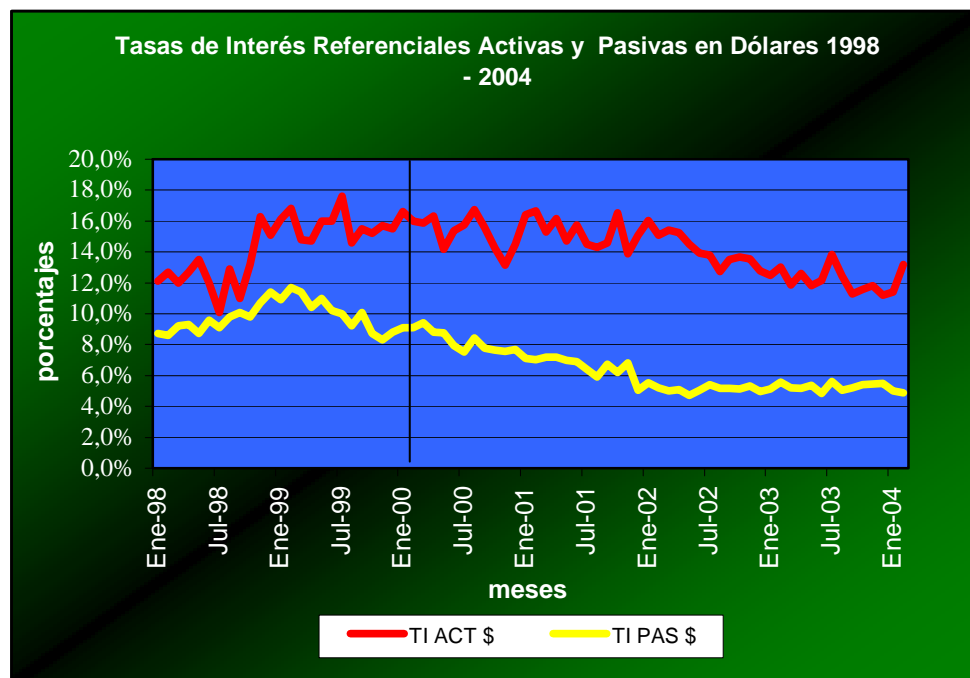


Gráfico 2.1
Fuente: Fondo Latinoamericano de Reservas
Elaboración: Autores

2.2. Determinantes de las Tasas De Interés Activa, Pasiva y el Margen de Intermediación Financiera.

El aumento observado en el margen de intermediación financiera y la aún tendencia alcista de las tasas de interés activas pueden tener sus causas en los siguientes factores:

- Mayor riesgo de liquidez
- Mayor riesgo de default del sector privado
- Mayor poder de mercado en la industria bancaria
- Aumento en los gastos de la banca
- Crecimiento de la deuda pública interna
- Mayor Riesgo País a nivel internacional

Antes de realizar una explicación más detallada sobre los factores de influencia en las tasas de interés tanto activas como pasivas, vale hacer una síntesis sobre el Margen de Intermediación Financiera y sus implicaciones.

Margen Intermediación Financiera

	Pre-Dolarización		Post-Dolarización
	Dólares	Sucres	Dólares
Promedio	4,56%	13,41%	7,90%
Máximo	7,60%	25,70%	10,49%
Mínimo	0,90%	7,44%	5,43%
Desv. Std.	1,84%	4,71%	1,34%
# Observac.	25	25	49

Cuadro 2.2

Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: Autores

Como se puede observar en la tabla anterior, el MIF en sucres en el período pre-dolarización era mucho mayor que el MIF considerado en dólares. Luego en el período post-dolarización se puede constatar que el MIF en dólares es mayor que antes de la implantación de éste sistema, según citan Jaramillo y Murillo (2003), presumiblemente esto se debe a la necesidad de los bancos de obtener una compensación por la desaparición de una fuente de ingresos importante que eran las operaciones en moneda local por las ganancias en los mercados cambiarios, esto es observable también mediante el análisis de los spreads financieros en sucres y dólares que se muestran en el gráfico 2.2. El sector bancario hacia 1999 recibió ganancias extraordinarias debido a la variación en el tipo de cambio que llegaron incluso a representar cerca del 25% de las utilidades percibidas.

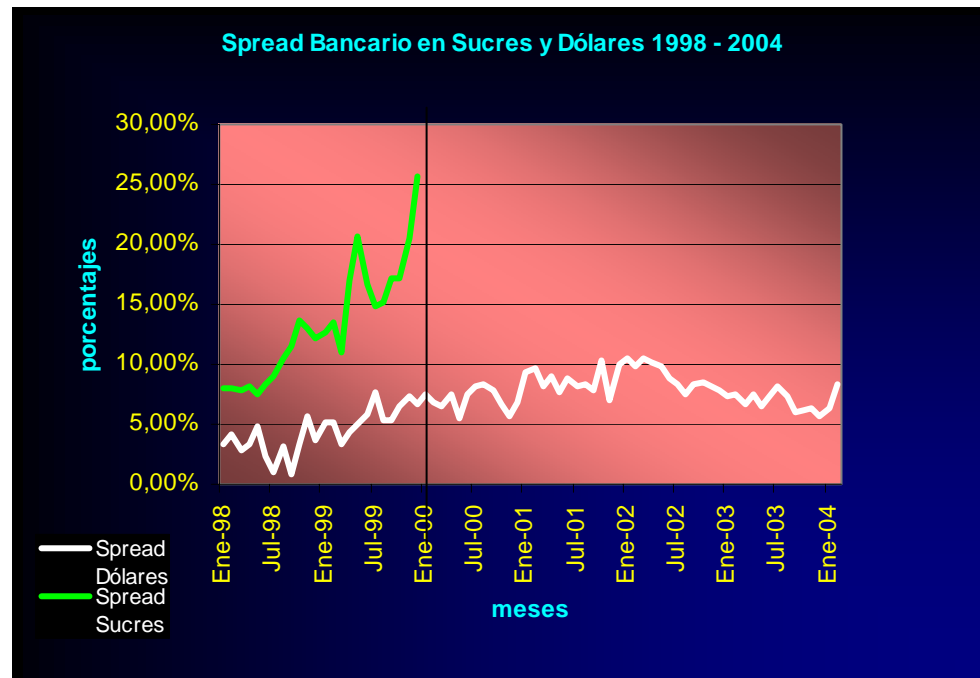


Gráfico 2.2
Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: Autores

En otro sentido, en la post-dolarización la banca mostró una mayor preferencia por los llamados activos externos líquidos que en sí les representan una menor rentabilidad en comparación con los activos domésticos líquidos de alto rendimiento que se adquirirían antes de la dolarización. Además es observable una mayor predilección por activos líquidos en general sobre los activos totales de los cuales su participación se incrementa del 31.3% antes de la dolarización hasta el 34.2% luego de

implantada esta. Por lo que se puede asegurar que al adoptarse la dolarización oficial en la economía el sistema bancario no aumentó la oferta crediticia en valores correspondiente al total de inversiones domésticas que éstos poseían en bonos del Banco Central del Ecuador o del Gobierno Nacional. Dado esto, implicaría que de haberse mantenido los niveles de demanda de crédito iguales entre ambos períodos, la tasa de interés activa hubiera sufrido un descenso, hecho que no ha ocurrido, ya que la banca prefirió apostar a los activos externos líquidos que a los activos domésticos.

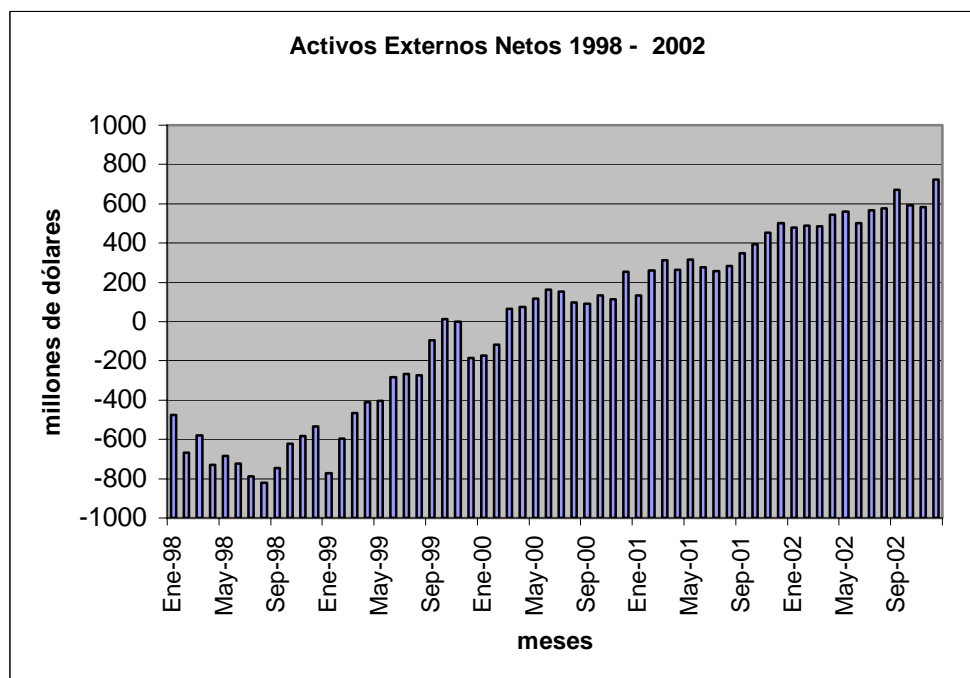


Gráfico 2.3
Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: Autores

En lo que respecta la tasa pasiva implícita en el período post-dolarización ésta ha mantenido una variación negativa mucho mayor a la tasa activa implícita para el mismo período, es así que podemos aseverar que los grandes perjudicados en éste sentido son los ahorristas que en términos generales no perciben ningún beneficio a no ser el de la seguridad por mantener su dinero en el sistema financiero ya que con tasas pasivas menores que la inflación no pueden recuperar en términos reales el valor de su dinero en el tiempo.

Como se señaló anteriormente, los posibles factores que determinan un alto margen de intermediación financiera y a su vez una resistencia a la disminución de las tasas de interés activas son los que detallamos a continuación.

2.2.1. Riesgo De Liquidez

Basándonos en los fundamentos básicos de la teoría monetaria una de las funciones del Banco Central es la de intervenir como

prestamista de última instancia con la finalidad de administrar crisis de liquidez con un costo mínimo.

Bajo determinadas condiciones los Bancos Comerciales que enfrentan problemas de liquidez pueden resolverlos mediante préstamos de corto plazo, la justificación dada para este sistema es que el mecanismo de mercado no es suficiente para proveer a los Bancos comerciales un seguro contra shocks de liquidez. La idea de que los mecanismos de mercado no pueden asegurar a los Bancos en caso de shocks de liquidez se basan en argumentos que implican la existencia de fallas de mercado.

El argumento clásico ha sido evidenciado por Bagehot(1873) quién enfatiza la dificultad que un Banco puede enfrentar o encarar si este debe transmitir información creíble al mercado durante una crisis. En sus propias palabras " todo banquero sabe que si él tiene que probar que él es sujeto de crédito, sin importar cuán bueno fuera su argumento, de hecho su crédito se ha ido". El argumento clásico de precios, el cuál implica que un incremento en las tasas de interés podría compensar a los

prestamistas por el riesgo aumentado que ellos toman cuando prestan aun Banco que enfrenta una crisis, puede de hecho actuar como una señal de una posición insegura y por ende desalentar a los prestamistas potenciales. La falla de mercado puede atribuírsele a la asimetría de información respecto a la solvencia de los Bancos.

La idea del rol del Banco Central como prestamista de última instancia se asocia con el trabajo hecho por Bagehot, pero su argumento está lejos de no recibir objeciones. A continuación nombraremos cuatro enfoques sobre cual debe ser el rol del prestamista de última instancia.

1. Como notable representante de la llamada Escuela Clásica, Bagehot argumenta que :
 - a. El prestamista de última instancia tiene un rol de prestar a instituciones financieras solvente y líquidas.
 - b. Estos préstamos deben estar un nivel o tasa de penalidad, es decir de tal forma que las instituciones financieras
-

beneficiadas por dichos préstamos no puedan hacer uso para cubrir operaciones corrientes.

- c. El préstamo debe ser abierto para las instituciones financieras solventes que hayan probado que poseen buenos colaterales.
- d. El prestamista de última instancia debe certificar su disponibilidad para prestar cualquier cantidad a una institución que reúna las condiciones de solvencia y colaterales.

Hay otras tres visiones que se oponen a esta primera:

- 2. Goodhart (1987,1995) asevera que la bien definida distinción entre iliquidez e insolvencia es un mito debido a que los bancos que requieren la asistencia de un prestamista de última instancia ya se encuentran bajo sospecha de ser insolventes. La existencia de contagio es el argumento adicional que puede inducir al rescate sistemático de cualquier banco.
-

3. La visión de Goodfriend y King (1988) es que las funciones del prestamista de última instancia deben restringirse al uso de operaciones de mercado abierto.

4. Proponentes de un free – banking (sistema bancario libre), no niegan la existencia de una falla de mercado pero sugieren que el mercado aún puede llegar a un mejor resultado que el conseguido por el prestamista de última instancia.

Está claro que estas posiciones pueden resultar de la maximización del bienestar social, tomando en cuenta, asimetrías de información y todas las externalidades que el comportamiento del prestamista de última instancia puede tener: contagio, pánicos y efectos en la seguridad de los mercados, así como problemas de riesgo moral. De esta manera aunque sea en forma teórica las diferencias de las visiones sobre el rol del prestamista de última instancia y su comportamiento pueden atribuirse a la diferencia en la apreciación del costo social de las fallas individuales de los bancos, pánicos bancarios y efectos de contagio.

Una vez inmersos en el sistema de la dolarización, el sistema financiero ecuatoriano pierde ese seguro llamado Banco Central como prestamista de última instancia ya que únicamente se puede prestar de manera ilimitada de manera doméstica y los problemas de liquidez de la mayoría de los bancos generalmente se generan en moneda extranjera. Dado que el único organismo que es capaz de emitir dólares es la Reserva Federal de los Estados Unidos, esto limita la capacidad de atender cualquier necesidad de liquidez que se presente en el sistema financiero por parte del Banco Central del Ecuador.

En ausencia de este recurso se ha creado con estos fines un Fondo de Liquidez, que posee marcadas limitaciones, entre estas está un marco normativo frágil, una estructura administrativa débil así como insuficientes recursos, que representan el 3% de los depósitos del sistema financiero que resultan insuficientes en caso de presentarse problemas de liquidez de grado mayor en los Bancos. Con la falta de un mecanismo de liquidez confiable, los Bancos tendieron a aumentar sus activos líquidos, lo que en sí les representan menores retornos a los conseguidos por las inversiones domésticas antes de la dolarización de la economía, además

luego de la crisis incrementaron sus activos externos netos debido a la percepción de alto riesgo en los sectores locales. Cabe recalcar que aun habiendo una proporción mayor de Fondos Disponibles debido al incremento de los activos líquidos a partir de la dolarización, estos altos niveles traen como consecuencia altos costos sociales que se traducen en mayores márgenes de intermediación para las tasas activas y pasivas de equilibrio.

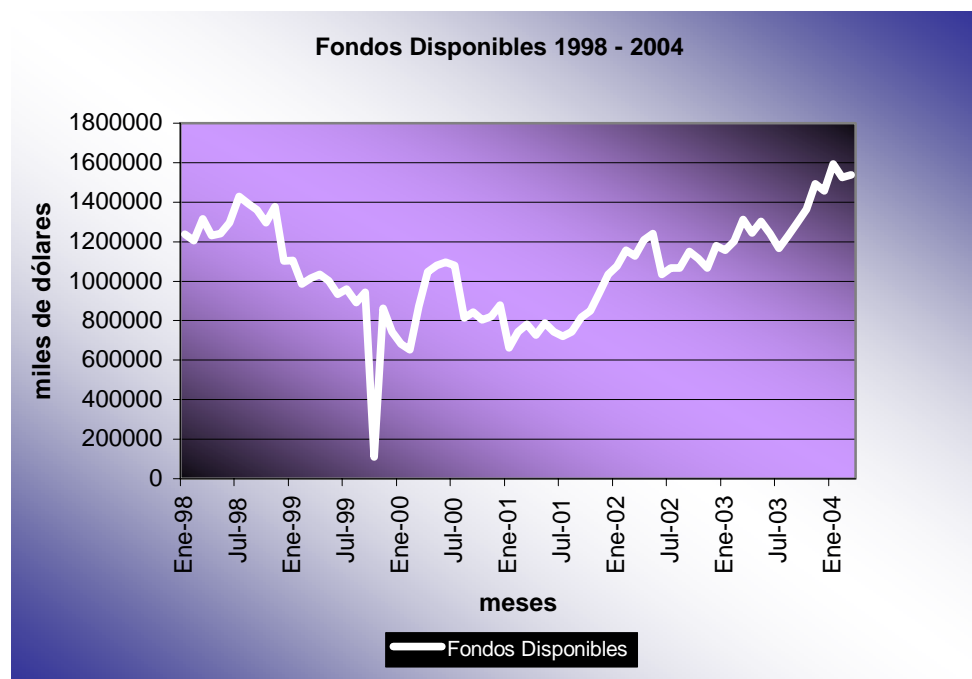


Gráfico 2.4
Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
Elaboración: Autores

2.2.2. Riesgo De Default

La definición y medida del riesgo crediticio es equivalente a determinar como el mercado evalúa la probabilidad de default de un prestatario particular, tomando en consideración todas las posibilidades de diversificación y cobertura provistas por los mercados financieros. En parte el nivel de riesgo depende de los arreglos institucionales a los cuales los bancos están sujetos a través del mercado de dinero interbancario o a través de las instituciones especializadas creadas para este propósito. Esta conexión entre el sistema institucional y los diferentes elementos que determinan el valor del riesgo crediticio es particularmente importante en el trabajo aplicado. Claramente el riesgo de un préstamo será afectado por la existencia de:

- Colaterales
 - Balances compensatorios
 - Garantías, avales, etc.
-

En este sentido, si una entidad posee mayores colaterales, o se especifican en los contratos de préstamos, el aseguramiento de estos por el hecho de mantener depósitos mínimos en las cuentas bancarias por parte del deudor (balances compensatorios), al igual que si se posee garantías o avales por parte de terceros, es claramente entendible que el riesgo del deudor va a ser cada vez menor en función del tamaño de su respaldo.

En el Ecuador, préstamos al sector privado por parte de la Banca se volvieron sumamente riesgosos por las condiciones en que el país se encontraba durante la crisis, de esta manera la Banca buscó invertir hacia otro sector que le suponga mayores beneficios y ciertamente menos riesgos que los que mantenía el sector privado, en el caso ecuatoriano la banca prefería invertir en los llamados activos domésticos líquidos de alto rendimiento.

Pero a partir de la desaparición de los activos domésticos líquidos de alto rendimiento (Bonos del BCE o Bonos del Gobierno Ecuatoriano), la banca no ha estado dispuesta a incrementar la oferta de crédito. Aunque

los pasivos de la banca también han presentado una disminución, de no haberse dado una contracción de la oferta de crédito habría una reducción de la tasa activa de crédito aunque continúe existiendo una demanda de crédito insatisfecha. Por el contrario se observa un incremento en la tasa de interés activa en especial para otras operaciones activas. Este incremento de las tasas de interés activas refleja que no ha habido una reducción en la demanda de crédito y lo que se observa es una contracción en la oferta.

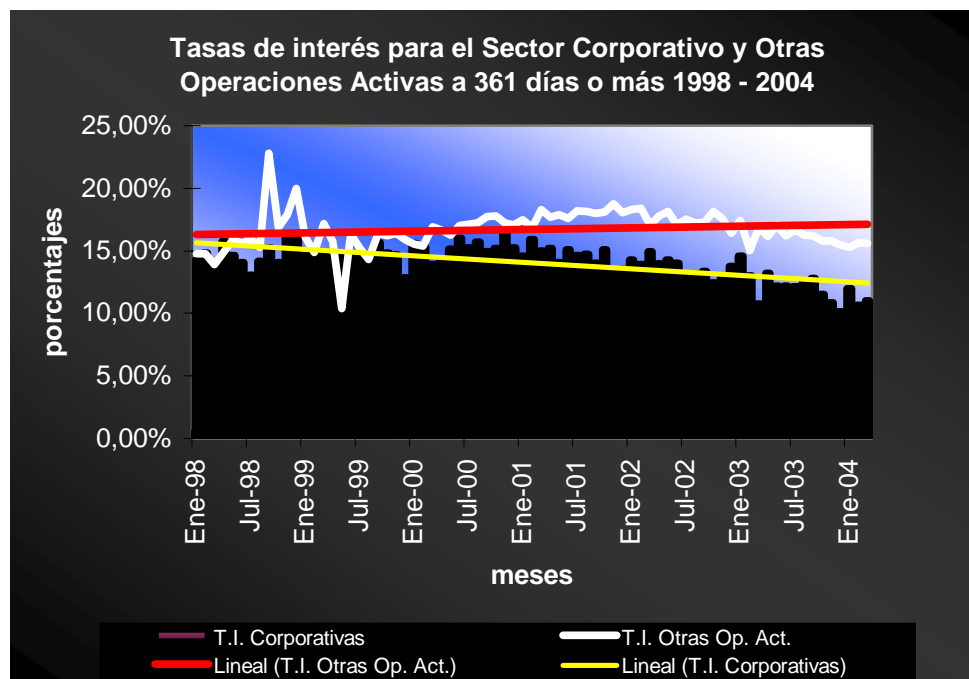


Gráfico 2.5
Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: Autores

Podemos encontrar diversos factores que determinan la calidad de riesgo de crédito, estos son por un lado el tipo de deudor dependiente del desempeño económico del sistema en general y también por el desempeño particular del deudor y la clase de régimen institucional en que llevan a cabo estos créditos.

La calidad de la cartera crediticia sufrió un deterioro dramático alcanzando un pico en la crisis financiera del 99, pero una vez entrada en vigencia la dolarización se mejoró sustancialmente. Cabe recalcar que con la crisis la mayoría de empresas con problemas financieros muy graves desaparecieron y tan solo las más fuertes, estables y con patrimonio real más alto sobrevivieron.

Como institución, los bancos tienen la potestad de decidir a quiénes otorgan u ofrecen créditos. Para que se de un buen funcionamiento del mercado crediticio se requiere que al darse situaciones de default, los bancos estén en la capacidad de demandar al deudor y poder acceder a los colaterales que son los que garantizan la operación; el marco jurídico, la reglamentación y normas es requerido por parte de los

acreedores para el ejercicio de sus derechos. En este caso los derechos de los acreedores tanto en Ecuador como en la mayoría de países de América Latina son bajos debido a la poca seguridad jurídica, por la cual enfrentan una mayor dificultad para recuperar la cartera caída en default.

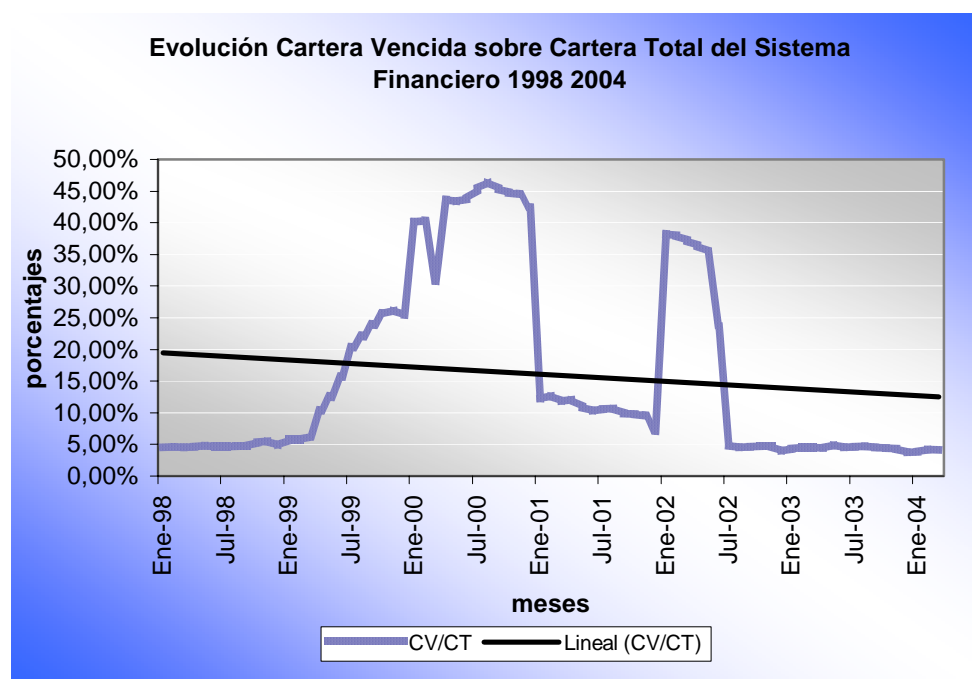


Gráfico 2.6

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador
Elaboración: Autores

Como se puede apreciar en el gráfico anterior entre los años 1999-2000 la cartera vencida del sistema financieros sufrió un alarmante aumento, para luego al entrar al 2001 sufrir una caída manteniéndose

constante hasta el final de dicho año; durante el primer semestre del 2002 la cartera vencida aumentó, pero a partir del siguiente semestre cayó nuevamente manteniéndose la tendencia a la baja hasta la actualidad. Esta tendencia a la baja se ha visto reflejada en parte por la política reestructuración y recuperación implantada por los bancos y la AGD.

Las preferencias de los bancos para el otorgamiento se inclinan a favor de los sectores corporativos al otorgarle tasas de interés más bajas ya que estos disponen de muchos más recursos para enfrentar sus situaciones financieras, no así con las llamadas PYMES o los prestamos personales que poseen menos respaldo. En este sentido el volumen de crédito al sector corporativo y empresas grandes, al inicio de la dolarización eran del 63.4% y a septiembre del 2003 eran del 38.6%.

La cartera de créditos de la banca, no ha recobrado los valores previos a la crisis y la restricción del crédito perdura hasta la actualidad. Desde el año 2001, el monto de créditos ha fluctuado alrededor de los 3,000 millones de dólares. Así en el año 2002 alcanzó 3,047 millones de

dólares y para el año 2003 subió apenas a 3,308 millones de dólares; apenas sufrió un incremento de 291 millones de dólares.

Desde la crisis y luego con la dolarización, las restricciones crediticias han aumentado y las tasas de interés permanecen demasiado altas para permitir la rentabilidad en las inversiones de mediano y largo plazo; además, según voceros de la banca no habría una demanda sostenida de créditos productivos, lo que demostraría también la inexistencia de condiciones propicias para el desarrollo empresarial en el país. Se puede ver que con estas condiciones se vuelve más complicado para el Ecuador adaptarse a las condiciones que impone el régimen de la dolarización, por lo cual en estos años el acceso a crédito nacional se ha mantenido bajo.

Esta tendencia al aumento de la deuda externa privada es estimulada por las elevadas tasas de interés a nivel doméstico. Además de esto la mayor parte del crédito se canaliza hacia el comercio o el consumo; dejando de lado al sector productivo, es así, que los créditos

para la agricultura, construcción y manufactura se han reducido a menos de la mitad, con respecto a los que se otorgaron en el periodo pre-crisis.

Para el año 2003 la situación en el sector productivo no mejoró. Analizando la cartera de créditos por sector se puede observar que los sectores de consumo y servicios son los que se llevan la mayor parte con el 29% y 23%, respectivamente, mientras que los de manufactura reciben el 18%, agricultura tan solo un 9% de los créditos y la construcción el 4%. Según esto se puede entrever que la banca prefiere actividades con menor riesgo y de alta liquidez, de ahí es que el comercio y los negocios con rápida rotación de capitales puedan ser capaces de recibir mayores ofertas de créditos ya de por sí escasos. Este comportamiento permite asegurar la estabilidad bancaria, pero el sector productivo, motor de la economía esta siendo perjudicado y con él a largo plazo todos los ecuatorianos.

2.2.3 Poder De Mercado

La existencia de pocos bancos grandes en nuestro país, hace factible el ejercicio de un poder de mercado en el sector financiero, por lo cual es realizable que estos bancos decidan mantener márgenes de intermediación financiera que se encuentren en niveles superiores al de un mercado competitivo. La resolución de la crisis financiera de 1999 fue el causante de que aumente el grado de concentración en el sistema financiero.

Número de Bancos Operativos

Años	Bancos	HHI
1997	41	0.059
1998	39	0.057
1999	28	0.055
2000	27	0.071
2001	22	0.086
2002	22	0.092

Cuadro 2.3

Fuente: Paper "Margen Financiero y Competencia" (Noviembre 2003)
Elaboración: Econ. Fidel Jaramillo, Daniel Morillo y Joaquín Morillo

De lo que se logra apreciar el número de bancos operativos en la actualidad se ha reducido a casi la mitad de los existentes antes de la crisis, además esto ha causado que el nivel de concentración, medido a través del Índice de Herfindhal se muestre cada vez mayor, debido a la existencia de pocos bancos grandes que captan la mayor cantidad de depósitos en el sistema.

Burbano y Freire (2003) miden la concentración del poder de mercado a través del número de activos para un determinado número de bancos, que deben ser en este caso los más fuertes del sistema, en el caso de Ecuador, más del 70% de los activos son administrados por los seis mayores bancos en funcionamiento, esta medida intuitivamente es fácil de entender y es frecuentemente usada en diferentes análisis de este tipo, por su sencillez, por lo cuál tomamos la misma metodología para en nuestro estudio poder ver cuál es la influencia sobre el mercado bancario de estos bancos. El aumento de la concentración del mercado en pocos bancos, ha generado que tome vigor la hipótesis del uso del poder de mercado de estos mismos, como mecanismo para obtener un mayor margen de intermediación financiera, y que se puede reflejar en la

resistencia a la baja que puedan haber tenido las tasas de interés activas en el país por el uso de dicho poder.

Al haber una mayor concentración en el sistema bancario, en conjunto con un alto margen de intermediación financiera, se genera una colusión por parte de los bancos, siempre que el país mantenga barreras a la entrada de bancos internacionales o no se encuentre sujeto a presiones competitivas del exterior que vayan a afectar la estructura operativa en el sistema como es el caso ecuatoriano.

A pesar del peso que mantienen las aseveraciones sobre el ejercicio de poder de mercado, para probar la existencia de mayores márgenes de intermediación financiera, se puede concluir que esto no es todo lo que se esconde detrás de la determinación de las tasas de interés existentes por lo cuál es necesario la realización de un análisis empírico, tomando en cuenta el comportamiento individual de los bancos, así como los demás factores señalados como determinantes en este estudio, por el peso que también mantienen sus apreciaciones como variables

explicativas del comportamiento de las tasas de interés en el sistema financiero nacional.

2.2.4. Mayores Gastos Administrativos Y Operativos De La Banca

A partir de 1998 y con la crisis financiera, hubo una disminución en la cantidad de créditos otorgados (colocaciones de los bancos), se calcula que en este sentido también se produjo una reducción de los gastos operativos en comparación con los gastos totales de la banca en un 7% entre finales de 1998 hasta finales de 1999. Luego, en el año 2000 la cartera de créditos de los bancos comienza a subir nuevamente y los gastos operativos de los bancos sufrieron una variación positiva en este sentido del 8% con respecto a sus gastos. Ya con dolarización, la cartera siguió aumentando aunque en forma paulatina, pero la tasa de crecimiento del gasto operativo fue mucho mayor.

Cabe contrastar que si comparamos el nivel de cartera con los gastos de la banca, a 1998 los gastos operativos eran alrededor del 11% para una cartera de aproximadamente 4,000 millones de dólares sin

embargo para mediados del 2003, con una cartera menor de cerca 3,000 millones de dólares, los gastos operativos correspondían alrededor del 55% de los gastos totales de los bancos¹.

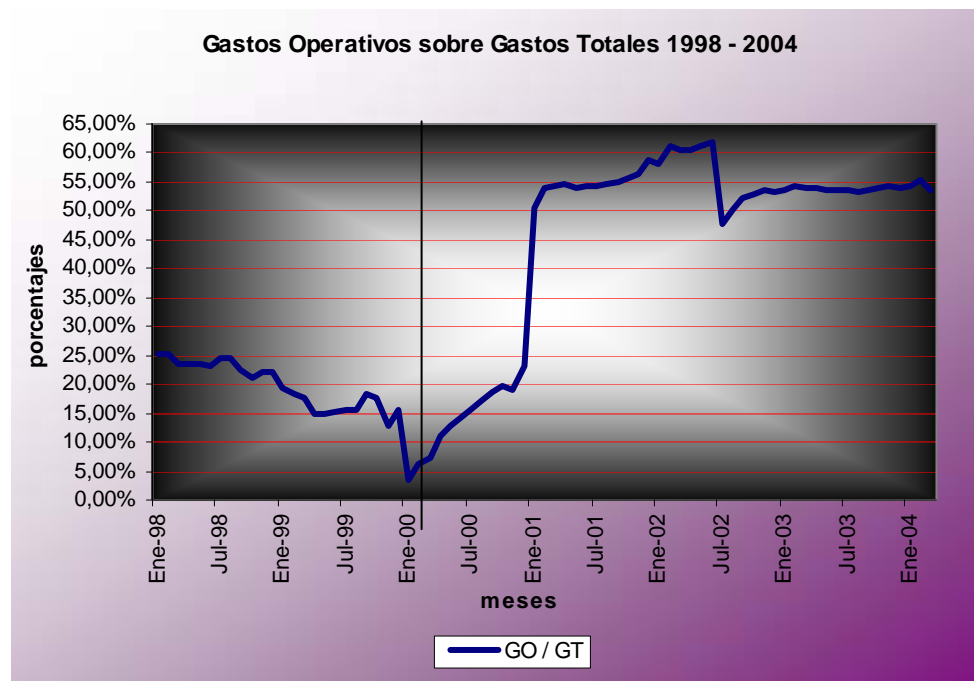


Gráfico 2.7
Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador
Elaboración: Autores

En este sentido, podemos argumentar que aunque las condiciones del sistema económico se deben desarrollar en un contexto diferente al encontrarnos en un régimen de dolarización y esto incluye las expectativas de rendimiento que mantienen los accionistas de los

¹ Para el gráfico siguiente se consideraron los gastos totales como la suma entre los gastos operativos y los gastos financieros del sistema financiero.

diferentes tipos de empresas del país, incluidos los bancos, estos no se han acomodado a las nuevas condiciones existentes por lo cual ellos pretenden seguir obteniendo un nivel de utilidad en dólares similar al obtenido cuando el sucre era la moneda oficial.

De esta manera podemos suponer que el efecto del aumento en los gastos operacionales de la banca, sumados a las expectativas que mantienen los accionistas de los bancos sobre el rendimiento esperado de su negocio (al fin y al cabo un Banco es un negocio) son factores que inciden a nuestro criterio en que se mantengan altas las tasas activas y en este sentido el spread bancario.

2.2.5. Deuda Pública Interna

Existen dos tipos de endeudamiento público, estos son la deuda pública interna y la deuda pública externa. En este sentido cabe hacer la diferenciación entre ellas. La deuda pública interna es aquella que el gobierno contrae, dentro del país con instituciones financieras pertenecientes tanto al sector público como al privado, empresas

nacionales e inclusive con sus propios ciudadanos; la cual en forma general puede ser adquirida a través de títulos o bonos ofrecidos por el mismo gobierno, los cuales son adquiridos por los acreedores del gobierno ya sea de manera voluntaria u obligatoria y son negociados en el mercado de valores. El gobierno a través de este mecanismo recoge dinero para el manejo de situaciones temporales de iliquidez en la caja fiscal y garantiza un interés más un capital que es pagado posteriormente. Por otra parte, la deuda externa es aquella que el gobierno generalmente contrae con organismos multilaterales de crédito en el extranjero, instituciones financieras internacionales u otras empresas del exterior.

El enfoque de este estudio se centrará en la influencia que ejerce el servicio de la deuda pública interna en torno a los niveles de las tasas de interés activas. El servicio de la deuda pública se refiere a la cantidad de dinero que el estado debe pagar en un periodo determinado, a través de dos componentes:

- Amortizaciones, que representan los abonos que se realizan al capital para cubrir el saldo de la deuda.
 - Intereses, que representa el costo del préstamo recibido.
-

2.2.5.1. Repercusiones del Problema de La Deuda Interna

De manera directa, se encuentran relacionados con el problema de la deuda interna, el lento crecimiento productivo, distorsiones reflejadas en las elevadas tasas de interés y la dificultad de acceso por parte de los sectores productivos al crédito.

La deuda interna consigue un esquema de financiamiento para el estado tanto regresivo como injusto, debido a que es un mecanismo contrario a una distribución del ingreso que favorezca a la gente más necesitada ya que el estado debe destinar cada vez una mayor cantidad de fondos para el pago de los intereses de la deuda pública, donde los tenedores de tales títulos son entidades del estado y grupos de recursos relativamente abundantes dentro de la sociedad. Los fondos que normalmente se destinan al pago de intereses de esta deuda podrían ser usados alternativamente dándoles como destino el desarrollo de programas para la reactivación productiva y de asistencia social para grupos de escasos recursos.

El financiamiento de los gastos corrientes del estado con deuda, debería incluir según Loria (2003), un elemento de "justicia intergeneracional", ya que una razonable proporción de la deuda pública que ha comprometido los recursos de las actuales generaciones no ha sido generada por estos, sino más bien ha sido heredada de generaciones pasadas, deuda que está relacionada con consumo y despilfarro público de los cuáles las generaciones actuales no perciben beneficio alguno. La creciente preferencia por el pago de la deuda interna estipulado en el Presupuesto General del Estado, reduce en un alto porcentaje el gasto de inversión destinado al apoyo de los sectores productivos, inversiones sociales e infraestructura. En términos del sector financiero, el servicio de la deuda interna se convierte en un obstáculo para el desarrollo económico del país ya que deprime la inversión de diferentes formas. La participación del estado y su competencia por adquirir fondos en el mercado interno, provoca una presión al alza en torno a las tasas de interés reales, encarece los costos de proyectos de inversión y reduce la inversión interna.

La captación de recursos del gobierno distorsiona las tasas de interés debido a que la mayor parte de las colocaciones de títulos en el mercado de valores provienen de ese sector, por lo que los rendimientos resultantes no reflejan las condiciones subyacentes de la economía (tasas de preferencia en el tiempo, rendimiento de la inversión privada, etc.), sino el precio que el gobierno está dispuesto a pagar con la finalidad de poder contar con recursos en el corto plazo. La competencia estatal por obtener fondos en el mercado interno para hacer frente a los déficits presupuestarios de éste, limita las posibilidades de financiamiento de proyectos de inversión del sector privado, conociéndose esto como el crowding - out del sector privado en el mercado financiero.

En sí el principal responsable y beneficiario del pago de intereses y amortizaciones de la deuda interna, es el Banco Central del Ecuador que mantiene en su poder montos cercanos a 1,241 millones de dólares, que representan cerca del 50% de dicha deuda, a nuestro criterio podemos decir que nos parece ilógico (a pesar de cualquier contrato firmado) que como en el caso de los bonos AGD, el Banco Central perciba cerca de 250 millones de dólares anuales por este concepto, ya que según el criterio de

diversos analistas, el costo de estos bonos ya fue pagado por todos los ecuatorianos vía inflación, devaluación y recesión económica resultante del manejo irresponsable de la política económica y la masiva emisión inorgánica realizada por el Banco Central del Ecuador.

2.2.6. Riesgo País

El concepto de Riesgo País está asociado a la probabilidad de incumplimiento en el pago de la deuda pública de un país, expresado como una prima de riesgo. En la determinación de esta prima de riesgo influyen factores económicos, financieros y políticos que pueden afectar la capacidad de pago de un país. Algunos de ellos son de difícil medición, y de allí que se empleen diferentes metodologías que intentan cuantificar dicha prima. El análisis de Riesgo País requiere un amplio y comprensivo conocimiento de la economía internacional y de la macroeconomía, así como de las instituciones sociopolíticas y de la historia del país objeto de estudio (Meldrum, 1999). Con el fin de identificar el impacto de los cambios de estos factores o la frecuencia e intensidad de los choques económicos, todo lo cual no puede ser predecible únicamente mediante

el análisis de los datos del país. La forma utilizada, de manera generalizada y más frecuente, para expresar cuantitativamente la prima de riesgo, es la determinada mediante el exceso de rendimiento de los títulos soberanos en relación con un instrumento libre de riesgo, de características similares en plazo y denominación. Se considera al título emitido por el Tesoro estadounidense como el instrumento libre de riesgo, por excelencia.

Angeloni y Short (1980) y Feder y Ross (1982), [en Scholtens (1999)], han investigado la relación en el mercado primario entre los diferenciales de tasas de interés de los préstamos bancarios y el Riesgo País. Este tipo de análisis, en general, ha llevado a concluir que existe una asociación positiva entre estos diferenciales o spreads y el Riesgo País. Por su parte, Edwards (1986) [en Scholtens (1999)], analiza el mercado secundario, determinando que el Riesgo País juega un papel importante en la formación de precios del mercado de bonos, encontrando evidencia de que los diferenciales de los rendimientos de los bonos están positivamente asociados con el Riesgo País. Bert Scholtens (1999), desarrolla una metodología para calcular rangos de correlación entre el

diferencial de rendimientos y el Riesgo País, expresado a través de un rating, concluyendo que existe una fuerte y positiva asociación entre los diferenciales de rendimiento y el Riesgo País.

Los modelos de regresión revisados, no llegan a cuantificar la prima de Riesgo País, dada la dificultad de expresar, numéricamente, una serie de factores de carácter cualitativo que influyen en ella. La mayoría de los trabajos sobre Riesgo País tratan de aproximarse a su cuantificación, desarrollando correlaciones entre el comportamiento de los diferenciales de tasas de interés de distintos tipos de deuda y el Riesgo País, el cual es determinado ya sea mediante los ratings asignados por las agencias calificadoras internacionales de riesgo de crédito (Moody's, Standard & Poor's, Fitch-IBCA, entre otras) o a través de los índices de Riesgo País, calculados por empresas como Euromoney o Institutional Investor. Uno de los índices más usados y el que más se toma en cuenta en el Ecuador es el denominado Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) y mide el grado de "peligro" que entraña un país para las inversiones extranjeras. J. P. Morgan analiza el rendimiento de los instrumentos de la deuda de un país, principalmente el dinero en forma

de bonos. El EMBI+ es elaborado por el banco de inversiones J. P. Morgan, de Estados Unidos, que posee filiales en varios países latinoamericanos. J. P. Morgan analiza el rendimiento de los instrumentos de la deuda de un país, principalmente el dinero en forma de bonos, por los cuales se abona una determinada tasa de interés en los mercados.

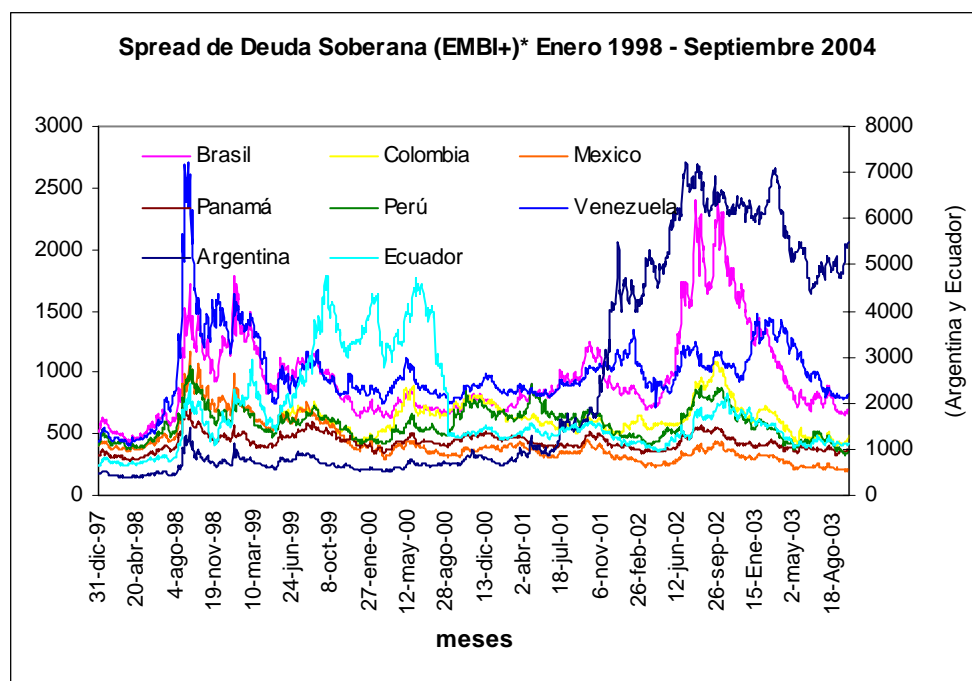


Gráfico 2.8
Fuente: Base de Datos CIEC (ESPOL)
Elaboración: Autores

En nuestro país, las tasas activas por lo general se desglosan en tres partes: la tasa LIBOR mensual, fijada internacionalmente; a ese porcentaje se añade el Riesgo País, y finalmente se carga un "spread" o

margen que suma en total las tasas de interés. El alto margen en las tasas de interés, entonces, también estaría dado por factores como la moratoria en el pago de la Deuda, la inestabilidad política, la persistencia de la desconfianza en el sistema financiero y otra serie de factores que inciden en la medición del Riesgo País. Aquello se refleja en el fuerte castigo que en el mercado internacional sufren los papeles de deuda ecuatoriana como los bonos globales.

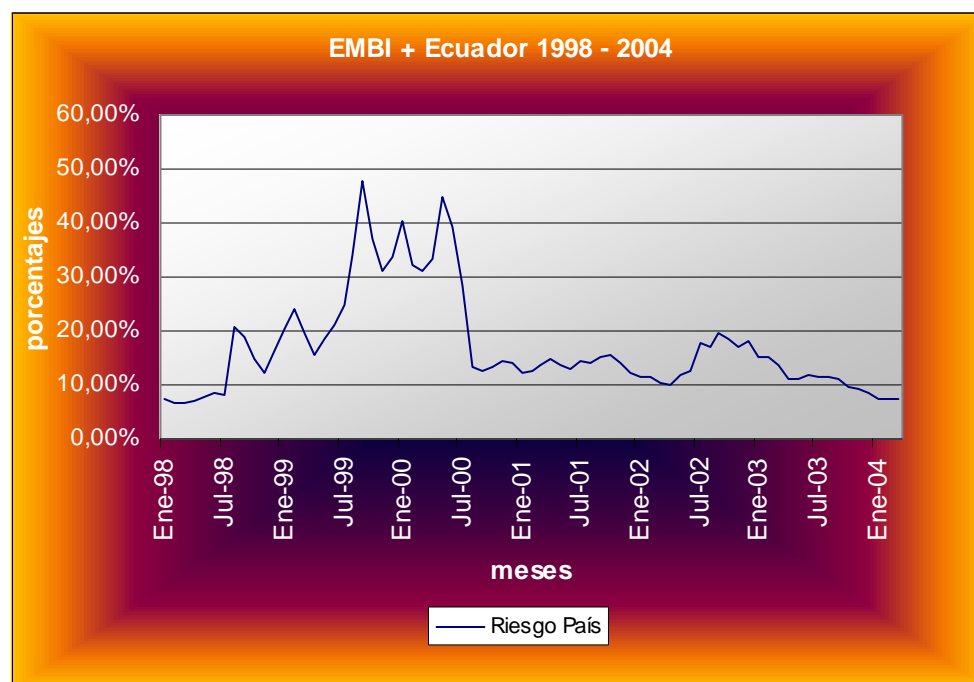


Gráfico 2.9
Fuente: Base de Datos CIEC (ESPOL)
Elaboración: Autores

Asimismo, mientras mayor sea la tasa de interés, ligada al Riesgo País, los inversionistas y los mercados financieros tendrán menos incentivos para realizar préstamos en el país, lo que dificulta activar su círculo productivo, ya que la inversión genera fuentes de trabajo y ésta crea riquezas para la nación. A su vez, mientras mayor es el Riesgo País, los inversionistas extranjeros tienen menos confianza en colocar sus capitales en el país, a pesar de que la tasa se muestra mayor, y además los capitales que se encuentran adentro podrían verse motivados a fugar de nuestra economía. Esto podría ocasionar una merma de las inversiones extranjeras y un crecimiento económico menor, que significa desocupación y bajos salarios para la población.

En el momento de medir el Riesgo País, la disciplina fiscal juega un papel totalmente importante, ya que tiene que ver con el cumplimiento de los compromisos del Estado sobre todo con el exterior. Por tanto, sino hay una disciplina fiscal el Riesgo País aumenta y se dispara, y allí entra otra vez lo del precio del petróleo. La disciplina fiscal es fundamental ya que uno de los problemas de la economía ecuatoriana ha sido precisamente que a veces cuando hay recursos el Gobierno de

turno gasta más de lo debido; en otras palabras, tiene que continuar con una política de gastos lo más austera posible. Por tanto, la disciplina fiscal es un elemento clave en la formación de los precios de los papeles ecuatorianos y por ende en el valor del Riesgo País.

CAPÍTULO 3

ANÁLISIS EMPÍRICO DE LOS DETERMINANTES DEL SPREAD Y LAS TASAS DE INTERÉS

A fin de realizar un análisis mucho más formal y completo, sobre las principales variables que afectan el comportamiento de las tasas de interés tanto para el sector corporativo como para otras operaciones activas que mantienen los bancos, se procede con la estimación de regresiones para hallar los determinantes de estas variables tanto en el largo plazo a través de un análisis de cointegración de las variables, así como en el corto plazo mediante la aplicación de un modelo de corrección de errores para ambos grupos. En este sentido las variables dependientes de nuestro análisis serán los spreads de tasas de interés para el sector corporativos y de otras operaciones activas a un plazo de 361 días o más.

Se desea a través de esta regresión capturar el efecto de variables que puedan representar costos para la banca, riesgo tanto del negocio bancario como sistémicos; también deseamos medir la influencia del

grado de concentración de la banca. Se utilizaron para ello indicadores microeconómicos propios del sistema bancario así como variables macroeconómicas.

VARIABLES UTILIZADAS	
Indice de Riesgo de Default	Cartera Vencida / Cartera Total del Sistema
Indice de Liquidez	Fondos Disponibles / Depósitos Corto Plazo
Indice de Gastos Operativos de la Banca	Gastos de Operación / Gastos Totales
Indicador de Concentración y Poder de Mercado	Activos 6 Bcos. Más Grandes/ Activos Totales Sist.
Indicadores Macroeconómicos	Inflación
Indicador de Percepción Internacional	Riesgo País(EMBI+)
Indice Crowding Out	Deuda Interna / Fondos Disponibles

Cuadro 3.1
Elaboración: Autores

3.1. Cartera Vencida / Cartera Total del Sistema

El riesgo de cartera en default representa un costo para el banco que puede ser transferido o no al spread. En sistemas financieros robustos, como señalan Brock y Rojas-Suárez (2000), la evidencia sugiere que los bancos con mayor riesgo de cartera suelen tener spreads más amplios. El porcentaje de cartera con problemas vendría a representar

cuan riesgoso resulta un banco. Entonces mediante esta variable se busca medir el nivel de riesgo que hay en el sistema bancario. Bajo condiciones macroeconómicas desfavorables, la cantidad de créditos que no pueden ser repagados crece mientras los ingresos de los bancos caen.

Es de esperar que en situaciones como ésta (en que este cociente se incremente), la tasa de interés activa también se incremente. En este sentido, la banca debe compensar por mayor riesgo a sus inversionistas en el mercado de valores con mayores ganancias, derivadas éstas de spreads más altos.

3.2. Índice de Liquidez

En nuestro estudio como forma de medir el riesgo de liquidez al que pueden estar expuestos los bancos que conforman el sistema financiero nacional, utilizamos el índice Fondos Disponibles / Depósitos de Corto Plazo, en este caso estamos tratando con los Depósitos con plazo de hasta 90 Días que mantiene la banca. Es de esperarse que este indicador mantenga una relación negativa con el spread, es decir que

mientras más alto sea el grado de liquidez en el sistema, el spread de tasas de interés tiende a disminuir y viceversa.

3.3. Indicador de Gastos Bancarios

Como forma de dilucidar el grado de afección al comportamiento del spread bancario por parte de los gastos de operación que mantienen los bancos, usamos el índice de Gastos de Operación sobre Activos Promedios, por el cual esperamos demostrar la relación positiva existente entre gastos y el margen de intermediación que espera percibir la banca, expresado en el spread que estos mantienen.

3.4. Indicador de Concentración y Poder de Mercado

Se pretende expresar mediante el siguiente indicador la influencia directa que mantiene sobre el comportamiento de las tasas de interés, el grado de concentración bancaria al que está sometido el sistema, mediante la relación entre Activos totales de los Seis Bancos más grandes del Sistema Actual, entre los cuales citamos al Pacífico, Pichincha,

Guayaquil, Internacional, Bolivariano, Produbanco y el total de Activos de los Bancos Operativos, en este sentido podemos decir que puede existir cierto poder de mercado debido al alto grado de concentración que influye directamente sobre el spread ya que cerca de las $\frac{3}{4}$ partes, de los activos totales se encuentran concentrados en pocos bancos de los 22 que existen en el Ecuador actualmente.

Entonces se espera que haya una relación positiva entre este índice y el spread tanto para el sector corporativo como para otras operaciones activas.

3.5. Indicadores Macroeconómicos

La inflación por su relación directa como indica la teoría económica y el estudio empírico respecto a las tasas de interés. Se espera en este sentido que la relación sea positiva, es decir que mientras mayores sean los niveles inflacionarios en una economía, mayor va a ser el spread de tasas de interés existente.

3.6. Índice de Percepción Internacional

El riesgo país, como variable internacional de riesgo que indica las expectativas del resto del mundo con respecto al país, éste, medido a través del índice Embi+ publicado por JP Morgan, es una referencia sobre cual es la capacidad de pago que mantienen los países respecto a sus obligaciones, se espera que este ratio tenga un efecto positivo sobre los spreads.

3.7. Índice de Crowding – Out

El ratio Deuda Interna sobre Fondos Disponibles, mediante el cual queremos demostrar la influencia por parte del gobierno en el mercado financiero, que al contratar mayor deuda pública genera un Crowding - Out o efecto expulsión en el mercado, de esta manera el estado quita recursos que pueden ser destinados al sector productivo, por lo que la relación que se pretende observar es una relación positiva, o sea a mayor contratación de deuda en el mercado interno por parte del estado, como saldo habrá menores recursos para realizar préstamos a otros sectores y

por ende el precio de estos préstamos reflejado en las tasas que se cobren, será mayor.

3.8. Análisis de Cointegración de las variables

Primeramente, se procedió a realizar un test de raíces unitarias a todas las variables a través del método de Dickey - Fuller Aumentado para comprobar si las variables son del Tipo $I(0)$ o integradas de orden cero que implica estacionariedad, o $I(1)$ integradas de orden uno lo que indica que si bien las series no son estacionarias en niveles, si lo son, si estas se encuentran en primeras diferencias. De esta manera al comprobar la estacionariedad o no de las variables se puede saber la consistencia de los estimadores. Se puede considerar que una serie es estacionaria si posee una media determinada y una varianza finita. Así si se produce una perturbación la serie tiende a volver a su media, por lo que cualquier shock será considerado transitorio.

El análisis del test de raíces unitarias, arrojó como resultados que las variables son del tipo $I(1)$, es decir no existe estacionariedad en las

mismas. Luego de esto se modela la ecuación cointegradora tanto para el Spread en el sector corporativo como para otras operaciones activas. Por lo cual las ecuaciones de Largo plazo quedaron de la siguiente forma:

- **Para el Sector Corporativo:**

$$\begin{aligned} \text{Log(Spread_C)} = & C0 + C1 \text{ Log(default)} + C2 \text{ Log(liqui)} \\ & + C3 \text{ Log(crowd)} + C4 \text{ Log(gastos)} + C5 \text{ Log(emb)} + C6 \text{ Log(inf)} + Et \end{aligned}$$

- **Para Otras Operaciones Activas:**

$$\begin{aligned} \text{Log(Spread_N)} = & C0 + C1 \text{ Log(default)} + C2 \text{ Log(liqui)} \\ & + C3 \text{ Log(crowd)} + C4 \text{ Log(gastos)} + C5 \text{ Log(emb)} + C6 \text{ Log(inf)} + Et \end{aligned}$$

3.8.1. Estimación de la Ecuación Cointegradora para el Sector Corporativo

Los resultados obtenidos de la regresión estimada usando el método mínimos cuadrados, para el sector corporativo fueron los siguientes:

**Regresión Estimada Método Mínimos Cuadrados para el Spread Sector
Corporativo**

Dependent Variable: LOG(SPREAD_C)

Method: Least Squares

Date: 07/26/04 **Time:** 18:55

Sample: 1998:01 2004:03

Included observations: 69

Excluded observations: 6

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.410761	0.463202	-7.363435	0.0000
LOG(DEFAULT)	0.205146	0.065386	3.137488	0.0026
LOG(LIQ)	-0.040466	0.087488	-0.462539	0.6453
LOG(CROWD)	0.485662	0.183264	2.650066	0.0102
LOG(CONCEN)	-0.019344	0.111035	-0.174213	0.8623
LOG(GASTOS)	-0.030402	0.052557	-0.578460	0.5651
LOG(EMBI)	-0.118968	0.119063	-0.999203	0.3216
LOG(INF)	-0.007663	0.046860	-0.163519	0.8707
R-squared	0.467898	Mean dependent var		-3.001486
Adjusted R-squared	0.406837	S.D. dependent var		0.433821
S.E. of regression	0.334116	Akaike info criterion		0.753995
Sum squared resid	6.809647	Schwarz criterion		1.013022
Log likelihood	-18.01282	F-statistic		7.662807
Durbin-Watson stat	2.249938	Prob(F-statistic)		0.000001

Tabla 3.1
Elaboración: Autores

Con estos resultados y observando el p – value para cada variable, solamente obtenemos 2 variables significativas que son default y crowd, entonces para eliminar errores por efecto de inclusión de variables

no significativas, se procede a eliminar de la regresión las variables con p-value más elevado.

Luego estimando la regresión cointegradora se obtienen los siguientes resultados:

Regresión Cointegradora Spread Sector Corporativo

Dependent Variable: LOG(SPREAD_C)

Method: Least Squares

Date: 07/24/04 **Time:** 20:13

Sample: 1998:01 2004:03

Included observations: 73

Excluded observations: 2

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5.200331	0.828966	-6.273273	0.0000
LOG(DEFAULT)	0.196164	0.054711	3.585488	0.0006
LOG(LIQUI)	-0.080064	0.047760	-1.676386	0.0982
LOG(CROWD)	0.367426	0.150904	2.434834	0.0175
R-squared	0.448808	Mean dependent var		-3.011610
Adjusted R-squared	0.424843	S.D. dependent var		0.429645
S.E. of regression	0.325839	Akaike info criterion		0.648408
Sum squared resid	7.325790	Schwarz criterion		0.773912
Log likelihood	-19.66688	F-statistic		18.72774
Durbin-Watson stat	2.034171	Prob(F-statistic)		0.000000

Tabla 3.2
Elaboración: Autores

De estos resultados se puede inferir que tan sólo tres de las variables serían significativas, 2 de ellas consideradas con un 95% de confianza, que son la posibilidad de default de la cartera y la variable crowd, que refleja el efecto expulsión que causa la contratación de deuda por el gobierno en los mercados financieros domésticos y una más considerada con un 90% de confianza que es representa la liquidez del sector bancario.

Eliminando las variables no significativas de la regresión, el modelo entonces quedaría expresado de la forma siguiente:

$$\begin{aligned} \text{Log}(\text{spread}_c) = & -5.20033 + 0.196164 \text{Log}(\text{default}) \\ & - 0.080064 \text{Log}(\text{liqui}) + 0.367425 \text{Log}(\text{crowd}) \end{aligned}$$

Entonces podemos concluir que en el largo plazo el Spread de tasas de interés para el Sector Corporativo, se determina por el riesgo de default de la cartera que mantienen los bancos, el riesgo de liquidez al que estos pueden estar expuestos y por el efecto expulsión que causa la competencia del gobierno en los mercados financieros por recursos.

En este caso como expresan estas sensibilidades, las variables que más contribuyen a explicar el comportamiento del spread por tener un coeficiente más elevado son crowd con un coeficiente de 0.367, y default con un coeficiente de 0.196 manteniendo el signo esperado, luego tenemos liquidez con un coeficiente negativo de 0.08 que implica que ante una variación de un punto en la liquidez el spread disminuye 0.08 puntos.

3.8.2. Estimación de la Ecuación Cointegradora para Otras Operaciones Activas

Realizando el mismo tipo de análisis para Otras Operaciones Activas como se hizo con el Sector Corporativo, se estimó la regresión para el Spread de Otras Operaciones Activas con los siguientes resultados:

Regresión Estimada Método Mínimos Cuadrados para el Spread

Otras Operaciones Activas

Dependent Variable: LOG(SPREAD_N)

Method: Least Squares

Date: 07/29/04 **Time:** 09:42

Sample: 1998:01 2004:03

Included observations: 71

Excluded observations: 4

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.564137	1.307748	-0.431381	0.6677
LOG(DEFAULT)	0.004081	0.074436	0.054825	0.9565
LOG(CROWD)	0.067273	0.208687	0.322362	0.7482
LOG(LIQUI)	-0.494365	0.098775	-5.004943	0.0000
LOG(CONCEN)	-0.153112	0.124787	-1.226985	0.2244
LOG(GASTOS)	0.049950	0.058063	0.860265	0.3929
LOG(INF)	0.034380	0.052501	0.654836	0.5150
LOG(EMBI)	0.025111	0.135495	0.185325	0.8536
R-squared	0.462075	Mean dependent var		-2.643653
Adjusted R-squared	0.402305	S.D. dependent var		0.493348
S.E. of regression	0.381411	Akaike info criterion		1.015928
Sum squared resid	9.164882	Schwarz criterion		1.270878
Log likelihood	-28.06545	F-statistic		7.730954
Durbin-Watson stat	2.258445	Prob(F-statistic)		0.000001

Tabla 3.3
Elaboración: Autores

De la misma manera, al observar el p-value para cada variable, vemos su significancia en la regresión, de esta manera vamos eliminando una a una las variables en la regresión para observar como cambian los resultados y así evitar cometer errores por inclusión de variables no significativas, los resultados al final son los siguientes:

Regresión Cointegradora Spread Otras Operaciones Activas

Dependent Variable: LOG(SPREAD_N)

Method: Least Squares

Date: 07/24/04 **Time:** 20:04

Sample: 1998:01 2004:03

Included observations: 75

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.106862	0.214430	-5.161882	0.0000
LOG(LIQUI)	-0.375638	0.051697	-7.266168	0.0000
R-squared	0.419701	Mean dependent var		-2.633765
Adjusted R-squared	0.411752	S.D. dependent var		0.481971
S.E. of regression	0.369659	Akaike info criterion		0.873833
Sum squared resid	9.975288	Schwarz criterion		0.935633
Log likelihood	-30.76874	F-statistic		52.79720
Durbin-Watson stat	2.098061	Prob(F-statistic)		0.000000

Tabla 3.4
Elaboración: Autores

La ecuación entonces quedaría expresada de la siguiente manera:

$$\text{Log}(\text{Spread}_n) = -1.106862144 - 0.3756376744 \text{Log}(\text{Liqui})$$

La ecuación cointegradora del Spread para Otras Operaciones Activas, entonces arroja como resultado que en el largo plazo, la liquidez bancaria es la única variable significativa de las analizadas, con un signo negativo ya esperado, indicando que al variar un punto porcentual la liquidez bancaria el Spread para otras operaciones activas se reduce en 0.375 puntos. De esta manera podemos afirmar con los datos estudiados que la concepción de recursos para ser destinados a las pequeñas

empresa y préstamos personales se limita tan solo a la consideración de los bancos en forma general de su liquidez y mientras más alta sea ésta, canalizarán más recursos para estos sectores, ya que aparentemente son considerados de alto riesgo para el estudio realizado.

3.9. Modelo de Corrección de Errores

A través del modelo de corrección de errores tratamos de expresar el ajuste realizable en el spread cuando las condiciones de largo plazo del mismo se desequilibran, de esta manera se puede encontrar el porcentaje de ajuste de la variable dependiente, es decir, que tan rápido se corrige esta variable para regresar a la relación de largo plazo. Es así que se realiza la estimación de las ecuaciones de corto plazo tanto para el spread corporativo como el de otras operaciones activas, en esta ocasión las variables usadas en la regresión fueron convertidas a primeras diferencias con el fin de poder añadir mayores rezagos y de esta manera lograr de encontrar una mayor sensibilidad de las variables regresoras hacia la dependiente.

3.9.1. Estimación para el Sector Corporativo

MCE Sector Corporativo

Dependent Variable: DLSPREAD_C

Method: Least Squares

Date: 08/11/04 **Time:** 13:14

Sample(adjusted): 1998:06 2004:03

Included observations: 70 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000964	0.001940	-0.497224	0.6219
DLCONCEN	-0.001341	0.010462	-0.128187	0.8987
DLCONCEN(-1)	0.026493	0.012571	2.107517	0.0417
DLCONCEN(-2)	0.016471	0.009426	1.747418	0.0886
DLCONCEN(-3)	0.004240	0.007916	0.535543	0.5954
DLCONCEN(-4)	0.006725	0.007008	0.959562	0.3433
DLCROWD	-0.024119	0.021579	-1.117697	0.2707
DLCROWD(-1)	-0.032964	0.019049	-1.730511	0.0917
DLCROWD(-2)	0.024880	0.022427	1.109339	0.2743
DLCROWD(-3)	0.074630	0.023222	3.213792	0.0027
DLCROWD(-4)	-0.015109	0.024413	-0.618898	0.5397
DLDEFAULT	0.004320	0.006286	0.687289	0.4961
DLDEFAULT(-1)	0.003614	0.005993	0.603058	0.5501
DLDEFAULT(-2)	-0.001875	0.005934	-0.315929	0.7538
DLDEFAULT(-3)	0.010061	0.006025	1.669803	0.1032
DLDEFAULT(-4)	-0.006804	0.005937	-1.146012	0.2590
DLGASTOS	-0.002065	0.003898	-0.529586	0.5995
DLGASTOS(-1)	-0.006574	0.003630	-1.811118	0.0780
DLGASTOS(-2)	0.001086	0.003875	0.280282	0.7808
DLGASTOS(-3)	-0.004952	0.003784	-1.308808	0.1985
DLGASTOS(-4)	-0.002680	0.003752	-0.714197	0.4795
DLLIQUI	-0.016907	0.013793	-1.225751	0.2278
DLLIQUI(-1)	0.024042	0.011669	2.060440	0.0463
DLLIQUI(-2)	-0.012378	0.014741	-0.839676	0.4063
DLLIQUI(-3)	0.000310	0.012630	0.024566	0.9805
DLLIQUI(-4)	0.002910	0.013485	0.215780	0.8303
DLINF	-0.001736	0.004863	-0.357060	0.7230
DLINF(-1)	-0.010376	0.004886	-2.123454	0.0403
DLINF(-2)	0.002884	0.005699	0.506039	0.6158
DLINF(-3)	-0.001572	0.005546	-0.283368	0.7784
DLINF(-4)	0.000286	0.005060	0.056584	0.9552
COINT(-1)	-0.544687	0.192868	-2.824143	0.0075
R-squared	0.678555	Mean dependent var		-0.000132
Adjusted R-squared	0.416323	S.D. dependent var		0.019315
S.E. of regression	0.014757	Akaike info criterion		-5.290889
Sum squared resid	0.008275	Schwarz criterion		-4.263006
Log likelihood	217.1811	F-statistic		2.587615
Durbin-Watson stat	1.856267	Prob(F-statistic)		0.002868

Tabla 3.5
Elaboración: Autores

Luego de revisada la estimación se suprimieron de la misma las variables con sus rezagos que no resultaron relevantes, en esta ocasión cuyo p-value fue mayor al 10%, al final se obtuvo la siguiente estimación:

MCE Corregido Sector Corporativo

Dependent Variable: DLSPREAD_C
Method: Least Squares
Date: 08/11/04 **Time:** 12:54
Sample(adjusted): 1998:03 2004:03
Included observations: 73 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLCROWD(-1)	-0.025004	0.014619	-1.710340	0.0916
DLDEFAULT	0.012486	0.005105	2.445960	0.0170
COINT(-1)	-0.878215	0.117296	-7.487194	0.0000
R-squared	0.477891	Mean dependent var		-5.04E-05
Adjusted R-squared	0.462974	S.D. dependent var		0.019801
S.E. of regression	0.014511	Akaike info criterion		-5.587653
Sum squared resid	0.014739	Schwarz criterion		-5.493525
Log likelihood	206.9493	F-statistic		32.03583
Durbin-Watson stat	1.992522	Prob(F-statistic)		0.000000

Tabla 3.6
Elaboración: Autores

El coeficiente -0.87 de la variable COINT(-1) indica que en caso de desviarse el spread corporativo de su relación de largo plazo aumentando en un 1%, ésta se reducirá en un 0.87% el siguiente mes para regresar a la relación estable.

3.9.2. Estimación para Otras Operaciones Activas

Haciendo el mismo análisis para el spread de otras operaciones activas estimamos la ecuación de la misma forma aplicando primeras diferencias

y estimando las variables con sus rezagos, los resultados fueron los siguientes:

MCE Otras Operaciones Activas

Dependent Variable: DLSPREAD_N

Method: Least Squares

Date: 08/12/04 **Time:** 01:42

Sample(adjusted): 1998:06 2004:03

Included observations: 70 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001538	0.002245	0.684814	0.4976
DLCONCEN	-0.010703	0.011950	-0.895674	0.3761
DLCONCEN(-1)	-0.004503	0.014164	-0.317882	0.7523
DLCONCEN(-2)	0.003379	0.010734	0.314754	0.7547
DLCONCEN(-3)	0.006949	0.009082	0.765146	0.4489
DLCONCEN(-4)	-0.001507	0.007878	-0.191281	0.8493
DLCROWD	0.022466	0.024478	0.917786	0.3645
DLCROWD(-1)	-0.051713	0.021834	-2.368451	0.0231
DLCROWD(-2)	-0.027064	0.026038	-1.039395	0.3052
DLCROWD(-3)	0.002374	0.027381	0.086685	0.9314
DLCROWD(-4)	0.019386	0.027536	0.704035	0.4857
DLDEFAULT	0.002967	0.006925	0.428441	0.6707
DLDEFAULT(-1)	0.001150	0.006851	0.167824	0.8676
DLDEFAULT(-2)	-0.004624	0.006767	-0.683396	0.4985
DLDEFAULT(-3)	0.008828	0.006860	1.286894	0.2059
DLDEFAULT(-4)	0.001853	0.006720	0.275682	0.7843
DLGASTOS	-0.000793	0.004460	-0.177918	0.8597
DLGASTOS(-1)	-0.000134	0.004174	-0.032154	0.9745
DLGASTOS(-2)	-0.000405	0.004481	-0.090299	0.9285
DLGASTOS(-3)	-0.005141	0.004284	-1.200226	0.2375
DLGASTOS(-4)	-0.004973	0.004295	-1.157771	0.2542
DLLIQUI	-0.007662	0.014716	-0.520657	0.6056
DLLIQUI(-1)	0.003178	0.013459	0.236138	0.8146
DLLIQUI(-2)	-0.001347	0.016576	-0.081275	0.9356
DLLIQUI(-3)	0.015666	0.014499	1.080459	0.2867
DLLIQUI(-4)	-0.001981	0.015433	-0.128368	0.8985
DLINF	0.008678	0.005578	1.555683	0.1281
DLINF(-1)	-0.003296	0.005860	-0.562585	0.5770
DLINF(-2)	-0.004685	0.006269	-0.747289	0.4595
DLINF(-3)	0.001204	0.006330	0.190227	0.8501
DLINF(-4)	-0.010992	0.006031	-1.822659	0.0762
COINT_N(-1)	-0.856381	0.168898	-5.070403	0.0000
R-squared	0.704449	Mean dependent var		0.000315
Adjusted R-squared	0.463342	S.D. dependent var		0.023022
S.E. of regression	0.016866	Akaike info criterion		-5.023713
Sum squared resid	0.010809	Schwarz criterion		-3.995829
Log likelihood	207.8299	F-statistic		2.921726
Durbin-Watson stat	2.082798	Prob(F-statistic)		0.000951

Tabla 3.7
Elaboración: Autores

Luego de revisada la estimación se suprimieron de la misma las variables con sus rezagos que no resultaron relevantes en su explicación; obteniéndose los siguientes resultados:

MCE Corregido Otras Operaciones Activas

Dependent Variable: DLSPREAD_N
Method: Least Squares
Date: 08/11/04 **Time:** 13:29
Simple(adjusted): 1998:05 2004:03
Included observations: 71 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLCROWD(-1)	-0.036164	0.016023	-2.257063	0.0273
DLGASTOS(-3)	-0.006426	0.002800	-2.294987	0.0249
DLLIQUI(-3)	0.013943	0.007723	1.805499	0.0755
COINT_N(-1)	-0.946154	0.111433	-8.490801	0.0000
R-squared	0.555535	Mean dependent var		0.000247
Adjusted R-squared	0.535633	S.D. dependent var		0.022865
S.E. of regresión	0.015581	Akaike info criterion		-5.430838
Sum squared resid	0.016265	Schwarz criterion		-5.303363
Log likelihood	196.7947	F-statistic		27.91430
Durbin-Watson stat	2.126352	Prob(F-statistic)		0.000000

Tabla 3.8
Fuente: Autores

El coeficiente -0.94 del variable COINT_N (-1) indica que en caso de desviarse el spread de otras operaciones activas de su relación de largo plazo aumentando en un 1% esta se reducirá en un 0.94% el siguiente mes para regresar a la relación estable.

CAPÍTULO 4

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

La ejecución de este trabajo nació del deseo de proporcionar un aporte al país mediante la elaboración de un estudio comparativo en relación a cuales son las variables que inciden significativamente y por ende determinan el spread y las tasas de interés para el Sector Corporativo y para Otras Operaciones Activas en el Mercado Financiero Ecuatoriano a Corto y Largo Plazo a partir de 1998 hasta el primer trimestre del 2004. Para ello, primeramente se efectuó un breve enfoque histórico de como el Ecuador se sumergió en una gran crisis bancaria, indicando y explicando que factores incidieron de distinta forma en cada uno los problemas que esta crisis acarreó en su determinado momento.

Los resultados que se obtuvieron nos han demostrado que a Largo Plazo el Spread de tasas de interés para el Sector Corporativo, se ve afectado significativamente por el riesgo de default de la cartera que mantienen los bancos, por el efecto expulsión que causa la contratación

de deuda por el gobierno para obtener recursos en los mercados financieros domésticos, y el riesgo de liquidez al que los bancos pueden estar expuestos.

Estos resultados eran totalmente previstos ya que los bancos colocarán el precio de sus préstamos en niveles que vayan de acuerdo a sus experiencias pasadas. En este caso se puede notar claramente como el efecto de la Cartera Vencida que mantienen los bancos (expresado como riesgo de default) tiene una connotación positiva en nuestro estudio.

La presencia de burós de crédito se vuelve una opción para disminuir la posible cartera vencida de los bancos, entonces un correcto funcionamiento de estos se volverá de mucha ayuda al sector financiero para la colocación de sus créditos, incluso estos podrían realizar las veces de calificadoras de riesgo empresariales, para así tener una mejor percepción de cuales son las empresas que están bien o mal en el mercado.

El efecto de la Liquidez, de igual manera fue previsto ya que la liquidez es sinónimo de bienestar, y por ende se entiende que mientras mejor sea la situación de un banco, éste está en la posibilidad de ofrecer mejores tasas a sus clientes y de tal forma se obtendría una reducción en los spreads, en caso de no ser así, ocurriría lo contrario.

Se ha hablado mucho sobre como disminuir este riesgo, se plantea la creación de sistemas generadores de liquidez para combatirlo como podría ser un fondo de liquidez que sea capaz de manejar un riesgo real, si bien existe uno actualmente, los montos de este fondo, no resultan significativos para ayudar de alguna manera a salvar al sistema de un posible shock adverso que pudiera ocurrir, por lo cual debería fortalecerse. Aunque si bien la liquidez bancaria ha aumentado, los bancos también deberían arriesgarse a ofrecer mayores colocaciones con tasa mas bajas, que les generarían mas ganancias que por mantener indicadores de liquidez elevados en estos últimos tiempos se está negando.

El efecto de la contratación de deuda interna por parte del estado en el mercado financiero doméstico para la captación de recursos, fue una variable incluida, la cual se espera que en un mercado financiero óptimo no incida en el spread de la tasa de interés, ya que el estado no debería tener intervención alguna para evitar la distorsión del mismo. Pero, los resultados nos indican lo contrario, de lo que se deduce que el estado no ha ayudado a reducir el spread de tasas de interés al haber contratado un alto porcentaje de deuda interna en los últimos años.

En cuanto a los resultados obtenidos para el spread de las tasas de interés para Otras Operaciones Activas en el Largo Plazo, estos nos indican que el spread se ve afectado significativamente únicamente por el riesgo de liquidez. De esta manera podemos afirmar que la concepción de recursos para ser destinados a las pequeñas empresas y préstamos personales se limita tan solo a la consideración de los bancos en forma general de su liquidez y mientras más alta sea esta, los bancos canalizarán más recursos para estos sectores, ya que aparentemente son considerados de alto riesgo según este estudio.

Si bien las PYMES, y las personas naturales que solicitan créditos, pueden ser vistos como agentes de mayor riesgo que las grandes corporaciones por carecer del respaldo y garantías que estas les pueden ofrecer a los bancos, se debe tomar en cuenta que, estos círculos financieros minúsculos, en realidad resultan de gran importancia, al saldar el beneficio que la nación obtiene por su labor debido a que los pequeños empresarios del país son el portaestandarte del desarrollo productivo del mismo, de una manera estable y sostenible en el largo plazo.

Las consideraciones del corto plazo en esta tesis, se limitan tan sólo a encontrar cual sería la razón de ajuste de los distintos spreads ante desvíos de sus relaciones de largo plazo, en sí las variables que incidan a estos mismos en el corto plazo podrían ser consideradas coyunturales.

ANEXOS

Phillips-Perron/Test de Raíces Unitarias en COINT

PP Test Statistic	-7.069670	1% Critical Value*	-3.5200
		5% Critical Value	-2.9006
		10% Critical Value	-2.5874

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Lag truncation for Bartlett kernel: 3 (Newey-West suggests: 3)

Residual variance with no correction	0.000205
Residual variance with correction	0.000188

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(COINT)

Method: Least Squares

Date: 08/12/04 Time: 02:09

Sample(adjusted): 1998:02 2004:03

Included observations: 74 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINT(-1)	-0.831447	0.116742	-7.122085	0.0000
C	-7.28E-05	0.001685	-0.043211	0.9657

R-squared	0.413318	Mean dependent var	-0.000209
Adjusted R-squared	0.405170	S.D. dependent var	0.018798
S.E. of regression	0.014498	Akaike info criterion	-5.603001
Sum squared resid	0.015133	Schwarz criterion	-5.540729
Log likelihood	209.3110	F-statistic	50.72410
Durbin-Watson stat	1.966822	Prob(F-statistic)	0.000000

Phillips-Perron/Test de Raíces Unitarias en COINT_N

PP Test Statistic	-7.956841	1% Critical Value*	-3.5200
		5% Critical Value	-2.9006
		10% Critical Value	-2.5874

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Lag truncation for Bartlett kernel: 3 (Newey-West suggests: 3)

Residual variance with no correction	0.000284
Residual variance with correction	0.000272

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(COINT_N)

Method: Least Squares

Date: 08/12/04 Time: 02:10

Sample(adjusted): 1998:02 2004:03

Included observations: 74 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINT_N(-1)	-0.936084	0.117483	-7.967812	0.0000
C	0.000147	0.001986	0.074215	0.9410

R-squared	0.468580	Mean dependent var	2.91E-05
Adjusted R-squared	0.461199	S.D. dependent var	0.023278
S.E. of regression	0.017087	Akaike info criterion	-5.274378
Sum squared resid	0.021021	Schwarz criterion	-5.212106
Log likelihood	197.1520	F-statistic	63.48603
Durbin-Watson stat	1.992184	Prob(F-statistic)	0.000000

Dickey-Fuller Aumentado
Test de Raíces Unitarias en D(CONCEN)

ADF Test Statistic	-4.907890	1% Critical Value*	-3.5281
		5% Critical Value	-2.9042
		10% Critical Value	-2.5892

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(CONCEN,2)

Method: Least Squares

Date: 08/12/04 Time: 02:11

Sample(adjusted): 1998:08 2004:03

Included observations: 68 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CONCEN(-1))	-3.102286	0.632102	-4.907890	0.0000
D(CONCEN(-1),2)	1.444142	0.566017	2.551410	0.0133
D(CONCEN(-2),2)	0.968936	0.468360	2.068787	0.0428
D(CONCEN(-3),2)	0.578363	0.360594	1.603917	0.1139
D(CONCEN(-4),2)	0.233562	0.246316	0.948222	0.3468
D(CONCEN(-5),2)	0.062822	0.127911	0.491134	0.6251
C	2.069317	0.986570	2.097486	0.0401
R-squared	0.759885	Mean dependent var		-0.011029
Adjusted R-squared	0.736267	S.D. dependent var		14.28163
S.E. of regression	7.334328	Akaike info criterion		6.920257
Sum squared resid	3281.335	Schwarz criterion		7.148736
Log likelihood	-228.2887	F-statistic		32.17407
Durbin-Watson stat	2.010315	Prob(F-statistic)		0.000000

Dickey-Fuller Aumentado
Test de Raíces Unitarias en D(CROWD)

ADF Test Statistic	-4.240823	1% Critical Value*	-3.5267
		5% Critical Value	-2.9035
		10% Critical Value	-2.5889

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(CROWD,2)

Method: Least Squares

Date: 08/12/04 Time: 02:15

Sample(adjusted): 1998:07 2004:03

Included observations: 69 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CROWD(-1))	-1.249126	0.294548	-4.240823	0.0001
D(CROWD(-1),2)	0.222929	0.248170	0.898290	0.3725
D(CROWD(-2),2)	0.209969	0.219012	0.958707	0.3414
D(CROWD(-3),2)	0.291562	0.177108	1.646235	0.1047
D(CROWD(-4),2)	-0.033917	0.126444	-0.268238	0.7894
C	1.093950	4.296855	0.254593	0.7999
R-squared	0.590103	Mean dependent var		0.117826
Adjusted R-squared	0.557571	S.D. dependent var		53.54206
S.E. of regression	35.61366	Akaike info criterion		10.06628
Sum squared resid	79904.97	Schwarz criterion		10.26055
Log likelihood	-341.2866	F-statistic		18.13942
Durbin-Watson stat	1.997653	Prob(F-statistic)		0.000000

Dickey-Fuller Aumentado
Test de Raíces Unitarias en D(DEFAULT)

ADF Test Statistic	-3.682414	1% Critical Value*	-3.5253
		5% Critical Value	-2.9029
		10% Critical Value	-2.5886

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DEFAULT,2)

Method: Least Squares

Date: 08/12/04 Time: 02:17

Sample(adjusted): 1998:06 2004:03

Included observations: 70 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DEFAULT(-1))	-0.868718	0.235910	-3.682414	0.0005
D(DEFAULT(-1),2)	-0.089850	0.209742	-0.428386	0.6698
D(DEFAULT(-2),2)	-0.111747	0.171256	-0.652512	0.5164
D(DEFAULT(-3),2)	-0.011788	0.124037	-0.095036	0.9246
C	-0.009634	0.798453	-0.012065	0.9904
R-squared	0.485452	Mean dependent var		-0.005286
Adjusted R-squared	0.453788	S.D. dependent var		9.038910
S.E. of regression	6.680311	Akaike info criterion		6.704955
Sum squared resid	2900.726	Schwarz criterion		6.865562
Log likelihood	-229.6734	F-statistic		15.33114
Durbin-Watson stat	1.997146	Prob(F-statistic)		0.000000

Dickey-Fuller Aumentado
Test de Raíces Unitarias en D(GASTOS)

ADF Test Statistic	-4.859294	1% Critical Value*	-3.5253
		5% Critical Value	-2.9029
		10% Critical Value	-2.5886

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(GASTOS,2)

Method: Least Squares

Date: 08/12/04 Time: 08:19

Sample(adjusted): 1998:06 2004:03

Included observations: 70 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(GASTOS(-1))	-1.459776	0.300409	-4.859294	0.0000
D(GASTOS(-1),2)	0.313932	0.257473	1.219281	0.2271
D(GASTOS(-2),2)	0.006443	0.187936	0.034282	0.9728
D(GASTOS(-3),2)	0.129891	0.122981	1.056187	0.2948
C	0.103895	1.248843	0.083193	0.9340
R-squared	0.632731	Mean dependent var		-0.006143
Adjusted R-squared	0.610130	S.D. dependent var		16.72999
S.E. of regression	10.44614	Akaike info criterion		7.599091
Sum squared resid	7092.920	Schwarz criterion		7.759698
Log likelihood	-260.9682	F-statistic		27.99547
Durbin-Watson stat	1.993457	Prob(F-statistic)		0.000000

Dickey-Fuller Aumentado
Test de Raíces Unitarias en D(INF)

ADF Test Statistic	-4.290792	1% Critical Value*	-3.5297
		5% Critical Value	-2.9048
		10% Critical Value	-2.5896

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(INF,2)

Method: Least Squares

Date: 08/12/04 Time: 08:21

Sample(adjusted): 1998:09 2004:03

Included observations: 67 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-2.580947	0.601508	-4.290792	0.0001
D(INF(-1),2)	1.130706	0.549333	2.058324	0.0440
D(INF(-2),2)	0.786824	0.479424	1.641187	0.1061
D(INF(-3),2)	0.612059	0.398874	1.534465	0.1303
D(INF(-4),2)	0.370186	0.318277	1.163094	0.2495
D(INF(-5),2)	0.214157	0.224878	0.952323	0.3448
D(INF(-6),2)	0.121237	0.127182	0.953261	0.3443
C	-0.060311	0.324926	-0.185614	0.8534
R-squared	0.701925	Mean dependent var	-0.007164	
Adjusted R-squared	0.666560	S.D. dependent var	4.591558	
S.E. of regression	2.651363	Akaike info criterion	4.899675	
Sum squared resid	414.7537	Schwarz criterion	5.162922	
Log likelihood	-156.1391	F-statistic	19.84807	
Durbin-Watson stat	2.045700	Prob(F-statistic)	0.000000	

Dickey-Fuller Aumentado
Test de Raíces Unitarias en D(LIQUI)

ADF Test Statistic	-3.232680	1% Critical Value*	-3.5345
		5% Critical Value	-2.9069
		10% Critical Value	-2.5907

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LIQUI,2)

Method: Least Squares

Date: 08/12/04 Time: 08:22

Sample(adjusted): 1998:12 2004:03

Included observations: 64 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LIQUI(-1))	-1.613541	0.499134	-3.232680	0.0021
D(LIQUI(-1),2)	0.640492	0.462629	1.384461	0.1720
D(LIQUI(-2),2)	0.455684	0.439516	1.036787	0.3045
D(LIQUI(-3),2)	0.504337	0.400900	1.258011	0.2139
D(LIQUI(-4),2)	0.371660	0.367183	1.012192	0.3160
D(LIQUI(-5),2)	0.312898	0.325004	0.962753	0.3400
D(LIQUI(-6),2)	0.336759	0.280133	1.202140	0.2347
D(LIQUI(-7),2)	0.226527	0.239741	0.944885	0.3490
D(LIQUI(-8),2)	0.388049	0.182525	2.126000	0.0382
D(LIQUI(-9),2)	0.118981	0.135881	0.875627	0.3852
C	-2.850633	5.155966	-0.552881	0.5827
R-squared	0.596636	Mean dependent var		0.112656
Adjusted R-squared	0.520530	S.D. dependent var		58.58836
S.E. of regression	40.56880	Akaike info criterion		10.39903
Sum squared resid	87228.88	Schwarz criterion		10.77009
Log likelihood	-321.7691	F-statistic		7.839498
Durbin-Watson stat	1.995564	Prob(F-statistic)		0.000000

Dickey-Fuller Aumentado
Test de Raíces Unitarias en D(EMBI)

ADF Test Statistic	-4.287586	1% Critical Value*	-3.5267
		5% Critical Value	-2.9035
		10% Critical Value	-2.5889

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(EMBI,2)

Method: Least Squares

Date: 08/12/04 Time: 08:32

Sample(adjusted): 1998:07 2004:03

Included observations: 69 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EMBI(-1))	-1.176821	0.274472	-4.287586	0.0001
D(EMBI(-1),2)	0.436179	0.246131	1.772146	0.0812
D(EMBI(-2),2)	0.196500	0.196327	1.000882	0.3207
D(EMBI(-3),2)	-0.079695	0.154568	-0.515599	0.6079
D(EMBI(-4),2)	0.196594	0.123555	1.591139	0.1166
C	-0.015474	0.505841	-0.030591	0.9757
R-squared	0.533111	Mean dependent var		-0.013043
Adjusted R-squared	0.496056	S.D. dependent var		5.918565
S.E. of regression	4.201530	Akaike info criterion		5.791716
Sum squared resid	1112.130	Schwarz criterion		5.985986
Log likelihood	-193.8142	F-statistic		14.38713
Durbin-Watson stat	1.981589	Prob(F-statistic)		0.000000

Dickey-Fuller Aumentado
Test de Raíces Unitarias en D(SPREAD_C)

ADF Test Statistic	-6.827470	1% Critical Value*	-3.5253
		5% Critical Value	-2.9029
		10% Critical Value	-2.5886

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(SPREAD_C,2)

Method: Least Squares

Date: 08/12/04 Time: 08:30

Sample(adjusted): 1998:06 2004:03

Included observations: 70 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(SPREAD_C(-1))	-2.693349	0.394487	-6.827470	0.0000
D(SPREAD_C(-1),2)	1.078006	0.318950	3.379859	0.0012
D(SPREAD_C(-2),2)	0.529713	0.221875	2.387434	0.0199
D(SPREAD_C(-3),2)	0.170934	0.119381	1.431842	0.1570
C	-0.000259	0.002053	-0.126154	0.9000
R-squared	0.745632	Mean dependent var		0.000396
Adjusted R-squared	0.729979	S.D. dependent var		0.033043
S.E. of regression	0.017171	Akaike info criterion		-5.222498
Sum squared resid	0.019164	Schwarz criterion		-5.061891
Log likelihood	187.7874	F-statistic		47.63393
Durbin-Watson stat	1.987856	Prob(F-statistic)		0.000000

Dickey-Fuller Aumentado
Test de Raíces Unitarias en D(SPREAD_N)

ADF Test Statistic	-5.491506	1% Critical Value*	-3.5267
		5% Critical Value	-2.9035
		10% Critical Value	-2.5889

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(SPREAD_N,2)

Method: Least Squares

Date: 08/12/04 Time: 08:31

Sample(adjusted): 1998:07 2004:03

Included observations: 69 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(SPREAD_N(-1))	-3.084806	0.561741	-5.491506	0.0000
D(SPREAD_N(-1),2)	1.290547	0.494564	2.609462	0.0113
D(SPREAD_N(-2),2)	0.635343	0.388056	1.637246	0.1066
D(SPREAD_N(-3),2)	0.327093	0.251718	1.299441	0.1985
D(SPREAD_N(-4),2)	0.120457	0.123589	0.974664	0.3335
C	0.001589	0.002372	0.670024	0.5053
R-squared	0.804400	Mean dependent var		0.000159
Adjusted R-squared	0.788876	S.D. dependent var		0.042372
S.E. of regression	0.019469	Akaike info criterion		-4.957014
Sum squared resid	0.023880	Schwarz criterion		-4.762744
Log likelihood	177.0170	F-statistic		51.81708
Durbin-Watson stat	2.014828	Prob(F-statistic)		0.000000

Dickey-Fuller Aumentado
Test de Raíces Unitarias en DLCONCEN

ADF Test Statistic	-8.154697	1% Critical Value*	-3.5239
		5% Critical Value	-2.9023
		10% Critical Value	-2.5882

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DLCONCEN)

Method: Least Squares

Date: 08/12/04 Time: 02:24

Sample(adjusted): 1998:05 2004:03

Included observations: 71 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLCONCEN(-1)	-2.473913	0.303373	-8.154697	0.0000
D(DLCONCEN(-1))	0.739510	0.225216	3.283562	0.0016
D(DLCONCEN(-2))	0.251253	0.118254	2.124693	0.0373
C	0.031867	0.053394	0.596839	0.5526
R-squared	0.787498	Mean dependent var		-0.000315
Adjusted R-squared	0.777983	S.D. dependent var		0.952165
S.E. of regression	0.448647	Akaike info criterion		1.289529
Sum squared resid	13.48605	Schwarz criterion		1.417004
Log likelihood	-41.77827	F-statistic		82.76390
Durbin-Watson stat	2.130681	Prob(F-statistic)		0.000000

Dickey-Fuller Aumentado
Test de Raíces Unitarias en DLCROWD

ADF Test Statistic	-4.039464	1% Critical Value*	-3.5239
		5% Critical Value	-2.9023
		10% Critical Value	-2.5882

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DLCROWD)

Method: Least Squares

Date: 08/12/04 Time: 02:25

Sample(adjusted): 1998:05 2004:03

Included observations: 71 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLCROWD(-1)	-0.881929	0.218328	-4.039464	0.0001
D(DLCROWD(-1))	-0.214679	0.178452	-1.203010	0.2332
D(DLCROWD(-2))	-0.153814	0.120906	-1.272182	0.2077
C	0.004690	0.014106	0.332503	0.7405
R-squared	0.559944	Mean dependent var		-0.000884
Adjusted R-squared	0.540240	S.D. dependent var		0.174696
S.E. of regression	0.118453	Akaike info criterion		-1.373905
Sum squared resid	0.940091	Schwarz criterion		-1.246430
Log likelihood	52.77364	F-statistic		28.41777
Durbin-Watson stat	1.925529	Prob(F-statistic)		0.000000

Dickey-Fuller Aumentado
Test de Raíces Unitarias en DLDEFAULT

ADF Test Statistic	-4.317219	1% Critical Value*	-3.5239
		5% Critical Value	-2.9023
		10% Critical Value	-2.5882

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DLDEFAULT)

Method: Least Squares

Date: 08/12/04 Time: 02:26

Sample(adjusted): 1998:05 2004:03

Included observations: 71 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLDEFAULT(-1)	-0.876664	0.203062	-4.317219	0.0001
D(DLDEFAULT(-1))	-0.074949	0.168347	-0.445205	0.6576
D(DLDEFAULT(-2))	-0.061550	0.122013	-0.504453	0.6156
C	-0.001487	0.041277	-0.036034	0.9714
R-squared	0.477010	Mean dependent var		-0.000931
Adjusted R-squared	0.453592	S.D. dependent var		0.470490
S.E. of regression	0.347783	Akaike info criterion		0.780214
Sum squared resid	8.103862	Schwarz criterion		0.907689
Log likelihood	-23.69759	F-statistic		20.36984
Durbin-Watson stat	2.000958	Prob(F-statistic)		0.000000

Dickey-Fuller Aumentado
Test de Raíces Unitarias en DLGASTOS

ADF Test Statistic	-6.103671	1% Critical Value*	-3.5239
		5% Critical Value	-2.9023
		10% Critical Value	-2.5882

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DLGASTOS)

Method: Least Squares

Date: 08/12/04 Time: 08:08

Sample(adjusted): 1998:05 2004:03

Included observations: 71 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLGASTOS(-1)	-1.616663	0.264867	-6.103671	0.0000
D(DLGASTOS(-1))	0.339567	0.191722	1.771137	0.0811
D(DLGASTOS(-2))	-0.014300	0.121042	-0.118141	0.9063
C	0.033306	0.102783	0.324039	0.7469
R-squared	0.655387	Mean dependent var		-0.003903
Adjusted R-squared	0.639957	S.D. dependent var		1.439113
S.E. of regression	0.863519	Akaike info criterion		2.599088
Sum squared resid	49.95961	Schwarz criterion		2.726563
Log likelihood	-88.26763	F-statistic		42.47370
Durbin-Watson stat	2.003345	Prob(F-statistic)		0.000000

Dickey-Fuller Aumentado
Test de Raíces Unitarias en DLINF

ADF Test Statistic	-6.501810	1% Critical Value*	-3.5239
		5% Critical Value	-2.9023
		10% Critical Value	-2.5882

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DLINF)

Method: Least Squares

Date: 08/12/04 Time: 08:10

Sample(adjusted): 1998:05 2004:03

Included observations: 71 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLINF(-1)	-1.727405	0.265681	-6.501810	0.0000
D(DLINF(-1))	0.374375	0.200907	1.863427	0.0668
D(DLINF(-2))	0.133824	0.121298	1.103270	0.2739
C	-0.027900	0.059845	-0.466208	0.6426
R-squared	0.657948	Mean dependent var		-0.005012
Adjusted R-squared	0.642632	S.D. dependent var		0.840730
S.E. of regression	0.502590	Akaike info criterion		1.516606
Sum squared resid	16.92400	Schwarz criterion		1.644081
Log likelihood	-49.83951	F-statistic		42.95884
Durbin-Watson stat	2.002504	Prob(F-statistic)		0.000000

Dickey-Fuller Aumentado
Test de Raíces Unitarias en DLLIQUI

ADF Test Statistic	-5.269263	1% Critical Value*	-3.5239
		5% Critical Value	-2.9023
		10% Critical Value	-2.5882

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DLLIQUI)

Method: Least Squares

Date: 08/12/04 Time: 08:10

Sample(adjusted): 1998:05 2004:03

Included observations: 71 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLLIQUI(-1)	-1.381406	0.262163	-5.269263	0.0000
D(DLLIQUI(-1))	0.144827	0.192693	0.751594	0.4549
D(DLLIQUI(-2))	-0.123085	0.121180	-1.015720	0.3134
C	-0.030271	0.038056	-0.795439	0.4292
R-squared	0.646546	Mean dependent var		0.000343
Adjusted R-squared	0.630719	S.D. dependent var		0.521965
S.E. of regression	0.317190	Akaike info criterion		0.596057
Sum squared resid	6.740836	Schwarz criterion		0.723532
Log likelihood	-17.16003	F-statistic		40.85259
Durbin-Watson stat	1.962951	Prob(F-statistic)		0.000000

Dickey-Fuller Aumentado
Test de Raíces Unitarias en DLSPREAD_C

ADF Test Statistic	-8.357522	1% Critical Value*	-3.5239
		5% Critical Value	-2.9023
		10% Critical Value	-2.5882

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DLSPREAD_C)

Method: Least Squares

Date: 08/12/04 Time: 08:12

Sample(adjusted): 1998:05 2004:03

Included observations: 71 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLSPREAD_C(-1)	-2.309971	0.276394	-8.357522	0.0000
D(DLSPREAD_C(-1))	0.731723	0.203151	3.601870	0.0006
D(DLSPREAD_C(-2))	0.262039	0.115213	2.274388	0.0262
C	-0.000321	0.001971	-0.162665	0.8713
R-squared	0.752647	Mean dependent var		-0.000561
Adjusted R-squared	0.741572	S.D. dependent var		0.032669
S.E. of regression	0.016607	Akaike info criterion		-5.303248
Sum squared resid	0.018479	Schwarz criterion		-5.175773
Log likelihood	192.2653	F-statistic		67.95601
Durbin-Watson stat	2.074802	Prob(F-statistic)		0.000000

Dickey-Fuller Aumentado
Test de Raíces Unitarias en DLSPREAD_N

ADF Test Statistic	-7.821570	1% Critical Value*	-3.5239
		5% Critical Value	-2.9023
		10% Critical Value	-2.5882

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(DLSPREAD_N)

Method: Least Squares

Date: 08/12/04 Time: 08:14

Sample(adjusted): 1998:05 2004:03

Included observations: 71 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLSPREAD_N(-1)	-2.463510	0.314964	-7.821570	0.0000
D(DLSPREAD_N(-1))	0.712143	0.227775	3.126523	0.0026
D(DLSPREAD_N(-2))	0.151020	0.119248	1.266435	0.2097
C	0.001271	0.002154	0.589995	0.5572
R-squared	0.799639	Mean dependent var		-0.000480
Adjusted R-squared	0.790667	S.D. dependent var		0.039484
S.E. of regression	0.018065	Akaike info criterion		-5.134985
Sum squared resid	0.021865	Schwarz criterion		-5.007510
Log likelihood	186.2920	F-statistic		89.13196
Durbin-Watson stat	2.051608	Prob(F-statistic)		0.000000

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acosta, A., López, S., Villamar, D. (Junio, 2002): "Análisis de Coyuntura Económica), *Instituto Latinoamericano de Investigaciones Sociales*, Fundación Friedrich Ebert.

 - Acosta, A. (Octubre, 2002): "La Dolarización es una Bomba de Tiempo", *Foro Ecuador Alternativo*.

 - Argandoña, A., Gámez, C., Mochón, F. (1996): *Macroeconomía Avanzada I*. Madrid: McGraw-Hill/Interamericana de España, S.A.U. (1ª ed., 1996).

 - Arreaza, A., Fernández, M.A., Mirabal, M.J. (Junio, 2001): "Determinantes del Spread Bancario en Venezuela", *Oficina de Consultoría Económica*, Banco Central de Venezuela.
-

- ✦ Barro, R.J. (1997): *Macroeconomía: Teoría y Política*, Madrid: McGraw-Hill/Interamericana de España, S.A. (1ª ed., 1997), pp.167-232

 - ✦ Brealey, R., y Myers, S. (2002): *Principios de Finanzas Corporativas*, Madrid: McGraw-Hill/Interamericana de España, S.A. (5ª ed., 2002), pp 101-119

 - ✦ Brock, P., y Rojas – Suarez, L. (2000): “Interest rate spreads in Latinamerica: Facts, theories and policy recommendations”, Interamerican Development Bank, Washington D.C. 1-31.

 - ✦ Burbano, S., y Freire, M. (Noviembre, 2003): “Determinantes del Spread y de las Tasas de Interés en el Mercado Bancario Doméstico Ecuatoriano”, *Notas Técnicas*, Banco Central del Ecuador, 73.

 - ✦ Dornbusch, R. Y Fischer, S. (1994): *Macroeconomía*, Madrid: MacGraw-Hill/Interamericana, S.A. (6ª ed., 1994), pp. 120-131.
-

- Echeverría, J.C., y Mejía, M. (Septiembre,1997): "Notas sobre la Tasa de Interés y la Inflación en Colombia", *Borradores Semanales de Economía*, Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República de Colombia, 78.

 - Espinosa, R. (Noviembre, 2002): "*La Economía del Ecuador Perspectivas 2003*", Superintendencia de Bancos.

 - Flood, D., y Paterson, M. (2000): "Efectos de la Crisis Asiática y de Rusia en la Economía y Agricultura Ecuatoriana", <http://www.sica.gov.ec/agro/docs/#1>

 - Freixas, X., y Rochet, J.C. (1999): *Microeconomics of Banking*, Cambridge: Massachusetts Institute of Technology Press. (4ª ed., 1999),pp. 221-255

 - Hanke, S.H. (Septiembre, 2003): "Money and the Rule of Law in Ecuador", *Routledge Group*.
-

- ✦ Jácome, L.I. (Enero, 2004): "The Late 1990s Financial Crisis in Ecuador: Institutional Weaknesses, Fiscal Rigidities, and Financial Dollarization at Work", *International Monetary Fund Working Paper*.

 - ✦ Jaramillo, F., Morillo D., Morillo, J. (Noviembre, 2003): "Margen Financiero y Competencia: El Caso del Ecuador", *Portafolios de Barclays Global Investors*.

 - ✦ Loria, L. (Abril, 2003): "Análisis sobre la Deuda Interna en el Ecuador", *Strategic Advantage Consulting Group, LIEP*.

 - ✦ Loria, L. (Marzo, 2004): " De la Deuda Pública y Otros Demonios", *Strategic Advantage Consulting Group, LIEP*.

 - ✦ Laubach, T., y Williams, J. (Noviembre, 2001). "Measuring the Natural Rate of Interest", *Board of Governors of the Federal Reserve System*.
-

- ✦ Obando, A. (2000): "Resumen de Historia Económica Ecuatoriana Período 1996 – 2000)", <http://www.monografias.com>.

 - ✦ Oliveros, H. (Julio, 1998): "Una Aplicación en el Caso de la Inflación y la Tasa de Interés", *Borradores Semanales de Economía*, Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República de Colombia.

 - ✦ Ospina, S.,P. (Abril, 1995): "Los Efectos de la Regulación en el Margen de Intermediación de las Tasas de Interés en Colombia", *Borradores Semanales de Economía*, Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República de Colombia, 28.

 - ✦ Plitman, R. (Abril, 2002): "La Crisis en el Ecuador", *Fundación Friedrich Ebert*.

 - ✦ Rose, A. (Marzo, 2002): "One Reason Countries Pay Their Debts: Renegotiation and International Trade", *NBER Working Papers*, 8853.
-

- ✦ Sachs, J., y Larrain, F. (1994): *Macroeconomía en la Economía Global*, México: Prentice Hall Hispanoamericana, S.A. (1ª ed., 1994), pp. 618-654.
 - ✦ Shuler, K. (Octubre, 2002): "El Futuro de la Dolarización en Ecuador", *Instituto Ecuatoriano de Economía Política*.
-