

¿Por qué caen las Reservas Internacionales del Banco Central del Ecuador?

Augusto De la Torre y José Hidalgo Pallares



04/04/2018 @ 5:37 pm



Banco Central del Ecuador (Fotografía tomada de la cuenta del BCE, Flickr)

(*) Los autores agradecen la valiosa colaboración de [Daniel Baquero Méndez](#)

QUITO, Ecuador - La pérdida de reservas internacionales (RI) del Banco Central del Ecuador (BCE) quita el sueño a las autoridades económicas, y con razón. Para empezar, el nivel de RI es muy bajo. Si la banca comercial retirase hoy los depósitos que mantiene en el BCE, quedarían dólares para cubrir un porcentaje pequeño de los depósitos del sector público no financiero, que también son exigibles. Más aún, en dolarización, la caída de RI reduce la cantidad de dinero y puede generar una contracción crediticia, con efectos adversos sobre la producción y el empleo. Pero ¿por qué caen las RI? Las autoridades tienden a culpar al sector privado y, por ende, creen que hay que restringir las importaciones y otras transacciones privadas para frenar el drenaje de RI. En efecto, en una entrevista a la gerente del Banco Central publicada en *El Comercio* a finales del año pasado[1], cuando se le preguntó por qué habían caído las reservas internacionales, contestó: “Primero por un aumento en las importaciones y por el aumento de los créditos que otorgan los bancos privados, que hizo que los depósitos en el Banco Central disminuyan”.

Esta nota busca determinar si el factor dominante en el comportamiento de las RI ha sido la actividad privada (importaciones, exportaciones, y salidas o ingresos de capital) o la pública (dinámica del déficit fiscal y del endeudamiento público). El análisis concluye que el factor

¿Por qué caen las Reservas Internacionales del Banco Central del Ecuador?

Augusto De la Torre y José Hidalgo Pallares



04/04/2018 @ 5:37 pm

dominante ha variado a largo de tres subperiodos bien definidos: (i) desplome (enero 2014 a septiembre 2015); (ii) brutal ajuste del sector privado (octubre 2015 a abril 2017); y (iii) ausencia de ajuste público (mayo 2017 al presente). Antes de examinar los tres subperiodos conviene hacer tres aclaraciones importantes.

Primera, no todas las transacciones internacionales del sector privado afectan a las RI. Por ejemplo, una exportación no “alimenta” las RI si los recursos que genera se mantienen depositados en el exterior. Una importación tampoco afecta a las RI si el importador paga con sus propios recursos mantenidos en el exterior o si ordena a su banco privado en Ecuador que haga el pago y éste último utiliza sus activos líquidos que mantiene en el exterior. Segunda, para que las RI se muevan se requiere de transacciones (comerciales o financieras) con el exterior (o de ventas de dólares billete por parte del BCE) que afecten de alguna manera los depósitos que el sector público o privado (principalmente los bancos comerciales) mantienen en el BCE. Tercera, puede haber movimientos en los pasivos del BCE que no inciden sobre las RI. Este sería el caso, por ejemplo, si el sector público gira sus depósitos en el BCE para pagar salarios y éstos se gastan en bienes y servicios producidos localmente y que no requieren, ni directa ni indirectamente, de importaciones o financiamiento externo. En este caso, la disminución de depósitos del gobierno en el BCE se vería en última instancia compensada por un aumento de otros pasivos (digamos, los depósitos bancarios en el BCE), sin que se afecten las RI.

Con estas aclaraciones, veamos el Gráfico 1, que muestra la evolución de las RI a partir de 2014. Aunque dicho gráfico presenta relaciones puramente contables que no necesariamente indican relaciones de causalidad, ofrece un punto de partida útil para identificar, en combinación con otras variables macroeconómicas y financieras, si fue la actividad pública o la privada la que dominó las fluctuaciones de las RI. El gráfico sugiere la conveniencia de distinguir entre los tres subperiodos mencionados anteriormente.

El primer subperiodo (*enero 2014 a septiembre 2015*) está marcado por el **desplome** del precio del petróleo y el desequilibrio fiscal y externo que éste gatilla. El desequilibrio externo fue enorme: el déficit en la balanza comercial se amplió de \$53 millones en el último trimestre de 2013 a \$1.284 millones en igual periodo del 2014. El déficit del sector público no financiero (SPNF) también creció en ese lapso, de \$3.875 a \$4.749 millones. Sin embargo, una emisión de bonos soberanos en junio de 2014 por \$2.000 millones (la primera después del “default” del 2008) hizo que los depósitos *netos* del SPNF en el BCE (esto es, netos del crédito del BCE al Ministerio de Finanzas) aumentaran, lo que ayudó a sostener el nivel de RI inicialmente.[2]

A partir de ese momento y hasta septiembre de 2015, es decir, hasta el final del subperiodo

¿Por qué caen las Reservas Internacionales del Banco Central del Ecuador?

[Augusto De la Torre](#) y [José Hidalgo Pallares](#)



04/04/2018 @ 5:37 pm

de desplome, las RI se movieron de la mano de los depósitos netos del SPNF, subiendo cuando el gobierno emitía bonos soberanos (se realizaron dos emisiones adicionales de \$750 millones cada una en marzo y mayo de 2015) y bajando en la medida en que el fisco giraba sus depósitos para financiar su abultado déficit.[3] La correlación (calculada con base a datos semanales) entre RI y depósitos netos del SPNF durante el subperiodo de enero 2014 a septiembre 2015, fue positiva, alta (0,94), y estadísticamente significativa. Ello es muy decidor, aunque no significa—como aclaramos anteriormente—que haya una relación de causalidad entre la caída de los depósitos públicos en el BCE y la contracción de las RI. Sin embargo, junto con las mencionadas variables fiscales y externas, esta alta correlación sugiere que el elevado gasto público fue el factor más importante en el movimiento de las RI.

La actividad internacional privada también incidió sobre el comportamiento de las RI en el subperiodo de desplome, claro está, aunque al parecer en mucho menor medida. Las reservas de los bancos comerciales en el BCE entraron en una tendencia negativa (Gráfico 1) a causa de una severa caída de depósitos en 2015, parte de la cual habría terminado en acumulación de dólares en billetes o en giros al exterior. La correlación (datos semanales) entre RI y reservas bancarias en el BCE, aunque también positiva y estadísticamente significativa, fue de menor magnitud (0,40). Tomando todos los datos en conjunto, la conclusión más razonable es que el factor de mayor impacto en la evolución de las RI durante el subperiodo de desplome fue la dinámica del sector público: un alto nivel de gasto en medio de menores ingresos petroleros y el desate del agresivo endeudamiento externo.

¿Por qué caen las Reservas Internacionales del Banco Central del Ecuador?

Augusto De la Torre y José Hidalgo Pallares



04/04/2018 @ 5:37 pm

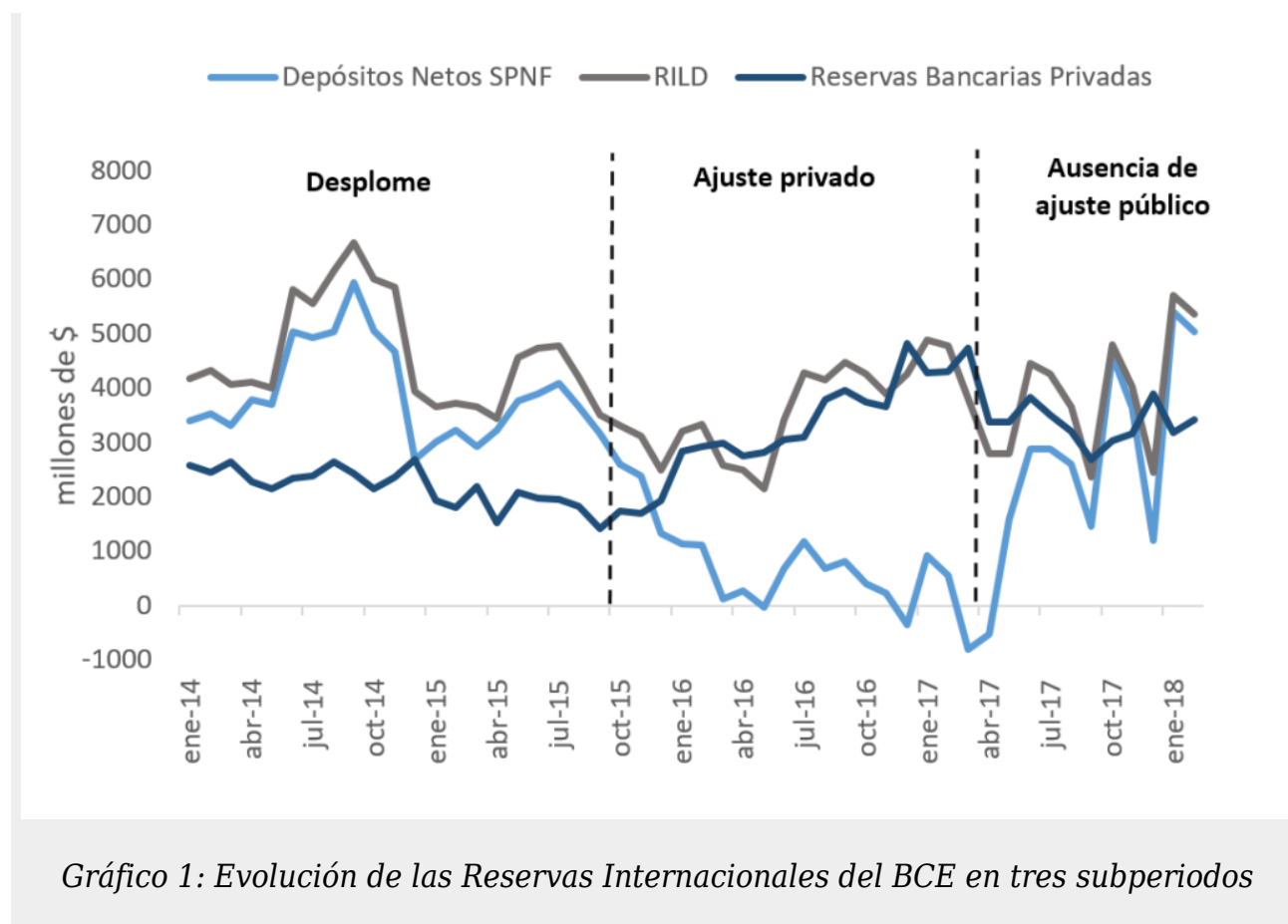


Gráfico 1: Evolución de las Reservas Internacionales del BCE en tres subperiodos

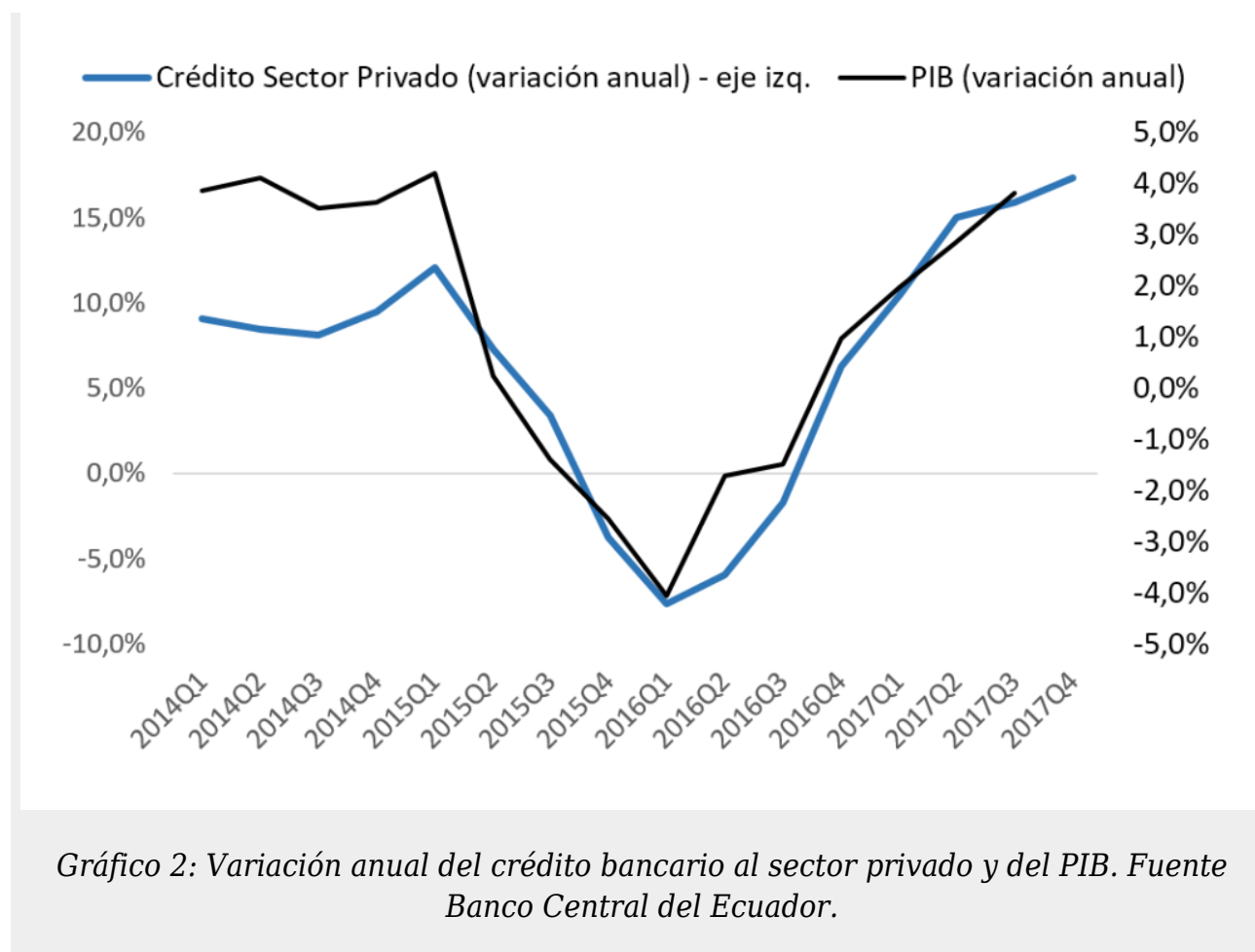
En el segundo subperiodo (*octubre 2015 a abril 2017*) la evolución de las RI reflejó principalmente el **brutal ajuste del sector privado**. De hecho, el desajuste fiscal se agudizó: el déficit del SPNF pasó de aproximadamente \$5.000 millones en 2015 a alrededor de \$7.500 millones en 2016. Como consecuencia, los depósitos *netos* del SPNF cayeron estrepitosamente e incluso se tornaron negativos a inicios de 2017,[4] pese a que durante este subperiodo el gobierno realizó cuatro colocaciones de bonos soberanos en los mercados internacionales por un total de \$3.750 millones.

¿Por qué caen las Reservas Internacionales del Banco Central del Ecuador?

Augusto De la Torre y José Hidalgo Pallares



04/04/2018 @ 5:37 pm



No obstante el deterioro de las finanzas del SPNF, las RI aumentaron de \$3.300 millones en octubre de 2015 a un tope de \$5.100 en enero de 2017 (Gráfico 1). ¿Cómo fue ello posible? Gracias al ajuste del sector privado que sobre-compensó el despilfarro público. La fuerte compresión del gasto privado (consumo e inversión) fue el factor clave detrás del gran giro en la cuenta corriente externa (de un déficit de \$2.246 millones en el primer semestre de 2015 a un superávit de \$1.233 millones en el segundo semestre de 2016) y de la contracción de la actividad económica (la recesión del 2016). Todo ello se reflejó en una severa reducción de las importaciones privadas[5] (exacerbada por la vigencia de las salvaguardias) y llevó a una pronunciada caída de la demanda de crédito[6] (Gráfico 2). Esta última indujo a los bancos comerciales a incrementar sus reservas en el BCE lo cual, a su vez, sostuvo el mencionado aumento de las RI.

Fue, por tanto, el ajuste privado el que dominó el comportamiento de las RI durante el subperiodo octubre 2015 a abril 2017. Ello es consistente con la correlación entre RI y

¿Por qué caen las Reservas Internacionales del Banco Central del Ecuador?

Augusto De la Torre y José Hidalgo Pallares



04/04/2018 @ 5:37 pm

reservas bancarias en el BCE que fue positiva, alta (0,65) y estadísticamente significativa en ese lapso. En contraste, la correlación entre las RI y los depósitos netos del SPNF se acercó a cero.

En el tercer subperiodo (*mayo 2017 al presente*), caracterizado por la **ausencia de ajuste fiscal**, ha sido la dinámica del sector público (gasto y endeudamiento externo), y su impacto sobre el comportamiento de los agentes privados, la que volvió a tomar la batuta en el comportamiento de las RI. El sector privado se recuperó a un nivel de actividad débil y, en consecuencia, las importaciones privadas aumentaron (atizadas no sólo por la ausencia de ajuste fiscal, sino también por la eliminación de las salvaguardias). Ello redujo el superávit en cuenta corriente pero no generó un déficit externo significativo. La modesta recuperación de la actividad privada, explicada a su vez por la inyección a la economía de recursos procedentes del nuevo financiamiento público, dio pie a movimientos en las reservas que los bancos comerciales mantienen en el BCE los que, a su vez, incidieron sobre las reservas. Sin embargo, dicha incidencia no parece haber sido la dominante, tal como sugiere la ausencia de correlación significativa ente los depósitos bancarios en el BCE y las RI.[7]

Al contrario, las marcadas oscilaciones de las RI han estado altamente sincronizadas con los depósitos netos del SPNF (Gráfico 1): ambas variables subieron con las emisiones de bonos soberanos en los mercados internacionales (por \$2.000 millones en mayo de 2017, \$2.500 en octubre de 2017 y \$3.000 en enero de 2018) y cayeron enseguida con el gasto fiscal, que impulsó la demanda de bienes y servicios importados.[8] De hecho, la correlación positiva (datos semanales) entre las RI y los depósitos netos del SPNF en el subperiodo de mayo 2017 a marzo 2018 fue cercana al 90 por ciento.

En la coyuntura actual, por tanto, los movimientos de las RI parecen obedecer, fundamentalmente, al desequilibrio fiscal y sus efectos macroeconómicos. Este es un dato de gran importancia: implica que un *aumento* de las restricciones a las importaciones privadas, en la medida en que el gasto fiscal no se ajuste, no frenaría la caída de las RI directamente, sino solo a través de su efecto adverso sobre la actividad económica. (Sin embargo, dada la sobrevaloración del tipo de cambio real, no podemos aseverar que una *reducción* de dichas restricciones no contribuiría a una ampliación del déficit en cuenta corriente). Así, el Gobierno enfrenta una suerte de tri-lema: si quiere evitar una caída en las RI tiene que o bien reducir el gasto y el déficit fiscal, o bien seguir endeudándose copiosamente en el exterior, o bien asfixiar otra vez al sector privado. Solo un programa macroeconómico integral bien concebido, apoyado y financiado por los multilaterales, puede ayudar a superar el tri-lema protegiendo a las RI y sin causar una aguda recesión.

¿Por qué caen las Reservas Internacionales del Banco Central del Ecuador?

Augusto De la Torre y José Hidalgo Pallares



04/04/2018 @ 5:37 pm

Notas

1. Ver:
<http://www.elcomercio.com/actualidad/veronicaartola-ingresos-petroleo-reservas-bancocentral.html>
2. El impacto contable inicial de un nuevo endeudamiento externo del SPNF es que suben sus depósitos en el BCE en el mismo monto en que se incrementan las RI. En contraste, el impacto contable inicial un nuevo crédito del BCE al SPNF es un aumento de igual magnitud de los depósitos; en consecuencia, los depósitos *netos* del SPNF no cambian ni cambia el nivel de RI, pero sí baja el porcentaje de pasivos exigibles cubiertos por RI.
3. En el subperiodo de descalabro los problemas de caja del fisco se intensifican y el fisco acumula rápidamente sus atrasos de pago a contratistas y proveedores. Al cierre de 2015, la diferencia entre el gasto devengado del Presupuesto General del Estado y el efectivamente pagado sugiere que el saldo de estos atrasos superó los \$2.500 millones.
4. El saldo del crédito del BCE al Ministerio de Finanzas aumentó de \$500 millones en septiembre de 2015 a un pico de \$5.858 millones en abril de 2017.
5. El déficit de la balanza comercial no petrolera se contrae pronunciadamente, de \$1.282 millones en el segundo trimestre del 2015 a \$432 millones en el primer trimestre del 2017.
6. Según el Reporte Trimestral de Oferta y Demanda de Crédito que publica el Banco Central, el porcentaje de empresas encuestadas que consideraban que era un buen momento para endeudarse bajó de 32% en el segundo trimestre de 2014 (antes del desplome del precio del crudo) a 22% en el segundo trimestre de 2015 y a 14% en el segundo trimestre de 2016. Además, entre noviembre de 2015 y septiembre de 2016, cuando la cartera del sistema de bancos privados registró variaciones interanuales negativas, la tasa activa referencial se redujo levemente (de 9,2% a 8,8%), lo que reafirma que la contracción del crédito fue resultado de una menor demanda.
7. La correlación (calculada con datos semanales) entre las RI y las reservas bancarias privadas entre mayo de 2017 y marzo de 2018 es cercana a cero (-0,01).
8. Cabe mencionar que a partir de enero de 2018 se observa una moderación en el ritmo del gasto fiscal, principalmente el de inversión, lo que permite que el nivel de los depósitos netos del SPNF no sufra una caída tan violenta como en el año anterior. Además, es dudoso que Ecuador pueda seguir colocando bonos soberanos en los mercados internacionales al mismo ritmo de los últimos años.

¿Por qué caen las Reservas Internacionales del Banco Central del Ecuador?

[Augusto De la Torre](#) y [José Hidalgo Pallares](#)



04/04/2018 @ 5:37 pm