

Restricciones, desafíos y alternativas de política fiscal y monetaria

Mateo Villalba*

Pontificia Universidad Católica del Ecuador
mpvillalba@puce.edu.ec
<https://orcid.org/0009-0004-4560-8498>

Antecedentes

Ecuador es una economía relativamente pequeña y abierta al comercio internacional. Al igual que otros países de América Latina, su sociedad mantiene instituciones —comprendidas como reglas de interacción social— que limitan las posibilidades de progreso y movilidad social de grandes segmentos de la sociedad. Su economía evidencia una dependencia histórica del crecimiento económico guiado por exportaciones de bienes primarios. Si bien la economía ecuatoriana revela cierto nivel de progreso a lo largo de su historia, las estructuras sociales, políticas y económicas que la atan a un pobre desempeño económico y a la persistencia de una sociedad extremadamente desigual y profundamente injusta se mantienen hasta el presente (Bulmer-Thomas, 1998; Villalba *et al.*, 2022).

Se puede describir a la economía ecuatoriana como una economía de enclave. Una economía de enclave se caracteriza por la concentración de la actividad económica en un número reducido de sectores, generalmente relacionados con la exportación de productos primarios, el comercio y la provisión doméstica de servicios indispensables para la actividad económica (como los servicios financieros). En este tipo de economías, la producción y exportación de estos productos y servicios suelen estar dominadas

* Economista por la PUCE y Maestro en Economía por la FLACSO, donde también ha cursado el programa doctoral en economía del desarrollo. Se ha desempeñado como Subsecretario de Política Económica, Subsecretario de Inversión Pública y Gerente General del Banco Central del Ecuador, entre otras posiciones de responsabilidad en el sector público. Actualmente es catedrático en la Facultad de Economía y Coordinador del Instituto de Investigaciones Económicas, en la de la PUCE.

por grandes corporaciones con poder de mercado que aprovechan activamente su posición dominante para evitar la competencia y la acción colectiva de la sociedad que puede afectar sus intereses de lucro, lo que limita la participación de otros sectores y de actores locales en la generación de valor agregado y en la captura de beneficios económicos. Esta estructura económica profundiza una serie de vulnerabilidades y barreras para el desarrollo, como la dependencia de los precios internacionales, la falta de diversificación económica y la concentración de la riqueza y el poder político en manos de unos pocos.

La economía ecuatoriana tiene una larga historia de dependencia de la exportación de bienes primarios. En este sentido, todos los auges económicos que se registran en su historia están vinculados al éxito de un producto primario de exportación: el cacao a finales del siglo XIX e inicios del siglo XX, el banano y el camarón a inicios de la segunda mitad del siglo XX, el petróleo a partir de la década de 1970 hasta el presente. Esta dependencia tiene su origen en la persistencia del legado de la época colonial, en que la sociedad y la economía se organizaron con la finalidad de extraer rentas para unos pocos privilegiados mientras se explotaba, mediante formas de trabajo precario, la mano de obra de las grandes mayorías. Una de las principales vulnerabilidades de esta economía de enclave es su alta dependencia de un número reducido de productos para generar ingresos de exportación. Esto la expone a los vaivenes de los mercados internacionales, lo que se traduce en una volatilidad en los ingresos y en la vulnerabilidad a choques externos. Por ejemplo, la volatilidad del precio internacional del petróleo, que ha sido uno de los principales productos de exportación de Ecuador y fuente importante de ingresos para el fisco, ha tenido históricamente un impacto significativo en la economía del país y en su capacidad para financiar políticas de desarrollo.

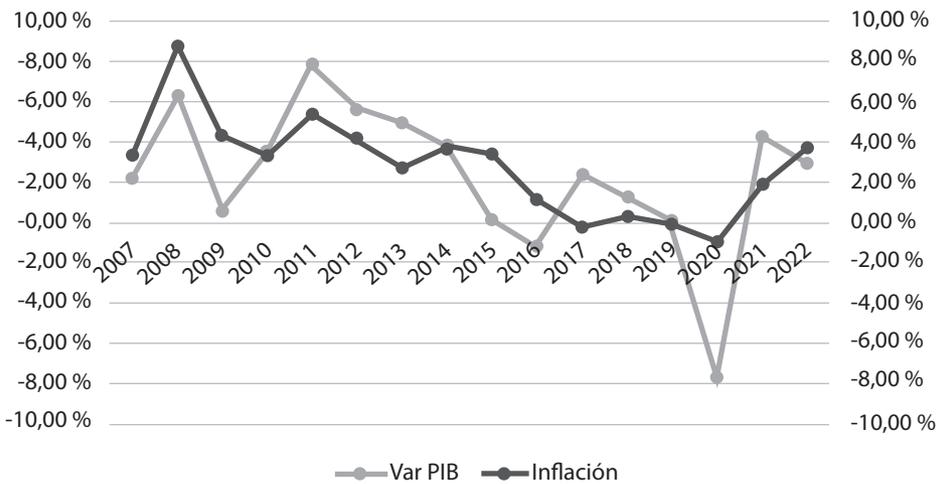
En este sentido, la economía ecuatoriana ha estado históricamente dominada por sectores que centran su ventaja competitiva en la riqueza natural del país y en la extracción de recursos naturales, con una pobre presencia de las industrias manufactureras y la producción de bienes y servicios que utilizan de manera más intensiva el conocimiento y las capacidades humanas. Esta falta de diversificación limita la capacidad del país para generar empleo de calidad, para impulsar la innovación y para crear valor agregado en la economía.

Además, la economía de enclave en Ecuador está asociada con la concentración de la riqueza y el poder en manos de unos pocos actores privilegiados, lo que ha contribuido a la persistencia de una sociedad extremadamente desigual en la que una élite económica poderosa utiliza su poder para bloquear las reformas y los cambios que podrían amenazar sus privilegios. La dependencia de la exportación de bienes primarios ha favorecido la concentración de la tierra y otros recursos estratégicos en manos de grandes terratenientes y pocas corporaciones que abusan de su poder de

mercado, en detrimento de la pequeña agricultura, las empresas medianas y pequeñas, los nuevos emprendimientos y de otros sectores más inclusivos que tienen un mayor potencial de encadenamientos e innovación tecnológica.

En términos de barreras para el desarrollo, la economía de enclave en Ecuador también se asocia con la falta de instituciones sólidas y de políticas públicas efectivas para promover la diversificación económica y reducir la desigualdad. La dependencia de la exportación de bienes primarios ha llevado a un enfoque de desarrollo centrado en la explotación de recursos naturales, en lugar de en la promoción de sectores más dinámicos y sostenibles a largo plazo. En resumen, Ecuador sufre el problema de ser una economía de enclave debido a su larga historia de dependencia de la exportación de bienes primarios y a su estructura oligárquica de concentración del poder económico y político. Esta dependencia se traduce en vulnerabilidades como la volatilidad de los ingresos, la falta de diversificación económica, la concentración de la riqueza, la baja productividad y la incapacidad de desarrollo e innovación tecnológica, lo que a su vez representan barreras para el desarrollo económico y social del país.

Figura 1
Crecimiento e inflación, 2007-2022



Nota. BCE, INEC.

Por ejemplo, en el gráfico 1 se puede observar —a través del crecimiento y la inflación— la vulnerabilidad y el deterioro del desempeño económico en Ecuador cuando a partir de 2014 terminó el auge de los precios de las materias primas en el

mundo y se enfrentaron importantes choques exógenos (terremoto en 2016 y pandemia en 2020). En los años posteriores al 2014, el crecimiento de la economía se desplomó drásticamente y por primera vez en su historia Ecuador registró reiterativos episodios deflacionarios, lo que evidencia el enfriamiento de la economía y alerta sobre el peligro de caer en una espiral recesiva y deflacionaria de la que no resulta fácil escapar.

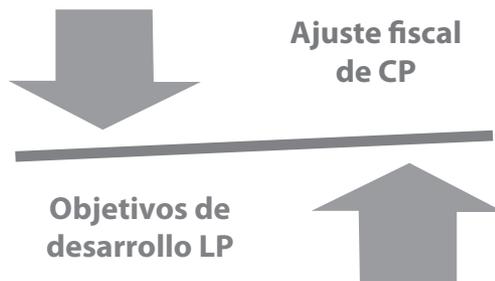
Con este contexto, los sectores fiscal y monetario de la economía ecuatoriana no son ajenos a las limitaciones, problemas y vulnerabilidades que genera el legado de la economía de enclave y el pobre desempeño económico de los últimos años. A continuación, y de cara a la realidad económica de la última década, el presente documento se centra en analizar las restricciones, desafíos y alternativas de la política fiscal y monetaria en Ecuador.

Descripción del problema

De acuerdo con Nayyar (2012), el principal costo de intercambio (*trade-off*) macroeconómico de las economías en desarrollo es el que se da entre el manejo macroeconómico de corto plazo y los objetivos de desarrollo de largo plazo. En el caso de Ecuador en los últimos diez años, esto se ha traducido principalmente en un costo de intercambio entre la necesidad de ajuste fiscal de corto plazo y los objetivos de desarrollo de largo plazo (ilustración a continuación), que no se ha podido resolver de una manera equilibrada.

Figura 2

Costo de intercambio (trade-off) macroeconómico



Como se verá más adelante, en ciertos periodos la enorme prioridad otorgada a los objetivos de desarrollo de largo plazo ha llevado a descuidar la sostenibilidad fiscal y también ha debilitado la sostenibilidad monetaria; mientras que, en periodos posteriores, dicha prioridad se ha trasladado con gran vehemencia a la necesidad de ajuste fiscal en el corto plazo, y también a la pérdida de instrumentos monetarios, lo

que ha llevado a serios sacrificios de los objetivos de desarrollo en el largo plazo. Este péndulo de la prioridad política, combinado con las debilidades estructurales descritas en el subtítulo anterior, han llevado a que la política económica opte por soluciones de esquina (extremas), profundice su carácter procíclico y aumente la volatilidad del ciclo económico. Adicionalmente, debe señalarse que esta dinámica de la política económica se ha desarrollado en el particular contexto de una economía dolarizada.

La dolarización en Ecuador ha traído ventajas y desventajas para el desempeño económico. La ventaja más importante gira en torno a la estabilidad del poder adquisitivo del dinero en el tiempo, lo que refuerza la confianza en la moneda y coadyuva a un mejor desempeño económico. La principal desventaja es la imposibilidad de tener una política monetaria plena para enfrentar la volatilidad del ciclo económico y los choques exógenos que sufre la economía (Villalba, 2019). En la literatura especializada que analiza la dolarización se puede identificar un consenso en torno a que este inusual esquema monetario resulta eficaz para reducir y mantener controlada la inflación. Este sería el principal beneficio, o efecto positivo, de la dolarización. Sin embargo, no resulta tan sencillo encontrar consensos en torno a cuáles son los costos, o efectos negativos, de adoptar este rígido esquema monetario.

Algunos autores señalan que el principal costo de adoptar este rígido esquema monetario es un menor crecimiento de la economía real, con sus respectivas consecuencias negativas sobre el empleo y el bienestar. Entre estos autores están Edwards y Magendzo (2003), que analizan el historial macroeconómico de algunas economías dolarizadas, utilizando una técnica de estimación de emparejamiento (*matching estimator technique*), y concluyen que las economías dolarizadas tienden a experimentar tasas de inflación significativamente más bajas, pero también tasas de crecimiento económico menores que las economías con esquema monetario soberano. El análisis de estos autores sugiere que las menores tasas de crecimiento en las economías dolarizadas obedecen a la pérdida de grados de libertad de la política económica, que impone el esquema monetario de dolarización, para hacer frente a los choques exógenos que sufre la economía ante fluctuaciones en los términos de intercambio y los flujos de capitales.

De igual manera, mediante un modelo teórico, Izurieta (2002), encuentra que la implementación de un esquema monetario de dolarización dismantela las capacidades de gestión del tipo de cambio y de la política monetaria y deja a la economía solo con la opción de la política fiscal, que no constituye una herramienta útil para proteger la estabilidad del sistema financiero. Por lo tanto, concluye que las autoridades económicas se ven totalmente privadas de políticas disponibles para generar ingresos y proteger el empleo. En este mismo sentido, Missaglia (2021) investigó si la reducción de las capacidades de la política económica para estabilizar la economía en el corto plazo, que implica la dolarización, también puede frenar el proceso de crecimiento.

A través del análisis de un modelo teórico de crecimiento, Keynesiano-Kaleckiano, para una economía dolarizada, bajo el supuesto de endogeneidad monetaria, uno de sus hallazgos señala que, *ceteris paribus*, la tasa de crecimiento a mediano plazo, en estado estacionario, de una economía dolarizada es menor que la de una economía con moneda propia. Finalmente, en la literatura, también se señala como efecto negativo de la dolarización una mayor vulnerabilidad de la economía ante: choques exógenos, la propia volatilidad del ciclo económico o la amenaza de una crisis sobre el sistema financiero que ya no contaría con el emisor prestamista de última instancia: el Banco Central con capacidad de emisión primaria de dinero.

Por otra parte, Arellano y Heathcote (2007) construyen un modelo de una economía pequeña y abierta en la que el gobierno puede responder a choques exógenos mediante la política monetaria doméstica y el endeudamiento externo, y comparan un régimen de tipo de cambio flexible con un esquema monetario de dolarización oficial de la economía. Los resultados del modelo plantean que la dolarización es potencialmente beneficiosa, aunque signifique la pérdida del instrumento monetario, precisamente porque esta pérdida puede fortalecer los incentivos para mantener el acceso al mercado internacional de capitales. Según los autores, esta predicción de su modelo teórico es consistente con las experiencias de El Salvador y Ecuador, así como con la de países altamente endeudados como Italia, que adoptaron el euro como parte de la unión económica y monetaria europea. Pues, en estos casos la deuda pública en moneda extranjera disminuyó sustancialmente en el momento del cambio de régimen monetario.

Adicionalmente, otros autores mediante la utilización del Método de Análisis de Control Sintético (MACS) han reportado que no se encuentran efectos negativos sobre el crecimiento e incluso hay quienes señalan efectos positivos. En este sentido, Hallren (2014) encuentra que en el Ecuador la dolarización aportó a una reducción de la inflación en años posteriores a la implementación del esquema monetario, y que el efecto sobre el crecimiento per cápita del PIB para el periodo 2006-2010 fue nulo. Con la misma metodología, Yepes (2016) examina el impacto de la dolarización sobre el crecimiento económico en Ecuador y El Salvador, y no encuentra ningún efecto sobre el ingreso real per cápita, su artículo concluye que no existe una relación causal entre la dolarización y el crecimiento económico, pero que una mejor comprensión de los parámetros de crecimiento de un país puede dar como resultado hallazgos más sólidos. Finalmente, Cachanosky *et al.* (2023), examinan el impacto de la dolarización en el PIB real per cápita medido en términos de Paridad de Poder Adquisitivo (PPA) de Ecuador, y reportan evidencia estadística que apunta a resultados positivos en el ingreso real, lo que refuerza la conclusión de los efectos positivos de la dolarización

sobre la reducción de la inflación y el mejor desempeño del poder adquisitivo de las tenencias monetarias.

En resumen, los modelos teóricos de una economía dolarizada encuentran que la dolarización es efectiva para reducir y contener la inflación a niveles relativamente bajos, reducir el nivel de endeudamiento externo y facilitar el acceso al mercado internacional de capitales, aunque con un potencial costo en crecimiento económico. Sin embargo, los hallazgos basados en la utilización del MACS reportan efectos nulos sobre el crecimiento económico, lo que cuestiona el postulado de los modelos teóricos que plantea que la dolarización debilita el crecimiento económico en el mediano y largo plazo.

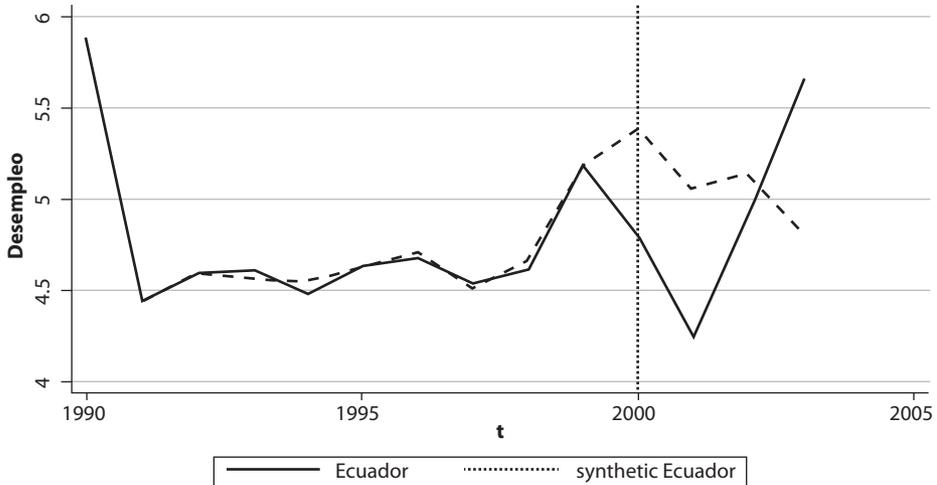
Con el objetivo de profundizar en esta discrepancia entre modelos teóricos y empíricos, utilizando el MACS, basado en Abadie y Gardeazabal (2003) y Abadie *et al.* (2010), se estudió los primeros años de la dolarización, cuando la inflación convergió a la baja desde cifras de dos dígitos, en los años 2000 (95,91 %), 2001 (37,67 %) y 2002 (12,54 %), a un dígito en 2003 (7,97 %), para evaluar el impacto de la dolarización sobre el desempleo. El MACS permite construir un escenario contrafactual de la economía ecuatoriana sin dolarización. En un experimento ideal, la economía dolarizada de Ecuador podría compararse con una economía contrafactual idéntica (Ecuador sintético) que nunca ha sido dolarizada. Si pudiéramos observar estas dos economías, entonces la diferencia en el desempleo, desde la fecha en que se implementó la dolarización, sería el efecto de la dolarización (o el tratamiento) sobre esta variable. Los hallazgos de este estudio permiten concluir que la dolarización redujo el desempleo durante los primeros tres años del período de ajuste, 2000-2002, mientras que la inflación fue alta, en valores de dos dígitos, y siguió convergiendo a la baja. Una vez que la inflación convergió a un solo dígito, la relación causal entre la dolarización y el desempleo se revirtió, es decir en 2003 la dolarización con inflación de un dígito aumentó el desempleo, como se puede observar en el gráfico a continuación:

Esta observación nos permite inferir que la dolarización genera efectos positivos para reducir el desempleo, mientras la inflación es alta y converge a la baja, pero aumenta el desempleo una vez que la inflación alcanza un dígito y ya no es un problema tan grave. Esta conclusión es plausible ya que inicialmente una economía que sufre una inflación alta se beneficiará en gran medida de una reducción sustancial de la inflación lograda por la dolarización de la economía, lo que brindará alivio y mayor certeza para las actividades económicas, facilitando la contratación e incentivando el empleo. Sin embargo, una vez que la inflación ya no es un problema tan grave, mantener una tendencia a la baja de la inflación podría desalentar la actividad económica, dificultar el crecimiento y aumentar el desempleo, como lo predicen la teoría macroeconómica y los modelos teóricos descritos anteriormente. Por lo tanto, la necesidad de pensar

en políticas económicas adecuadas para mantener el dinamismo de la economía se vuelve un imperativo bajo dolarización.

Figura 3

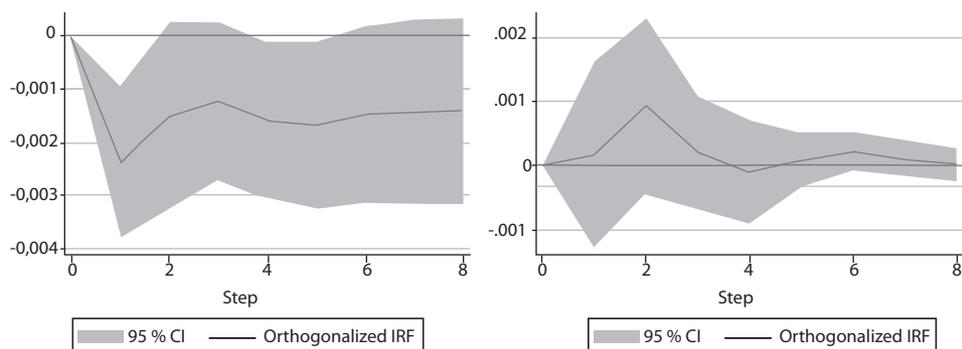
Impacto de la dolarización en el desempleo, MACS



La dinámica entre inflación y crecimiento también se puede visualizar en un ejercicio más sencillo utilizando modelos VAR. Basados en series de tiempo de observaciones trimestrales, se analizó esta relación para los periodos: pre-dolarización (1969.1-2000.1) y post-dolarización (2000.2-2023.2). Los resultados indican que la relación macroeconómica entre crecimiento e inflación cambió con la dolarización de la economía, como se ilustra en la figura a continuación. Antes de la dolarización el crecimiento económico estaba relacionado negativamente con la inflación. Los problemas de alta inflación de entonces, sobre todo en las décadas de los 80 y 90, estaban correlacionados con una reducción del crecimiento. Pero después de la dolarización el crecimiento y la inflación pasan a estar positivamente relacionados. Es decir que, bajo dolarización, nos debería preocupar el hecho de mantener registros de inflación nulos, negativos o demasiado bajos pues evidencian un enfriamiento de la economía. Por lo tanto, la política económica debería procurar mantener niveles positivos, estables y moderados de inflación consistentes con los objetivos de crecimiento y empleo, y para esto se deberían utilizar con responsabilidad y dentro de los límites de sostenibilidad los instrumentos de política fiscal y monetaria con los que cuenta la economía.

Figura 4

Impulso de incremento de la inflación-respuesta en la variación del PIB, pre-dolarización vs. post-dolarización



Con estos antecedentes y sobre la base del desempeño económico en los últimos 10 años, a continuación, se aborda un breve análisis de las restricciones, desafíos y alternativas de la política fiscal y monetaria en Ecuador.

Análisis de la situación, en el sector fiscal

Los primeros años posteriores a la crisis de finales del siglo XX fueron difíciles en Ecuador. Mucha gente migró en busca de oportunidades laborales fracturando sus familias, la recuperación económica fue lenta y la inflación en dólares se mantuvo en dos cifras hasta 2002. Sin embargo, poco después un choque exógeno favorable ayudaría a impulsar la recuperación de la economía ecuatoriana. El fenómeno conocido como el auge de las materias primas (o *boom* de los *commodities*) que tuvo lugar entre los primeros años del siglo XXI y 2014 fue un período caracterizado por un aumento significativo en los precios de una amplia gama de productos básicos, incluyendo petróleo, metales, alimentos y productos agrícolas. Varios factores contribuyeron a la expansión de la demanda global de materias primas y al aumento de estos precios en el mercado mundial, entre los que se cuentan: el rápido crecimiento económico de China y otras economías emergentes importantes como India y Brasil, la debilidad del dólar estadounidense durante gran parte de este período que hizo que las materias primas fueran más asequibles para los inversores que operaban en otras monedas y ayudó a impulsar las exportaciones de la recientemente dolarizada economía de Ecuador, y los estímulos económicos para enfrentar la crisis financiera de 2008 que muchos países implementaron y ayudarían a sostener esta tendencia.

Este aumento de los precios de las materias primas benefició a las economías exportadoras de bienes primarios como Ecuador. El fenómeno ocasionó mayores ingresos por exportaciones, impulsó el crecimiento económico a consecuencia de la expansión de la inversión y el consumo, mejoró los términos de intercambio lo que trajo efectos positivos sobre el bienestar y elevó los ingresos fiscales lo que permitió invertir en infraestructura y programas sociales. Sin embargo, el auge de las materias primas también planteó desafíos para estas economías, como la volatilidad de los precios de las materias primas y la dificultad de diversificar sus economías para reducir su dependencia de estos sectores primarios.

Bajo este escenario el Ecuador experimentó un importante incremento de sus ingresos fiscales en general y particularmente en los ingresos petroleros, que además se expandieron para el fisco por un cambio de términos contractuales impulsado por el gobierno en el sector petrolero que favoreció al Estado bajo un escenario de altos precios. Con esto se hizo posible la base económica para el inicio de un ambicioso proceso de inversión pública, y fortalecimiento del Estado. A partir de 2007, el país volvió a experimentar estabilidad política, un factor ausente desde 1996. Esto permitió la consolidación de un proceso político que privilegiaba los objetivos de desarrollo de largo plazo y que contó con gran apoyo popular y legitimidad durante muchos años. La combinación de estos factores favorables con una política económica activa que buscaba alcanzar los objetivos de desarrollo dio origen a un periodo de auge en la economía ecuatoriana y una mejora sostenida del bienestar y los indicadores de desarrollo. Sin embargo, la disputa por el poder entre el poder político *de jure* y el poder económico *de facto* derivó en un proceso de polarización de la ciudadanía, y en un desgaste del proceso político.

Una carta importante del poder económico *de facto* para disputar el poder fue señalar el problema de sostenibilidad fiscal que implicaba el sostener un ambicioso proyecto de intervención estatal para tratar de alcanzar los objetivos de desarrollo de largo plazo y subrayar los problemas de eficiencia y calidad del gasto. Este desgaste se vio agravado por la proliferación de acusaciones de corrupción (con evidencia en algunos casos) y el fin del auge de las materias primas a finales de 2014 con el desplome de los precios internacionales del petróleo, y posteriormente por los efectos del terremoto en Manabí en 2016. La combinación de estos factores puso en jaque la sostenibilidad del sector fiscal y la continuidad del proceso político.

Sin embargo, la primacía de los objetivos de desarrollo en la política económica se pudo sostener con dificultades hasta 2017 y a costa de un considerable debilitamiento de la sostenibilidad fiscal. El poder político de turno había optado por una solución de esquina: sostener el gasto para evitar el deterioro del desempeño económico, lo que apuntaba a obtener resultados electorales favorables para apuntalar su proyecto

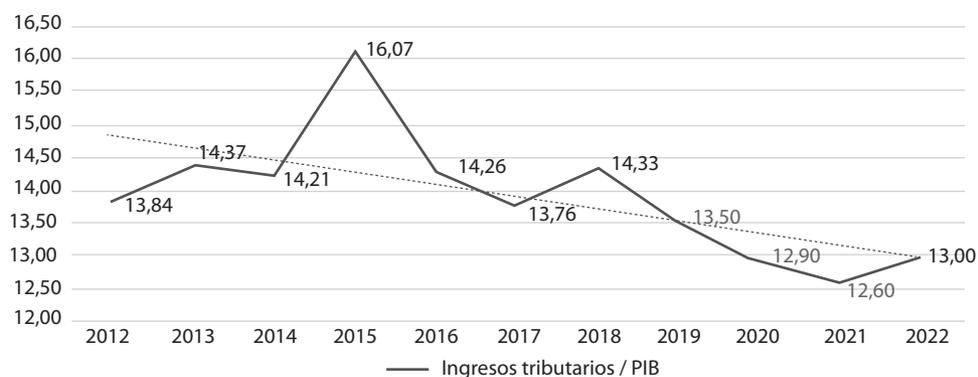
político, privilegiando los objetivos de desarrollo incluso si esto implicaba un serio sacrificio de la sostenibilidad fiscal.

El sacrificio fiscal sirvió de poco a los objetivos del proyecto político, pues en 2018, por medios no electorales, el poder económico *de facto* encontró el camino para tomar el poder político *de jure* y cambiar la prioridad de la política económica. La pugna por el poder se había resuelto. El cambio en la política no fue gradual sino drástico y apuntó al extremo opuesto (otra solución de esquina): privilegiar totalmente la necesidad de ajuste fiscal de corto plazo y sacrificar cualquier ambición por cumplir los objetivos de desarrollo de largo plazo. El ejecutivo apuntó a una política de austeridad en el gasto que no fue acompañada con un mejor desempeño de los ingresos, particularmente de la recaudación tributaria, lo que impidió una mejora sustantiva de los resultados fiscales.

De hecho, los ingresos tributarios del Sector Público No Financiero (SPNF) como porcentaje del PIB evidencian una tendencia decreciente durante diez años, entre 2012 y 2022, como se puede observar en la figura a continuación. Tendencia que se agudizó a partir de 2019, año en que se profundizó el cambio de la política económica y la economía dejó de crecer. Situación que se agravaría mucho más con el posterior impacto de la pandemia en 2020.

Figura 5

Ingresos tributarios del Sector Público No Financiero (SPNF), como porcentaje del PIB



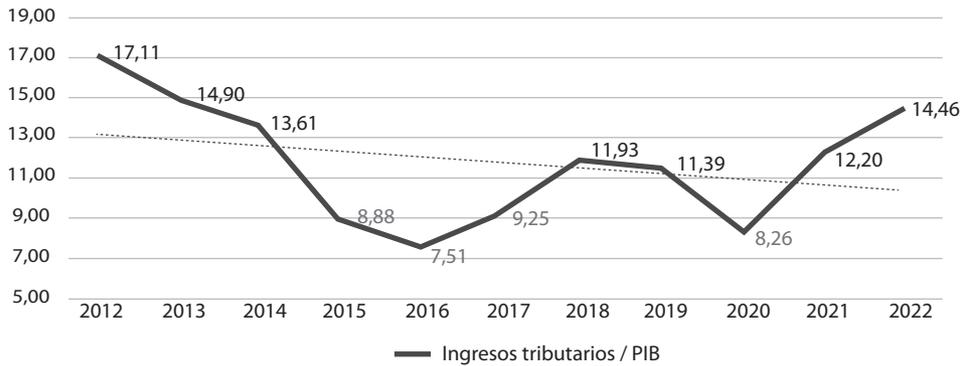
Nota. BCE, MEF.

El desplome de los ingresos fiscales no solo se dio en el ámbito tributario. El mismo periodo también registra una tendencia decreciente para los ingresos petroleros del SPNF, como se puede observar en la figura a continuación. Una combinación de la volatilidad de los precios, la falta de inversión y una pérdida en la capacidad de

extracción petrolera abonarían a mantener esta tendencia. Aunque la tendencia mejoró en 2022 no llegó a alcanzar los niveles de ingreso petrolero que se tenían diez años atrás, como se observa en la siguiente figura.

Figura 6

Ingresos petroleros del Sector Público No Financiero (SPNF), como porcentaje del PIB



Nota: BCE, MEF.

Potenciales conflictos y mapeo de actores, en el sector fiscal

La austeridad y el retroceso en el cumplimiento de los objetivos de desarrollo pronto trajeron descontento popular, malestar social y fuertes protestas que se materializaron con mayor fuerza en 2019. El Estado ecuatoriano que se había mostrado débil e incapaz para asegurar derechos, seguridad ciudadana y el cumplimiento de los objetivos de desarrollo, hasta entonces, pronto demostró una gran capacidad para reprimir, perseguir y castigar a quienes protestaban en contra de sus políticas, llegando al extremo de realizar acusaciones de terrorismo que posteriormente no podría sostener con pruebas en posteriores procesos judiciales pese a su gran capacidad de influencia en el poder judicial. Esto trajo de vuelta el fantasma de la inestabilidad política, tan presente en la historia ecuatoriana, que solo se aplacó con el confinamiento de la pandemia en 2020.

En 2021, por medios electorales, la tendencia política que planteó sostener la austeridad y la prioridad del ajuste fiscal de corto plazo sobre los objetivos de desarrollo de largo plazo se legitimó en el poder y el cambio de política de 2018 se mantuvo, pero con los mismos problemas. La austeridad en el gasto no pudo ser acompañada con una mejora sustancial de los ingresos y esto limitó la mejora de los resultados fiscales. Sin embargo, los resultados fiscales mejoraron, aliviando la sostenibilidad del sector fiscal,

como se puede observar en la figura a continuación. Este logro, sin embargo, implicó un serio debilitamiento del Estado, una drástica caída de la inversión pública y una pérdida de capacidades operativas del sector público para garantizar las condiciones más elementales para que funcione una economía de mercado como la garantía del derecho a la vida y el ejercicio de los derechos de propiedad.

A partir de 2019, la inseguridad y la violencia escalaron en Ecuador a niveles nunca registrados. La combinación del debilitamiento del Estado con la infiltración del crimen organizado transnacional en las esferas del poder público, denunciada públicamente por el propio embajador de los EE. UU. (la famosa alusión a los “narcogenerales”), desató un escenario de inseguridad y violencia sin precedentes en la historia del país. Al problema se sumaron graves casos de corrupción que implicaron a la esfera familiar y económica del propio Presidente de la República. Todo esto reavivó el descontento social y las protestas, que se vieron agravadas en 2022. Otra vez la debilidad del Estado para asegurar derechos y seguridad ciudadana contrastó con su gran capacidad de represión. Pero en esta ocasión el conflicto trascendió a una pugna entre el poder legislativo y el ejecutivo que hizo insostenible el mandato presidencial que terminó de manera anticipada bajo la figura constitucional de la muerte cruzada y nuevas elecciones.

Esta historia se puede resumir en diez años de trayectoria de los resultados fiscales que se expone en la figura 7. Las barras representan el total de ingresos (TI, azul) y el total de gastos (TG, naranja) y las líneas representan el resultado global (RG, amarillo) y el resultado primario (RP, gris), del del SPNF. Pero antes de describir el desempeño fiscal de este periodo resulta necesario realizar una explicación sobre el desempeño fiscal en países en desarrollo.

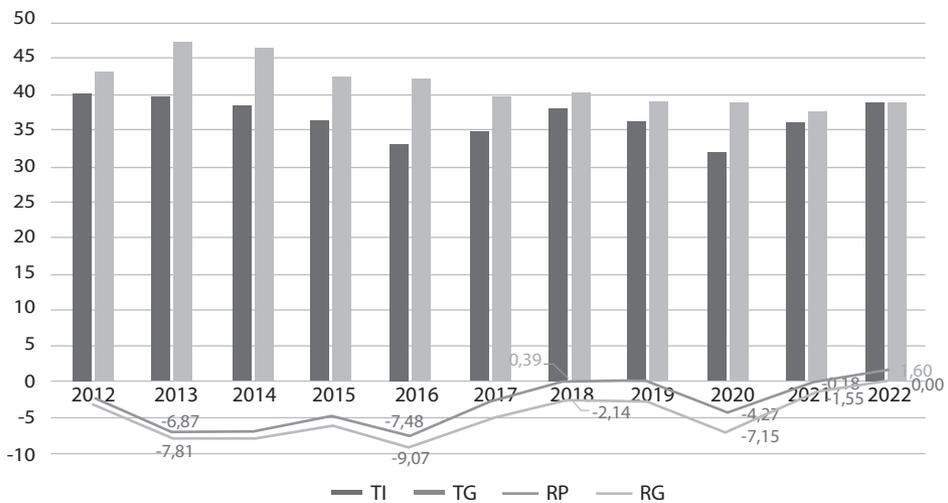
Los países en desarrollo requieren de la intervención del Estado para acumular condiciones necesarias que permitan mejorar su situación económica y social; al menos infraestructura energética y de transporte y la provisión pública de servicios esenciales como la salud y educación, por ejemplo, entre otras necesidades. Adicionalmente, se puede requerir un esfuerzo fiscal adicional para cambiar condiciones estructurales que limitan el desarrollo como la incidencia de la pobreza, la prevalencia de la desnutrición infantil, la extrema desigualdad y el patrón de especialización primario de la economía.

El debate sobre la necesidad y el alcance de estas intervenciones es amplio y no existe un consenso, pero en general se puede afirmar que las economías en desarrollo enfrentan una presión para sostener el gasto e incurrir en déficits fiscales si quieren avanzar en el cumplimiento de objetivos de desarrollo. La teoría macroeconómica ofrece una salida técnica para enfrentar este desafío: se puede sostener al fisco operando con un déficit global moderado si al mismo tiempo se pueden alcanzar, con suficiente frecuencia y magnitud, superávits primarios que permitan cubrir el costo

del financiamiento público, en especial si la economía crece, lo que ayuda a pagar parte de la deuda pública, se mantienen un acceso adecuado a financiamiento externo y la relación entre la deuda pública y el PIB se mantiene en niveles sostenibles (converge a un estado estacionario, ver figura 8). En este sentido, el éxito de la política económica depende de hallar delicados equilibrios que se dan en el contexto de ciertas relaciones marginales. El problema es que nada de esto se ha cumplido en los últimos diez años en Ecuador y la política económica ha saltado de un extremo a otro, apostando por soluciones de esquina, que no permiten resolver de manera equilibrada el principal coste de intercambio macroeconómico que se da entre los objetivos de desarrollo de largo plazo y la necesidad de ajuste fiscal en el corto plazo.

Figura 7

Resultados fiscales del Sector Público No Financiero (SPNF), como porcentaje del PIB



Nota: BCE, MEF.

Para analizar esta situación vamos a dividir el periodo 2012-2022, en dos tramos: la época del auge de las materias primas y la posterior época de choques externos y crisis. Entre 2012 y 2014, la economía creció a un promedio anual de 4,8 % (en términos reales) y la inflación promedio anual fue de 3,8 %. Esto evidencia una economía dinámica que requiere menos apuntalamiento por parte de la política fiscal para sostener su desempeño. Sin embargo, durante esta época la política fiscal fue procíclica, sosteniendo grandes déficits globales y primarios, superiores al 5 % del PIB como se puede observar en la figura 7, para cumplir la apuesta que priorizaba los objetivos

de desarrollo. Mientras la economía estaba en auge la política fiscal fue expansiva, exacerbando la volatilidad del ciclo económico. Para que este desempeño fiscal sea sostenible se requería sostener el crecimiento y acumular en el futuro suficientes superávits primarios para cubrir el costo del financiamiento público que cubrió los déficits. Pero esto no sucedió.

Por el contrario, entre 2015 y 2022, la economía creció a un promedio anual de 0,24 % (en términos reales) y la inflación promedio anual fue de 1,2 %. Esto evidencia un estancamiento económico que corre el riesgo de caer en una trampa deflacionaria y recesiva, que podría evitarse con una política económica activa. Sin embargo, las restricciones que devienen del esfuerzo fiscal mantenido hasta esa fecha hicieron que no quede mucho espacio para una política fiscal expansiva. Si bien el esfuerzo de una política fiscal expansiva trató de mantenerse hasta 2017, para contrarrestar los efectos negativos del terremoto en Manabí y mantener la economía a flote en año electoral, esto implicó un serio deterioro de la sostenibilidad fiscal. Como se puede observar en la figura 7, entre 2012 y 2017 no se pudo acumular ni siquiera un solo superávit primario con el agravante de que la economía se había desacelerado y el nivel de endeudamiento había sobrepasado en 2017 su límite legal o su estado de convergencia para que el financiamiento se mantenga en niveles sostenible (ver figura 8).

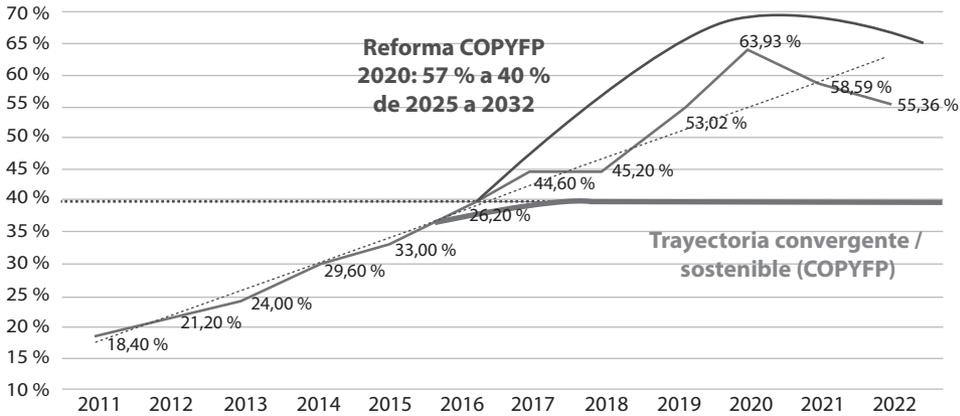
En los años posteriores al cambio de prioridad de la política económica (2018 en adelante) el nivel de los déficits se atenuó logrando un pequeño superávit primario en 2018 que no pudo repetirse en años posteriores, hasta que en 2022 el fisco no solo registró un superávit primario, sino que por primera vez logró equilibrio en el resultado global. La prioridad del ajuste fiscal de corto plazo finalmente se había impuesto y esto sin duda aportó a mejorar temporalmente la sostenibilidad de las finanzas públicas sin solucionar el problema de manera definitiva. Sin embargo, la pregunta es a qué costo. Para 2022, 2023 y lo que va de 2024, la recuperación de la economía luego de la pandemia no ha sido satisfactoria, el terreno perdido en materia de objetivos de desarrollo es enorme y el debilitamiento de las capacidades del Estado resulta tan evidente que no puede garantizar las condiciones más elementales para el funcionamiento de una economía de mercado: el derecho a la vida, el ejercicio de los derechos de propiedad y la provisión de energía eléctrica. Entre 2019 y 2023 la tasa anual de homicidios por cada 100 mil habitantes pasó de 7,3 a 47,25. De 2021 a 2022 el robo a personas aumentó en un 22 %, el robo de autos se incrementó en 52 % y las denuncias por extorsión (las denominadas vacunas) aumentaron en un 200 %, según datos oficiales del Ministerio del Interior y la Policía Nacional. Mientras que 2024 registró los apagones (eléctricos) más extensos y frecuentes del presente siglo. La mayor preocupación de la ciudadanía es la seguridad. Sicariato, asaltos, secuestros y extorsiones (vacunas) son ahora parte de los riesgos que implica la vida social y productiva en Ecuador. Ninguna economía

de mercado puede funcionar adecuadamente donde no existe un Estado capaz de garantizar la vida y los derechos de propiedad de las grandes mayorías. En este contexto, la mejora en la sostenibilidad de las finanzas públicas contrasta con un enorme retroceso en materia de objetivos de desarrollo y desempeño económico.

Otra implicación compleja es la dinámica del nivel de endeudamiento que acarreó el manejo fiscal de este periodo. El esfuerzo de una política fiscal expansiva, 2012-2017, y la insuficiencia de ingresos, 2018-2022, ocasionaron que durante todo este periodo 2012-2022 el fisco se sostenga sobre un elevado nivel de endeudamiento. El nivel de convergencia a un estado estacionario, que recomienda la macroeconomía para mantener una trayectoria sostenible del endeudamiento público, se había establecido en el ordenamiento legal con una regla macro-fiscal contenida en el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas (2010) que establecía un límite para la relación entre la deuda pública y el PIB del 40 %. Esta regla se rompió en 2017 y durante el periodo 2018-2020 se agudizó el ritmo de endeudamiento, como se puede evidenciar en la figura 8. La respuesta a este problema fue modificar la ley. Con reforma en 2020 se eliminó el límite de endeudamiento, y para justificarlo se llegó a decir que “la realidad había superado la legalidad”. El límite macro-fiscal del 40 % para la relación deuda PIB quedó suspendido hasta 2025 en que debería alcanzar el 57 % para luego converger al 40 % en 2032, según el nuevo ordenamiento legal (ver figura 8). A partir de 2021, y en cierta medida, gracias a la reestructuración de deuda que forzó la crisis global de la pandemia en 2020, la trayectoria de la relación deuda PIB ha disminuido y de sostenerse así podría cumplir los objetivos planteados en la reforma legal de 2020. Sin embargo, resta preguntarse si esta trayectoria se podrá sostener y de hacerlo cuál será el costo de mantenerla. Otra vez, el dilema sobre el principal costo de intercambio macroeconómico y cómo resolverlo se vuelve un tema obligatorio de debate y búsqueda de consensos.

De esta manera se puede resumir, de manera muy apretada y dejando fuera muchos otros detalles importantes que deberían abordarse en un análisis más detallado, cómo el sector fiscal del Ecuador, durante el periodo 2012-2022, pasó de la ambición del desarrollo, al ajuste y la imposibilidad de garantizar la vida y los derechos de propiedad indispensables para el funcionamiento adecuado de una economía de mercado.

Figura 8
Deuda pública agregada, SPNF, como porcentaje del PIB



Nota: BCE, MEF.

Análisis de la situación en el sector monetario

El uso del dinero en el mundo está dominado por el paradigma del Estado-Nación. La mayoría de los países del planeta cuentan con un banco central que emite su propia moneda soberana y esta se utiliza como dinero de curso legal para los intercambios económicos. Sin embargo, existen excepciones. Ecuador es uno de los pocos países del mundo que, luego de crear su moneda nacional y utilizarla por más de un siglo (116 años exactamente), “decidió” abandonarla y adoptar una divisa extranjera.

Las economías que han abandonado formalmente su moneda soberana son muy pocas en el mundo y la mayoría de estas lo han hecho para adoptar el dólar de los Estados Unidos. A este proceso se lo denomina dolarización formal de la economía. En orden cronológico son: Panamá, que en la práctica nació dolarizada en 1903; Ecuador, que improvisó el esquema bajo un contexto de crisis en 2000; El Salvador, que adoptó el esquema sin un contexto de crisis en 2001; Timor Oriental, que la adoptó luego de su independencia en 2002; y, Zimbabue, que asumió parcialmente el esquema bajo un contexto de crisis en 2009 y ha iniciado un proceso de reversión de la dolarización. Sin embargo, muchas economías de América Latina están parcialmente dolarizadas de manera informal. Los casos de Argentina, Cuba y Venezuela son los que evidencian un mayor grado de dolarización informal pero no son los únicos. Sin embargo, la literatura especializada que se puede encontrar sobre dolarización es reducida, sobre todo en cuanto a modelos formales que expliquen su funcionamiento. En general, las econo-

mías dolarizadas son economías relativamente pequeñas y abiertas, en las que el sector financiero juega un papel importante en la gestión monetaria a través de la emisión secundaria de dinero que se da por la interacción entre la demanda y la oferta de crédito.

En la economía actual existen al menos dos formas de crear dinero: la emisión primaria, que consiste en imprimir billetes y acuñar monedas por parte de los bancos centrales, y la emisión secundaria, que es la “multiplicación” o creación del dinero que realizan las entidades financieras cuando otorgan préstamos en respuesta a la demanda de crédito. De esta manera, la demanda de crédito genera endógenamente, a través del sistema financiero, el crédito y su contraparte, el depósito. Es así como funcionan los sistemas financieros a nivel internacional. El estado del arte de la macroeconomía mantiene un amplio consenso respecto de este punto en la actualidad. El dinero es endógeno, es decir se crea y expande desde el ejercicio financiero de la propia economía en respuesta a la demanda de crédito que surge de la economía real. El postulado de la exogeneidad monetaria, o la idea de que únicamente la autoridad monetaria (Banco Central) es capaz de definir y controlar plenamente los agregados monetarios, es una pieza de museo de la historia del pensamiento económico. Este hecho hace que el esquema monetario de dolarización no resulte tan restrictivo como se pensaba en relación con un esquema monetario soberano, pues bajo dolarización si bien se renuncia a la capacidad de emisión primaria del banco central, la capacidad conjunta de emisión secundaria del sistema financiero se mantiene.

En palabras sencillas, la liquidez agregada de la economía (M2) se incrementa cuando las entidades financieras, en respuesta a la demanda de crédito, otorgan préstamos y crean endógenamente dinero, lo que se puede constatar en los agregados monetarios y el registro contable de la expansión de los balances de dichas entidades. En los respectivos balances se registra un nuevo activo: la deuda que contrajo el deudor con esa entidad y, al mismo tiempo, se registra un nuevo pasivo: el depósito acreditado en la cuenta de ese deudor de donde él puede girar ese dinero. De esta manera, crece el activo y el pasivo de la entidad en igual medida y el patrimonio permanece inalterado, pero la liquidez total de la economía (M2) se expande. Así, bajo esta segunda forma de crear dinero (creación endógena), el dinero no salió de la autoridad monetaria (Banco Central), ni de las bóvedas o acervos de la entidad financiera prestamista. El crédito y su contrapartida, el depósito, fueron creados por esa entidad financiera *ex nihilo* (de la nada), simplemente mediante un registro contable que se refleja en la expansión de su balance. Eso sí, siempre en respuesta a la demanda de crédito y a los cálculos del calce intertemporal entre la disponibilidad de activos líquidos y la materialización de sus obligaciones con el público, que incluye la gestión del riesgo, aspectos que representan varias condiciones y restricciones

que podrían llevar a cuestionar el alcance de la expresión *ex nihilo* (Tiessen, 2014; Lavoie, 2003; Wray, 2012; Villalba, 2019).

Sin embargo, nótese que las condiciones y restricciones descritas al final del párrafo anterior dependen de las creencias y expectativas de los agentes económicos. Las personas que demandan crédito para emprender una inversión productiva lo hacen porque creen que serán exitosos en dicha iniciativa. La entidad financiera que otorga el crédito lo hace porque espera que su disponibilidad de activos líquidos pueda cubrir el efecto marginal sobre la demanda de liquidez que generará dicho crédito y también porque el análisis de riesgo realizado le permite esperar que el crédito se pagará en el futuro y le dejará un rendimiento sobre el capital. Lo que la gente cree en una economía, termina resolviendo las indeterminaciones de los modelos macroeconómicos (Pérez Oviedo, 2023). De esta manera, se puede acotar la expresión sobre la creación de dinero. En este sentido, se debe aclarar que las entidades financieras pueden crear dinero de la nada (*ex nihilo*), siempre y cuando las expectativas de los agentes económicos sean consistentes y refuercen el sistema de creencias que permite realizar esta expansión de la liquidez y obtener los resultados esperados. En el caso de la dolarización, estas expectativas resultan incluso más importantes pues el banco central no tiene la capacidad de emisión primaria (de billetes y monedas) para calmar un súbito incremento de la demanda de efectivo, propia de escenarios de incertidumbre o pánico bancario. Es decir, una de las debilidades de la dolarización es que la economía pierde la figura del prestamista de última instancia del sistema financiero (el banco central) lo que incrementa la vulnerabilidad del sistema frente a escenarios que puedan causar incertidumbre o pánico en el público.

Potenciales conflictos y mapeo de actores, en el sector monetario

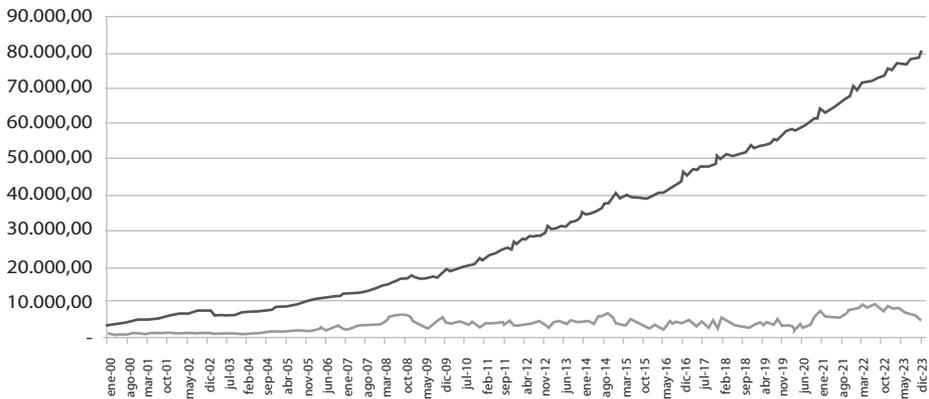
En este sentido, la dolarización en la práctica es un sistema que funciona, de manera agregada, como un esquema de reserva fraccionaria (Villalba, 2019). Es decir, que solo una fracción de la liquidez total que circula en la economía corresponde a especies monetarias emitidas por el sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos (en adelante Fed) o cuenta con pleno respaldo en activos internacionales para ser convertible de manera simultánea en especies monetarias emitidas por la Fed. En otras palabras, solo una parte de la liquidez total que circula en la economía son dólares estadounidenses en estricto rigor. La liquidez restante, que resulta ser la parte más grande, corresponde a tenencias monetarias potencialmente convertibles a dólares o registros monetarios denominados en dólares. Esta parte de la liquidez se puede denominar bajo dolarización como “dinero endógeno” o emisión secundaria del sistema financiero nacional, que se da por la interacción entre la demanda y la oferta

de crédito. La posibilidad de expandir la liquidez más allá de la disponibilidad de las divisas emitidas por la Fed, o de activos convertibles a esa divisa, es justamente uno de los elementos que permite funcionar y facilita la sostenibilidad de la dolarización. De esta manera, la liquidez puede expandirse para responder a las necesidades de la economía real. Pero, por otra parte, un sistema de estas características enfrenta límites de sostenibilidad para la emisión de “dinero endógeno” que deberían estudiarse para informar las decisiones y el análisis en el ámbito monetario y financiero, y además es vulnerable a cambios de comportamiento y expectativas de actores clave de la economía.

Parte de lo descrito en los párrafos anteriores se puede evidenciar en la figura 9, en la que se describe una serie de tiempo de la liquidez total (M2) y de las reservas internacionales (RI), que son los activos internacionales de mayor liquidez con los que cuenta el Banco Central del Ecuador (BCE). Dichos activos pueden liquidarse y convertirse en especies monetarias, billetes y monedas, emitidas por la Fed para enfrentar la demanda de efectivo o transferirse para cubrir la necesidad de giros (pagos o transferencias) al exterior. A su vez la demanda neta de efectivo y de giros al exterior depende del nivel de liquidez total de la economía (M2), pues los actores económicos solo pueden demandar efectivo o girar al exterior en función de la liquidez total disponible en la economía. Como se puede observar en la figura 9, la brecha existente entre el M2 y las RI se ha expandido durante el periodo de vigencia del esquema monetario de dolarización. Esto constituye un problema estructural del esquema monetario de dolarización pues implica que cada vez se cuenta con menos activos internacionales líquidos (RI), en el Banco Central, con relación a la liquidez total de la economía (M2), para enfrentar las necesidades de demanda neta de efectivo y giros al exterior.

Figura 9

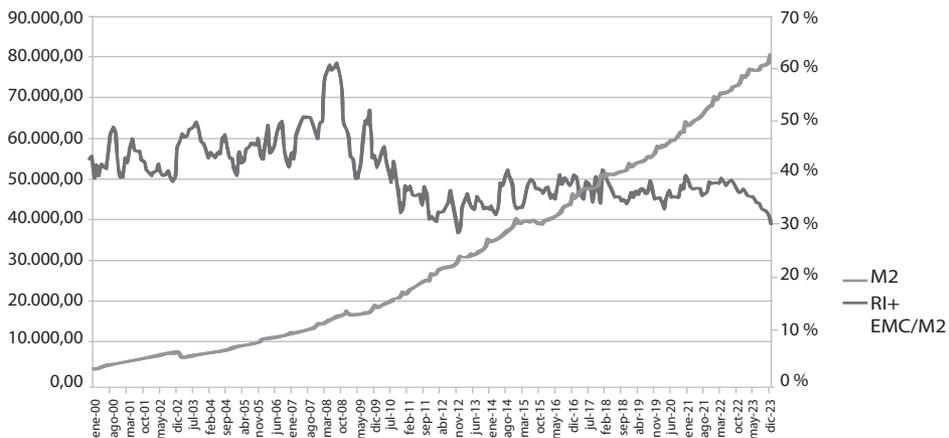
Liquidez total (M2) y Reservas Internacionales (RI)(millones de USD)



Nota. Información monetaria del BCE.

Pero en la economía dolarizada de Ecuador no solo el BCE cuenta con activos internacionales líquidos. Los actores económicos, personas y organizaciones, también disponen de especies monetarias en circulación (EMC) emitidas por la Fed. Así que, para corregir la brecha expuesta en la figura anterior podemos sumar las RI y las EMC de la economía ecuatoriana y estimar la relación que tienen con la liquidez total de la economía (M2). Este ejercicio se muestra para todo el periodo de vigencia de la dolarización (ver figura 10). El resultado de esta estimación es aproximado y no contempla una serie de limitaciones que tiene la estadística de agregados monetarios en dolarización y la realidad de operación del sistema financiero, pero sirve como un ejercicio de referencia para aproximar el porcentaje de dinero en la economía que o son dólares emitidos por la Fed o puede transformarse de manera inmediata y simultánea a este tipo de especie monetaria. Como se puede observar en la siguiente figura, en promedio durante toda la vigencia de la dolarización, los dólares emitidos por la Fed (EMC+RI) son apenas el 40 % de la liquidez total (M2) de la economía ecuatoriana y actualmente representan menos del 30 %. Así que más del 70 % del dinero en la economía dolarizada de Ecuador es actualmente dinero bancario, emisión secundaria o dinero endógeno y no son dólares emitidos por la Fed. De aquí que la dolarización, como sistema de reserva fraccionaria, se sustenta en gran medida en las expectativas y la confianza del público de que podrá transformar sus depósitos a efectivo o girarlos al exterior si así lo desea.

Figura 10
Liquidez total (M2), Reservas Internacionales (RI) y Especies Monetarias en Circulación (EMC), en millones de USD



Nota: información monetaria del BCE.

Esta evidencia demuestra que la dolarización opera bajo endogeneidad monetaria (Villalba *et al.*, 2019), y por lo tanto cabe subrayar que el sistema financiero puede hacer creación secundaria de dinero. En otras palabras, en esta economía circulan dos tipos de dinero, ambos denominados en dólares estadounidenses como unidad de cuenta: el dinero endógeno o los “dólares” que, como registro contable, crea el sistema financiero nacional a través de la interacción entre la demanda y la oferta de crédito; y, los dólares en especie monetaria (billetes y monedas) emitidos por la autoridad monetaria estadounidense, la Fed, que se pueden identificar como “dólares en efectivo”. Para ilustrar la diferencia entre estos dos tipos de dinero se puede pensar en un pago que se realiza entre dos depositantes del sistema financiero nacional, mediante una transferencia electrónica. En este caso el pago no requiere dólares en efectivo o especies monetarias emitidas por la Fed, o reservas internacionales, y se puede ejecutar con los registros contables de la emisión secundaria del sistema financiero o dinero endógeno. Sin embargo, si el pago se realiza en efectivo (billetes y monedas) o se realiza al exterior, solo podrá realizarse si se cuenta con un acervo de dólares en efectivo o activos internacionales líquidos convertibles a especies monetarias emitidas por la Fed. Pues, en el caso del pago en efectivo se requiere disponer de estas especies monetarias que no las puede emitir el sistema financiero nacional y en el caso del pago al extranjero, este solo podrá realizarse si el sistema financiero nacional cuenta con un activo internacional liquidable para efectuar la transferencia. En ambos casos, estas operaciones implican una disminución de los activos internacionales líquidos, o reservas internacionales, disponibles para el sistema financiero nacional.

Finalmente, resulta necesario volver a resaltar que este esquema monetario funciona porque los depositantes en general no perciben ninguna diferencia entre el dinero endógeno y los dólares en efectivo, y en consecuencia ambos tipos de dinero mantienen exactamente el mismo valor y poder adquisitivo en la economía. Esta creencia de los depositantes constituye el cimiento fundamental del sistema de reserva fraccionaria sobre el que se sostiene la dolarización. Sin embargo, si el depositante llega a formar expectativas que le lleven a creer que podría enfrentar alguna dificultad para convertir sus depósitos financieros en dólares en efectivo o giros al exterior, este cimiento del esquema monetario de dolarización podría entrar en crisis y amenazar la estabilidad del sistema financiero y la propia sostenibilidad del esquema monetario. Es decir, la dolarización, como cualquier sistema de reserva fraccionaria, se sostiene sobre la base de la confianza. En el caso de la dolarización, dicha confianza se basa en la creencia de que el dinero endógeno, proveniente de emisión secundaria, y los dólares en efectivo, que constituyen emisión primaria de la Fed, aunque no son lo mismo tienen el mismo valor en la economía. Esta creencia será fácil de sostener mientras los depositantes puedan convertir sus depósitos financieros en dinero en efectivo o en giros al exterior si lo desean. Es decir, mientras la demanda neta de dólares en efectivo y los giros netos

al exterior no superen el acervo de activos internacionales líquidos, o reservas internacionales, disponibles para el sistema financiero nacional. De aquí, que la capacidad operativa del sistema financiero nacional para cubrir la demanda neta, de efectivo y giros al exterior, es el fundamento que sostiene el esquema monetario de dolarización.

Los actores económicos mantienen depósitos en las entidades financieras de los que pueden disponer. A estas entidades financieras que captan depósitos del público se las denomina Otras Sociedades de Depósito (OSD). Cuando las OSD enfrentan un requerimiento de efectivo (billetes y monedas) o giros al exterior por parte de sus clientes, solo lo podrán realizar si cuentan directamente con dólares en efectivo o activos internacionales liquidables para ser convertidos a especies monetarias emitidas por la Fed. Si no cuentan con esos recursos o dichos recursos son insuficiente deberán recurrir a la Reserva Financiera. La Reserva Financiera son los depósitos que las OSD mantienen en el BCE. Las OSD pueden disponer al BCE que de sus depósitos en esa entidad una parte se entregue en efectivo o se gire al exterior. El BCE a su vez para cumplir con este requerimiento deberá contar con RI que son dólares en efectivo o activos internacionales líquidos convertibles a especies monetarias emitidas por la Fed. Por esta razón, bajo dolarización la función de las RI es sostener la capacidad operativa del BCE y del sistema financiero nacional para cubrir la necesidad de demanda neta de efectivo y giros al exterior de la economía.

La demanda neta de efectivo y giros al exterior de los actores económicos depende del nivel de depósitos que mantengan en las OSD. A su vez, las OSD para cumplir con estos requerimientos dependen de su disponibilidad de dólares en efectivo, activos internacionales liquidables para ser convertidos a especies monetarias emitidas por la Fed o del nivel de la Reserva Financiera que son sus depósitos en el BCE. Finalmente, el BCE para responder a la demanda neta de efectivo y giros al exterior de la economía requiere contar con suficientes RI. Por esto, la relación entre las RI y los depósitos de las OSD en el BCE (expresado como RI/OSD en la figura a continuación), refleja la capacidad operativa del BCE y del sistema financiero para cubrir las necesidades netas de efectivo y giros al exterior de la economía nacional. Esta capacidad constituye un indicador de sostenibilidad del esquema monetario de dolarización.

Pero no solo los actores económicos pueden demandar efectivo y girar al exterior. El sector público también puede impulsar este tipo de demandas mediante su capacidad de gasto y financiamiento. Parte del financiamiento requerido por el sector público puede ser provisto por el banco central. Cuando un banco central financia al gobierno central, esta operación suele conocerse como monetización del déficit fiscal. Este tipo de interacción entre el banco central y el gobierno central es una operación común en economías con esquema monetario soberano y se financia mediante emisión monetaria. En economías con moneda propia dicha emisión puede ser secundaria o

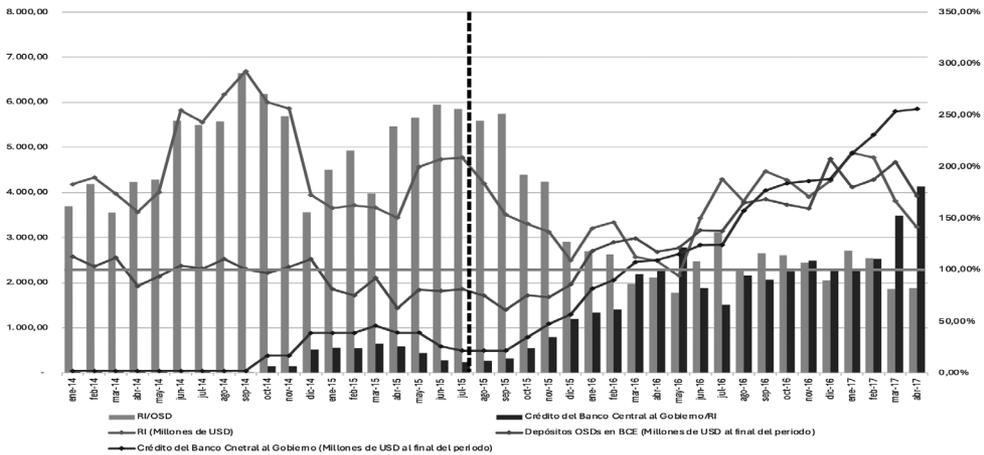
primaria, según la necesidad de la economía. Pero bajo dolarización el banco central no tiene capacidad de emisión primaria. El abuso de la monetización del déficit, cuando se cuenta con moneda propia, puede provocar inflación. Por esta razón este tipo de operaciones suelen estar sujetas a límites explícitos impuestos por el banco central. En una economía dolarizada el riesgo es diferente, el problema no es la inflación sino la capacidad operativa del banco central y el sistema financiero para proveer efectivo y capacidad de giro al exterior. Bajo dolarización, cuando se monetiza el déficit se aumenta la capacidad de gasto del gobierno central, este gasto se traducirá en una mayor disponibilidad de depósitos para los actores económicos y de esta mayor cantidad de depósitos se podrá demandar mayor cantidad de efectivo y giros al exterior. Si las RI no han crecido al mismo ritmo que los depósitos, se perderá capacidad operativa para garantizar la convertibilidad del dinero a efectivo o giros al exterior, debilitando la sostenibilidad del esquema monetario. Por esto, aunque la monetización del déficit bajo dolarización no genere inflación si presiona la capacidad operativa del banco central y el sistema financiero para atender las necesidades netas de efectivo y giros al exterior. Por lo que este tipo de operaciones también deben estar sujetas a límites explícitos impuestos por el banco central para evitar el debilitamiento de esta importante capacidad operativa y garantizar la sostenibilidad del esquema monetario.

Para ilustrar lo descrito en el párrafo anterior, en la figura 11 se ilustran los niveles de RI (línea azul), los depósitos de las OSD en el BCE (línea roja) y el crédito del BCE al gobierno central (línea gris). Todas las líneas representan valores absolutos. En cambio, las barras de la figura 11 representan magnitudes relativas o ratios. Las barras amarillas son la relación entre las RI y los depósitos de las OSD en el BCE, y constituyen un indicador de la capacidad operativa del BCE para sostener el esquema monetario de dolarización. Las barras azules son la relación entre el crédito del BCE a gobierno central y las RI, y constituyen un indicador del grado de monetización del déficit fiscal.

La figura 11 muestra el desempeño de las variables descritas en el párrafo anterior durante un periodo en que se dio un cambio de política en la monetización del déficit fiscal e ilustra cómo el abuso de este instrumento afecta la capacidad operativa del BCE para sostener el esquema monetario de dolarización. A partir de 2009, el BCE inició operaciones de creación endógena de dinero con las que inyectó liquidez a la economía mediante la expansión de su balance. Sin embargo, dichas operaciones no se realizaron de manera directa con el gobierno central porque la ley no facultaba al BCE a hacerlo. En septiembre 2014 se aprobó el Código Orgánico Monetario y Financiero que facultó al BCE a dar crédito directo al gobierno central con operaciones de monetización del déficit. Al inicio, la administración del BCE estableció reglas de sostenibilidad. La totalidad de las operaciones de monetización del déficit no debían

superar el 30 % de las RI, solo podían ser operaciones de corto plazo (menores a 180 días) y debían estar calzadas con desembolsos externos programados para el gobierno central. De esta manera, el BCE solo adelantaba liquidez al gobierno central y una vez que llegaban los desembolsos externos el gobierno central cancelaba la deuda al BCE.

Figura 11
Agregados Monetarios y Capacidad Operativa del BCE, 2014-2017, en millones de USD (líneas) y en relación porcentual (barras)



Nota: BCE.

Estas reglas aseguraban que la capacidad operativa del BCE para sostener la dolarización no se vea menoscabada. Bajo estas condiciones se operó entre septiembre de 2014 y julio de 2015 (línea negra punteada en la figura 11). Como se puede observar en la figura 11, mientras se aplicaron las reglas de sostenibilidad la capacidad operativa del BCE siempre se mantuvo muy por encima del 100 %, barras amarillas, y la sostenibilidad del esquema monetario no fue menoscabada. Sin embargo, posteriormente la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, cuerpo colegiado directivo del BCE, decidió eliminar las condiciones de sostenibilidad y realizar la monetización del déficit sin limitaciones. Con esa decisión se sacrificó la sostenibilidad del esquema monetario para priorizar la capacidad fiscal de gasto y sostener el ambicioso plan de cumplir objetivos de desarrollo. De esta manera, otra vez el costo de intercambio macroeconómico se resolvía con una solución de esquina que sacrificaba la sostenibilidad monetaria para priorizar la capacidad de gasto fiscal. Obviamente el gobierno central dejó de pagar sus obligaciones al BCE en el futuro, la monetización del déficit o crédito al gobierno central empezó a incrementar, las RI empezaron a bajar, los

depósitos de las OSD en el BCE comenzaron a subir y la capacidad operativa del BCE para sostener la dolarización (barras amarillas) se vio seriamente disminuida. Otra vez, la solución de esquina en el sector monetario era tan perniciosa como la que se tomó en el sector fiscal

Un umbral crítico para el control de las expectativas de los agentes económicos y para mantener la confianza de las entidades del sector financiero es la capacidad de cobertura del 100 % de la Reserva Financiera (línea verde en el gráfico 11). Si la RI tenía un menor nivel que la Reserva Financiera esto significaba que el BCE no tenía activos líquidos suficientes para responder a todos los pasivos que mantenía con las OSD y por lo tanto tampoco para atender otras obligaciones con entidades del sector público. Esta señal era muy desalentadora. Si bien la probabilidad de que el BCE enfrente simultáneamente una demanda de liquidación (en efectivo o giros al exterior) de todas sus obligaciones con las OSD es nula y esto da una holgura para sostener esta situación, el hecho de que la capacidad operativa del BCE (RI/Reserva financiera de las OSD) sea menor al 100 % constituía una pésima señal para la confianza en la sostenibilidad del esquema monetario. Esto sucedió con la expansión desmedida de la monetización del déficit a partir de septiembre de 2015. Como se puede observar en la figura 11, la capacidad operativa del BCE cayó por debajo del 100 % en 2016 y la monetización del déficit como porcentaje de las RI se disparó hasta superar el 100 % en 2017. En aquella época, el gobierno central nunca más volvió a pagar en efectivo ninguna de sus obligaciones al BCE y el ambiente de incertidumbre en el sector monetario se agudizó con una pugna entre la Asociación de Bancos Privados y el gobierno.

Como ya se señaló anteriormente, el poder económico *de facto* encontró el camino para tomar el poder político *de jure* y cambiar la prioridad de la política económica en 2018. Esto también afectó la política monetaria. Como se había abusado del instrumento de monetización del déficit fiscal y el deterioro de la capacidad operativa del BCE era evidente pronto se impulsaron cambios normativos. El problema fue que no se optó por volver a un esquema de reglas de sostenibilidad, sino que, con cambios legislativos en 2018 y 2021, se decidió destruir el instrumento. Antes se había optado por una solución de esquina y se había abusado de este instrumento, ahora se optaba por otra solución de esquina contraria y se decidió destruir el instrumento. Así, una vez más el costo de intercambio macroeconómico, en este caso entre los objetivos de desarrollo y la sostenibilidad monetaria se volvía a resolver de manera sesgada. O se abusaba de los instrumentos o se los destruía, y nadie fue capaz de proponer utilizar los instrumentos de manera adecuada, dentro de los límites de sostenibilidad. Ahora el BCE ya no podría realizar política monetaria con este instrumento para apoyar el cumplimiento de objetivos de desarrollo, si la economía caía en recesión o se enfrenta a episodios deflacionarios, como sucedió en los años posteriores, el BCE debía cru-

zarse de brazos y volverse un espectador pasivo. Otra solución de esquina que resulta subóptima e inconveniente en términos macroeconómicos.

A continuación, se reproduce la figura anterior (11) para los últimos diez años de dolarización, periodo 2014-2024 (en la figura 12). Algunas de las lecciones que nos deja este análisis para el sector monetario resultan muy importantes.

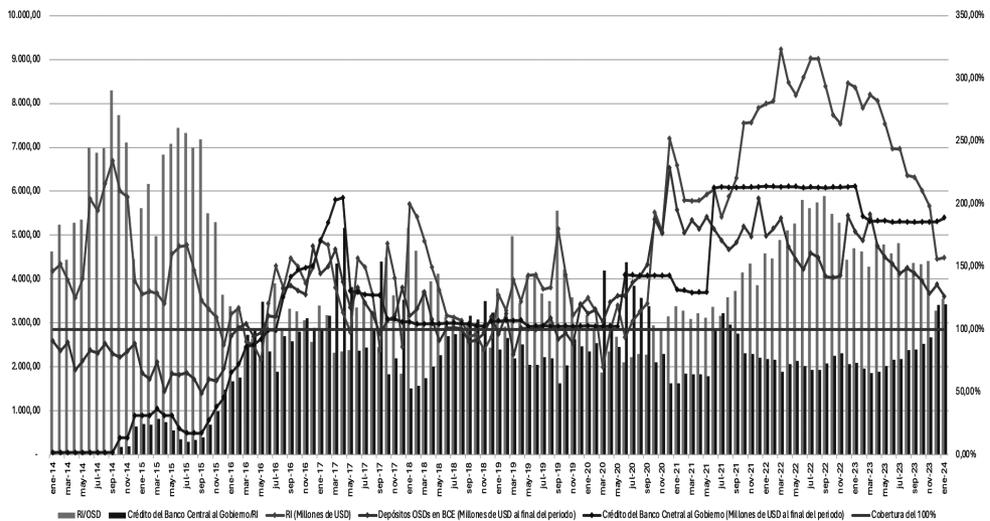
Primero, el abuso de la monetización del déficit impacta negativamente en la sostenibilidad del esquema monetario de dolarización, por lo tanto, este tipo de operaciones deben estar estricta y explícitamente acotadas por reglas de sostenibilidad. Este tipo de soluciones de esquina, en que se abusa de los instrumentos disponibles, no contribuyen a un buen desempeño económico y se deben evitar.

Segundo, el destruir el instrumento de monetización del déficit fiscal no asegura una mejora de la capacidad operativa del BCE, ni tampoco impide la monetización del déficit. Como se puede observar en la figura 12, pese a que las operaciones de crédito del BCE al gobierno central estaban prohibidas, la monetización del déficit se incrementó en junio de 2020. ¿Cómo fue esto posible? Las complejas consecuencias económicas de la pandemia y el pobre desempeño de los ingresos fiscales llevaron a que el gobierno central entró en una situación de incumplimiento de sus obligaciones con el exterior, lo que se denomina un *default* técnico. Si esta situación no se lograba solucionar las consecuencias macroeconómicas para el país podían ser muy graves. No solo en el ámbito fiscal sino también en el ámbito monetario, pues una porción importante de las RI, en oro monetario, se podía perder como consecuencia del evento de incumplimiento (*default*) ya que constituían parte del activo subyacente de operaciones de derivados financieros que estaban vigentes y generaban una cobertura de riesgo soberano. ¿Cómo se solucionó este problema? El BCE se vio obligado a utilizar sus activos para adquirir obligaciones del gobierno central con el exterior, de esta manera se evitaba el evento de incumplimiento y la pérdida del oro monetario, realizando una operación indirecta de crédito al gobierno central.

La consecuencia de esta inevitable operación fue que en el balance del BCE el crédito al gobierno central, es decir la monetización del déficit, aumentó en un 40 % en junio 2020 pese a que estas operaciones estaban prohibidas por ley desde 2018. Adicionalmente, el año 2023 fue el año de mayor pérdida de RI de la historia de la dolarización —como se puede observar en la figura 13, más adelante— y justamente al final de ese año el cambio de administración del gobierno y la paupérrima situación de la caja fiscal obligaron al BCE a buscar una forma de inyectar liquidez al gobierno central. La opción fue vender una porción significativa del mejor activo de las RI, el oro monetario, para generar utilidades que se puedan transferir al gobierno central. La consecuencia de esto fue la pérdida de un activo privilegiado de reserva de las RI y una agudización en el declive de las RI que ya habían experimentado un deterioro muy

grave durante 2014. La medida se dio en un momento totalmente inoportuno para la gestión de la sostenibilidad monetaria. El oro monetario constituye un activo privilegiado de reserva porque es altamente líquido y al mismo tiempo conserva su valor, en el mediano y largo plazo, de mejor manera que otro tipo de activos de reserva. Por estas razones, los bancos centrales en el mundo no venden oro monetario por el contrario lo compran y atesoran como activo privilegiado de reserva. Esta operación no tiene justificación técnica posible desde el lado monetario. La única razón plausible para esta venta es la urgente necesidad fiscal. Otra vez la necesidad de apuntalar el desempeño fiscal se priorizó sacrificando la sostenibilidad del esquema monetario de dolarización. En conclusión, el hecho de destruir instrumentos no elimina la presión sobre el BCE para monetizar el déficit solo cambia su forma. Finalmente, pese al fuerte crecimiento de las RI en 2021 no se ha recuperado hasta 2024 la capacidad operativa que el BCE tenía en 2014. La relación RI/Reserva financiera de las OSD promedio anual (ene-dic) de 2014 fue del 214 %, mientras que en 2023 apenas llegó a 155 % y en enero de 2014 fue de solo el 124 %. Todo esto se puede apreciar en la figura 12. Por lo tanto, este tipo de soluciones de esquina, consistentes en la destrucción de instrumentos de política monetaria, tampoco contribuyen a un buen desempeño económico y se deben evitar.

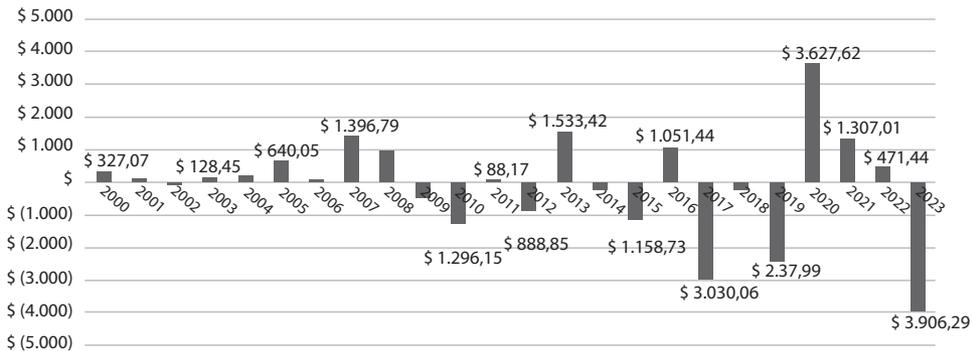
Figura 12
Agregados Monetarios y Capacidad Operativa del BCE, 2014-2017,
en millones de USD (líneas) y en relación porcentual (barras)



Nota: BCE.

Tercero, el mayor desplome de las RI de la historia de la dolarización se da en el periodo 2022-2023. Midiendo de pico (máximo) a sima (mínimo) entre 2022 y 2023 se registra una pérdida de aproximadamente 4,8 mil millones de USD. Bajo este mismo criterio, los dos registros anteriores de mayor pérdida de RI se dieron en 2008-2009 con 3,9 mil millones de USD para un periodo similar, y en 2014-2016, para un periodo más largo, con 4,5 mil millones de USD. Si se mide la variación de las RI de manera anual la situación no cambia, 2023 es el año de mayor pérdida de RI de la historia de la dolarización como se puede apreciar en la figura 13, con una pérdida anual de RI de más de 3900 millones de USD en un solo año. La figura 13 también evidencia que la volatilidad de la variación anual de las RI ha aumentado desde 2017. Este desempeño de las RI en los últimos años merece atención y análisis, y de continuar la misma tendencia podría generar un problema grave para la sostenibilidad del esquema monetario de dolarización. ¿Por qué ha aumentado la volatilidad de las RI? ¿Qué sucedió el periodo 2022-2023? ¿Por qué se dio una pérdida tan agresiva de RI? Estas preguntas deben ser investigadas y sus respuestas pueden contribuir a tomar medidas y correctivos necesarios.

Figura 13
Variación Anual de las Reservas Internacionales, 2000-2024,
en millones de USD



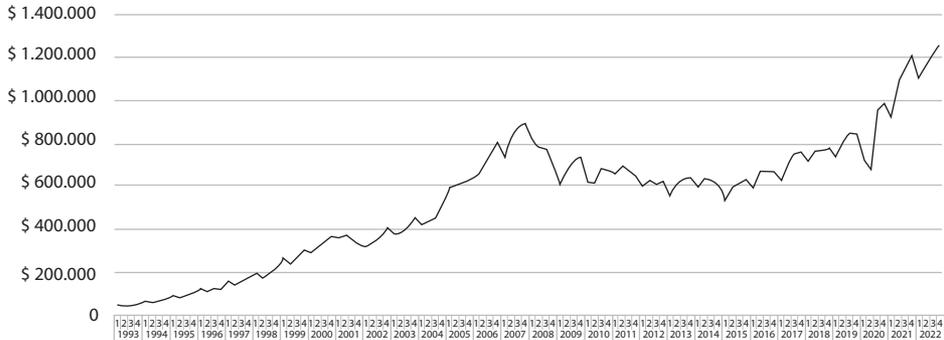
Nota: BCE.

Finalmente, cabe señalar que en los últimos años la contribución de flujos de entrada de divisas ha sido fuertemente favorecida por las remesas de los migrantes ecuatorianos en el extranjero. Una de las lamentables maneras que la economía ecuatoriana ha desarrollado para enfrentar las crisis es exportar su mano de obra barata para traer divisas de extranjero. Actividad que se realiza muchas veces de manera ilegal para ocuparse en formas de trabajo precario. Como se puede observar en la figura 14,

en los periodos post crisis (ej. 2000-2007; y, 2020-2022) las remesas de los migrantes crecen y en la época de auge se reducen y estabilizan (ej. 2010-2014).

Figura 14

Remesas de migrante, 1993-2022, observaciones trimestrales en millones de USD



Nota: BCE.

La paradoja es que mientras los flujos de remesas se incrementan las RI se desploman, por ejemplo, en 2022. Mientras el sacrificio de los migrantes contribuye al ingreso de divisas al país, el servicio de la deuda externa o las fugas de capitales hacen lo contrario. La carga de la crisis se coloca sobre los estratos más humildes y desfavorecidos de la población, en beneficio de los acreedores internacionales y los segmentos más pudientes de la sociedad que tiene la capacidad de mover sus capitales al extranjero.

De esta manera se puede resumir, de manera muy apretada y dejando fuera muchos otros detalles importantes que deberían abordarse en un análisis más detallado, cómo el sector monetario del Ecuador, durante el periodo 2014-2024, pasó de la ambición de alcanzar los objetivos de desarrollo a destruir los instrumentos de política monetaria sin que esto implique una mejora en la capacidad operativa para garantizar la sostenibilidad del esquema monetario ni facilitar un mejor desempeño económico.

Recomendaciones de política pública

En el contexto de lo expuesto, se propone explorar cuatro alternativas de política para el ámbito fiscal.

La primera es desarrollar para Ecuador el Balance Fiscal Estructural, utilizando para la programación fiscal una estimación del precio de largo plazo del petróleo en

vez de las estimaciones del precio promedio anual —de corto plazo— que orientan actualmente la elaboración del Presupuesto General del Estado.

El Balance Fiscal Estructural es una herramienta utilizada para evaluar la posición fiscal de un país de manera ajustada por el ciclo económico. Consiste en calcular el saldo fiscal que sería observado si la economía estuviera operando a plena capacidad, es decir, si el nivel de producción estuviera en su potencial. Esto se logra mediante ajustes a los ingresos y gastos fiscales para eliminar los efectos del ciclo económico sobre las finanzas públicas. En el caso de Chile, el Balance Fiscal Estructural ha sido una parte fundamental de su marco fiscal durante varias décadas. La aplicación de este concepto ha permitido a las autoridades chilenas mantener una política fiscal prudente y contracíclica, es decir, que actúa para estabilizar la economía frente a fluctuaciones en el ciclo económico.

Una de las ventajas clave del Balance Fiscal Estructural es que ayuda a evitar la vulnerabilidad asociada con la dependencia de la exportación de materias primas, como el cobre en el caso de Chile. Al ajustar el saldo fiscal por el ciclo económico, se puede evitar que los ingresos fiscales dependan excesivamente de los precios de las materias primas. Esto es importante porque los precios de las materias primas suelen ser volátiles, lo que puede llevar a fluctuaciones significativas en los ingresos fiscales si no se toman medidas adecuadas. Lo que ha sucedido en el fisco ecuatoriano en los últimos 40 años por la volatilidad del precio del petróleo. Al mantener un saldo fiscal estructural equilibrado, el país podría evitar el endeudamiento excesivo en períodos de bonanza económica y contar con un margen de maniobra fiscal en tiempos de crisis. Esto contribuye a la estabilidad macroeconómica y reduce la vulnerabilidad frente a choques externos, como caídas en el precio del petróleo y de los precios de sus principales productos (primarios) de importación. Finalmente, la implementación de un Balance Fiscal Estructural ayudaría a ganar transparencia en la programación fiscal y generaría mayor confianza en el manejo de las finanzas públicas.

La segunda es diseñar e implementar una nueva institucionalidad tributaria de largo plazo. Los inconvenientes de una economía que cambia frecuentemente sus normas tributarias y mantiene un sistema tributario altamente complejo y engorroso, como sucede en Ecuador, son varios. En primer lugar, esto genera incertidumbre para los contribuyentes, ya que nunca están seguros de cuáles serán las reglas fiscales en el futuro, lo que dificulta la planificación a largo plazo y puede llevar a decisiones de inversión subóptimas. Además, un sistema tributario complejo y cambiante aumenta los costos de transacción para las empresas y los individuos, ya que deben destinar recursos significativos para cumplir con las obligaciones fiscales y para adaptarse a los cambios normativos. Esto puede desincentivar la inversión y la actividad económica, ya que las empresas prefieren invertir en lugares con reglas fiscales más estables y

simples. Los incentivos negativos que esto conlleva para la inversión, el desempeño del sector productivo y el crecimiento económico son claros. Una mayor complejidad y cambios frecuentes en las normas tributarias ocasionan una menor inversión, menor productividad y, en última instancia, un menor crecimiento económico. Ecuador necesita superar el vicio de ejecutar, una tras otra, reformas tributarias parche enfocadas en solventar urgencias de corto plazo sin resolver los problemas de fondo, como ha sucedido en los últimos años.

En Ecuador se han ejecutado más de 20 reformas fiscales en los últimos 17 años y con ellas decenas de nuevos incentivos, tributos y regímenes. Todas estas reformas, excepto la de diciembre de 2007, se aprobaron de forma expés sin debate, reflexión o evaluación, siempre apelando a la urgencia económica. Implementar una institucionalidad tributaria simplificada y orientada a mantenerse en el largo plazo puede ayudar a solucionar este problema en una economía en desarrollo como el Ecuador. La reforma de largo plazo debería buscar una ampliación de la base de contribuyentes, la simplificación tributaria, el combate a los mecanismos de elusión y evasión, el fortalecimiento de la progresividad y la predictibilidad del esquema tributario. Esto implica diseñar un sistema tributario que sea estable, predecible y fácil de entender y cumplir. Al hacerlo bajo los principios de progresividad y eficiencia, se puede garantizar que el sistema sea justo y que no desincentive la actividad económica. Una forma de lograr esto es reducir la cantidad de impuestos y simplificar los procedimientos para su pago y cumplimiento. Esto puede incluir la eliminación de exenciones y deducciones complicadas, la actualización técnica de tasas impositivas y la simplificación de los formularios y procesos de declaración. Además, es importante establecer mecanismos de consulta y participación ciudadana en la elaboración de las normas tributarias para garantizar que sean claras, justas y eficientes, evitando explícitamente los espacios para el abuso del *lobby* de las grandes corporaciones que usualmente han contaminado las reformas tributarias parche de los últimos años.

La tercera es desarrollar una institucionalidad fiscal que establezca mecanismos estabilizadores automáticos y mecanismos contracíclicos de gasto. Los estabilizadores automáticos y los mecanismos contracíclicos de gasto son herramientas de política fiscal que buscan suavizar las fluctuaciones económicas y promover la estabilidad macroeconómica. Los estabilizadores automáticos son componentes del sistema tributario y de gasto público que actúan de manera automática para estabilizar la economía frente a fluctuaciones en el ciclo económico. Por ejemplo, en tiempos de recesión, los ingresos fiscales tienden a disminuir debido a la reducción de la actividad económica, mientras que la necesidad de gasto en programas de protección social tiende a aumentar. La activación de una carga tributaria temporal que grave de manera altamente progresiva los grandes patrimonios podrían ayudar a solventar este problema. Estos

cambios automáticos en los ingresos y gastos fiscales ayudan a estabilizar la economía al proporcionar un estímulo fiscal contracíclico sin necesidad de intervención activa por parte del gobierno.

Por otro lado, los mecanismos contracíclicos de gasto son políticas fiscales deliberadas implementadas por el gobierno para contrarrestar las fluctuaciones del ciclo económico. Por ejemplo, en tiempos de recesión, el gobierno puede aumentar el gasto en infraestructura pública o en programas de estímulo económico para impulsar la demanda agregada y estimular la actividad económica. Para el caso de Ecuador, una economía pequeña y abierta altamente dependiente del petróleo y vulnerable a la volatilidad de los precios internacionales del crudo, la implementación de estabilizadores automáticos y mecanismos contracíclicos de gasto podría ser crucial para su desempeño económico. Por ejemplo, Ecuador podría aprender de sus experiencias que trataron de establecer fondos de estabilización fiscal que acumulen ingresos extraordinarios en períodos de altos precios del petróleo para financiar gastos en períodos de precios bajos, mejorando su diseño, su flexibilidad y su capacidad contingente. Esto ayudaría a suavizar los efectos de la volatilidad de los precios del petróleo en las finanzas públicas y en la economía en general. Además, Ecuador podría implementar políticas fiscales contracíclicas, como aumentos temporales en el gasto público en infraestructura o en programas sociales durante períodos de desaceleración económica, para estimular la demanda interna y mitigar los efectos de la recesión. En resumen, la implementación de estabilizadores automáticos y mecanismos contracíclicos de gasto podría ayudar a Ecuador a gestionar de manera más efectiva la volatilidad de los precios del petróleo y a promover la estabilidad macroeconómica y el crecimiento económico sostenible.

La cuarta es el desarrollo de mecanismos de protección de gasto y capacidades de ejecución en sectores y programas clave para la protección social, la salud, la educación, la reducción de la desigualdad y la pobreza, y la promoción de la movilidad social. En una economía como la de Ecuador, es necesario implementar mecanismos de protección de gasto y capacidades de ejecución fiscal en sectores y programas clave, como el combate a la desnutrición crónica infantil, la salud pública, la educación pública y otras intervenciones estratégicas para la protección social, por varias razones. Ecuador enfrenta desafíos significativos en términos de pobreza y desigualdad. El combate a la desnutrición crónica infantil y la protección social son fundamentales para reducir la pobreza y la desigualdad al garantizar que los grupos más vulnerables tengan acceso a alimentos, servicios de salud y educación, y otros servicios básicos. La desnutrición crónica infantil, una mala salud, la falta de acceso a educación de calidad y la pobreza pueden actuar como barreras significativas para la movilidad social. Al invertir en programas que aborden estos problemas, se puede facilitar la movilidad social al proporcionar a los niños y familias las herramientas necesarias para mejorar

sus condiciones de vida y acceder a mejores oportunidades en el futuro. La desnutrición crónica infantil no solo tiene consecuencias inmediatas en la salud y el bienestar de los niños, sino que también puede tener efectos a largo plazo en el desarrollo humano y económico de un país.

La inversión en la salud, en educación y en el bienestar de los niños puede tener un impacto positivo en la productividad y el crecimiento económico a largo plazo. La desigualdad y la exclusión social pueden llevar a tensiones sociales y políticas. Al abordar la desnutrición crónica infantil, la salud, la educación y garantizar una protección social adecuada, se puede contribuir a la estabilidad social y política al promover una sociedad más inclusiva y justa. En resumen, implementar mecanismos de protección de gasto y capacidades de ejecución en sectores y programas clave es fundamental para construir una sociedad más justa en Ecuador, superar la pobreza, reducir la desigualdad, facilitar la movilidad social y promover el desarrollo humano y económico sostenible.

Adicionalmente, para el sector monetario también se propone explorar cuatro alternativas de política que se describen a continuación.

La primera es desarrollar una propuesta para la masificación de pagos electrónicos, y la regulación y control del uso de efectivo. En una economía dolarizada donde se busca reducir la demanda neta de efectivo para fortalecer la sostenibilidad de la dolarización, la masificación de pagos electrónicos y la regulación del uso de efectivo pueden ser herramientas efectivas. Esto no solo facilitaría la transición hacia una economía menos dependiente del efectivo, sino que también podría tener beneficios adicionales, como la reducción de la economía informal y la economía del crimen. Una propuesta de política monetaria podría incluir los siguientes elementos:

- Incentivos para el uso de medios de pago electrónicos: se podrían ofrecer incentivos, como descuentos o beneficios fiscales, para promover el uso de medios de pago electrónicos en lugar de efectivo. Esto podría incluir la eliminación de comisiones por transacciones electrónicas y la promoción de tecnologías de pago seguro.
- El desarrollo de nuevas plataformas de pago móvil (celular): sobre la base de depósitos monetarios con la implantación de alianzas público-privadas, entre el BCE y las entidades financieras, se podría ofrecer soluciones de pago móvil más incluyentes y masivas que faciliten la inclusión financiera y eviten el uso de efectivo.
- Regulación del uso de efectivo: se podrían establecer límites a las transacciones en efectivo y requerir que ciertas transacciones se realicen electrónicamente.

También se podrían implementar medidas para rastrear y controlar el flujo de efectivo, como sistemas de trazabilidad de billetes de alta denominación.

- Educación y capacitación: es importante educar a la población sobre los beneficios de los pagos electrónicos y capacitar a los comerciantes para que acepten estos medios de pago de manera segura y eficiente. Una tarea en este sentido es la alfabetización digital de los segmentos más pobres y vulnerables de la población.
- Regulación y coordinación con el sector financiero: se necesita regulación y una estrecha coordinación con el sector financiero para garantizar que haya suficientes puntos de acceso a servicios financieros electrónicos y que se mantenga la estabilidad del sistema de pagos. El sistema financiero adolece de una falla de mercado que hace que sus servicios no lleguen a lugares y segmentos de la población donde la rentabilidad del negocio no es atractiva, esto requiere de intervención de la autoridad monetaria y de coordinación público-privada.

Además de fortalecer la sostenibilidad de la dolarización, estas medidas también pueden contribuir a mitigar los efectos negativos de la economía del crimen al reducir la circulación de efectivo, que suele ser utilizado en actividades ilícitas. Esto, a su vez, podría ayudar a reducir los niveles de violencia asociados con el crimen en Ecuador y mejorar la seguridad ciudadana en general.

La segunda es la estimación formal, periódica y pública de los requerimientos de reservas para garantizar la capacidad operativa del BCE y del sistema financiero nacional para sostener el esquema monetario de dolarización; así como el desarrollo de sistema de alertas tempranas y capacidad contingente. Actualmente, el BCE no realiza estimaciones de este tipo o si las realiza no son de acceso público, tampoco implementa políticas para fortalecer su capacidad operativa y menos aún para influir sobre el crecimiento, el empleo y los objetivos de desarrollo. Ni siquiera tiene objetivos sobre el desempeño de la inflación y hace muy poco o nada para influir en las tasas de interés. Sus últimas intervenciones han sido para justificar el aumento de las tasas de interés en un escenario macroeconómico de poco crecimiento y de baja inflación, algo totalmente contraproducente para el desempeño macroeconómico. También ha realizado pronunciamientos para evitar que se cobren impuestos a la banca o para anunciar récord de utilidades, como si el objetivo de un banco central sería defender los intereses de lucro de la banca privada y generar utilidades. Su última intervención, entre finales de 2023 y enero de 2024, fue para vender el activo de reserva más valioso a su disposición, el oro monetario, para generar “utilidades” que pueda transferir al gobierno central. Es decir, otra forma indirecta de monetizar el déficit fiscal con el agravante de que al hacerlo de esta manera pierde definitivamente el activo de mejor calidad —activo de reserva privilegiado— de sus reservas (RI).

El BCE actualmente se limita a tratar de cumplir una normativa que se supone garantizará la sostenibilidad del esquema monetario, como si la sostenibilidad de la dolarización sería un problema normativo y no el resultado de las condiciones materiales que se construyen sobre la base del desempeño económico. Por estos motivos, resulta urgente que el BCE se enfoque en los objetivos monetarios, en el desempeño macroeconómico y en trabajar para fortalecer la sostenibilidad del esquema monetario de dolarización. Para estimar de manera formal la capacidad de cobertura de las reservas internacionales en un esquema de dolarización y desarrollar un sistema de alertas tempranas y contingencia, se puede seguir un enfoque basado en el análisis de las necesidades netas de demanda de efectivo y giros netos al exterior. Aquí hay una propuesta para hacerlo:

- Estimación de las necesidades netas de demanda de efectivo: se puede calcular la demanda de efectivo en función de la liquidez total (M2), la estimación de las preferencias por efectivo, los depósitos en efectivo en el BCE y el nivel de transacciones en efectivo. Esto incluiría no solo la demanda de efectivo en circulación, sino también la necesidad de mantener reservas para satisfacer esta demanda en términos netos.
- Estimación de los giros netos al exterior: se pueden analizar los flujos de pagos internacionales, incluidas las importaciones, el servicio de la deuda externa, los movimientos de capitales y otras transferencias, para estimar los giros netos al exterior y estimar su trayectoria futura en términos netos.
- Determinación de la capacidad de cobertura de reservas: conociendo las necesidades netas de demanda de efectivo y giros netos al exterior, se puede calcular la capacidad de cobertura de reservas como la diferencia entre las RI y estas necesidades. Esta capacidad podría expresarse en términos de diferentes niveles de capacidad de cobertura para la demanda neta de efectivo y giros al exterior y el porcentaje de cobertura de los pasivos exigibles por este concepto al BCE. Adicionalmente, se debe complementar esta estimación al incluir la capacidad contingente del sistema financiero nacional por sus propios medios, es decir activos internacionales que no están en manos del BCE.
- Desarrollo de un sistema de alertas tempranas: se pueden establecer umbrales críticos para la capacidad de cobertura de reservas, por ejemplo, un nivel mínimo de meses de cobertura para la demanda neta de efectivo y giros al exterior o un porcentaje mínimo de cobertura de sus pasivos exigibles por estos motivos. Si las reservas caen por debajo de estos umbrales, se activaría una alerta temprana.
- Capacidad contingente: en caso de que las reservas alcancen niveles críticos, se podría establecer un plan de contingencia que incluya posibles fuentes de financiamiento, como líneas de crédito con organismos internacionales o acuer-

dos bilaterales, medidas de política monetaria y otros medios para aumentar temporalmente las reservas, reducir la presión de la demanda neta de efectivo y giros al exterior y evitar una crisis.

Este enfoque proporcionaría una base sólida para monitorear y gestionar la capacidad de cobertura de reservas en un esquema de dolarización, permitiendo una respuesta rápida y efectiva ante posibles crisis.

La tercera alternativa va en la misma línea de la segunda y consiste en recuperar los instrumentos de política monetaria del BCE bajo dolarización y restringir su uso a límites explícitos y reglas estrictas para garantizar la sostenibilidad del esquema monetario de dolarización. Bajo un esquema de dolarización, la política monetaria efectivamente se ve limitada en su capacidad de acción debido a la renuncia a la emisión primaria de dinero y a la imposibilidad de que el banco central cumpla el papel de prestamista de última instancia para el sistema financiero. Aunque quedan algunos instrumentos disponibles, como las operaciones de mercado abierto, la regulación de encajes y requerimientos de liquidez y las operaciones de descuento (financiamiento a entidades financieras), la pérdida de la política cambiaria reduce significativamente la flexibilidad de la política monetaria en el ámbito macroeconómico.

En este contexto, recuperar los instrumentos de política monetaria del BCE bajo dolarización podría ser beneficioso, siempre y cuando se apliquen límites explícitos y reglas estrictas para garantizar la sostenibilidad del esquema monetario. Algunas razones para considerar esta propuesta son las siguientes:

- Flexibilidad limitada: al tener menos instrumentos y grados de libertad para hacer política, es crucial aprovechar al máximo los instrumentos disponibles. Recuperar los instrumentos del BCE podría proporcionar una mayor flexibilidad para mitigar la volatilidad del ciclo económico y responder a choques económicos y financieros.
- Gestión de crisis: contar con la capacidad de emisión primaria y actuar como prestamista de última instancia es crucial en situaciones de crisis, permitiendo a los bancos centrales intervenir para garantizar la estabilidad financiera y evitar crisis sistémicas. Pero estas funciones el BCE ya no las puede cumplir bajo dolarización por lo que su papel en el monitoreo del riesgo sistémico, la capacidad de tomar medidas macro-prudenciales y la gestión de los fondos de liquidez del sistema financiero deben fortalecerse.
- Sostenibilidad del esquema monetario: al restringir el uso de estos instrumentos a límites explícitos y reglas estrictas, se puede garantizar que su utilización esté alineada con los objetivos de estabilidad monetaria y financiera, evitando abusos que puedan poner en riesgo la sostenibilidad del esquema de dolarización.

- **Transparencia y credibilidad:** establecer reglas claras y límites explícitos para el uso de los instrumentos de política monetaria puede aumentar la transparencia y la credibilidad de la política monetaria, lo que a su vez puede ayudar a mantener la confianza en el esquema de dolarización.

En resumen, recuperar los instrumentos de política monetaria del BCE bajo dolarización y restringir su uso a límites explícitos y reglas estrictas podría ser una medida prudente para garantizar la sostenibilidad del esquema monetario y mejorar el desempeño económico, siempre y cuando se implemente de manera cuidadosa y se mantenga la disciplina fiscal y financiera.

Finalmente, la cuarta propuesta es resolver las contradicciones institucionales del BCE, definir sus competencias, y fortalecer las instituciones monetarias y la capacidad técnica y operativa del BCE. Por una parte, la Constitución de la República señala que el BCE está subordinado a la función ejecutiva y la ley aprobada en 2021, de manera contradictoria, plantea darle “independencia” al BCE sugiriendo que esta independencia es del poder ejecutivo. Sin bien la independencia de los bancos centrales es el paradigma dominante en la gestión monetaria a nivel mundial, la forma en que la ley de 2021 interpreta esta independencia no concuerda con el desarrollo histórico de este concepto y su actual alcance. Inicialmente, antes de la primera guerra mundial (1914), los bancos centrales eran sociedades anónimas propiedad de los bancos privados con fines de lucro y su gestión respondía en buena medida a los intereses de sus dueños. La función de entonces de los bancos centrales se limitaba a la emisión de la moneda en línea con los intereses de lucro de la banca privada. Por esto se conoce a este modelo de banca central como el modelo de la banca de emisión.

Este modelo se agotó con las dos guerras mundiales y la gran depresión, del siglo XX. Las necesidades de política económica activa para reconstruir la destrucción ocasionada por la guerra y enfrentar los eventos recesivos para recuperar el desempeño de la economía llevó a plantear un nuevo modelo de banca central: el modelo del banco central público. A partir de 1930 y con mayor fuerza después de la Segunda Guerra Mundial, con la construcción del Estado del Bienestar, el modelo de banca central pública se impuso. Este modelo otorgaba a los bancos centrales un papel importante en el financiamiento para la reconstrucción, el desarrollo y la expansión de la política fiscal. Sin embargo, la correlación entre el abuso de monetización del déficit y los problemas de inflación más tarde desgastaron este modelo. Con los problemas de estanflación de ciertas economías en las décadas finales del siglo XX, se dio paso al nacimiento del paradigma de la independencia de los bancos centrales. En este sentido, la independencia de la banca central se planteó en dos dimensiones: independiente de los intereses de lucro de la banca privada, para alejarse del modelo de banca de

emisión, e independiente de la agenda del gobierno de turno en la función ejecutiva, para alejarse del modelo de banca central pública (Blancheton, 2016).

De esta manera, un banco central independiente debería orientar la política monetaria para controlar la inflación y mantener el empleo y el crecimiento económico en niveles satisfactorios, en el largo plazo, sin influencia de la agenda política del gobierno de turno o los intereses de lucro de la banca privada. Lamentablemente, la reforma legal de 2021 solo enfatizó en la independencia del ejecutivo y agudizó la dependencia de los intereses de lucro de la banca privada. Basta evaluar la actuación del BCE desde ese año y señalar a quién benefician y perjudican sus acciones y omisiones para verificar este problema sobre la base de evidencia. Sin mencionar la contradicción con la constitución que queda para el análisis de los profesionales en el área del derecho. Esta contradicción debe ser solucionada, definiendo con claridad las competencias del banco central bajo dolarización, fortaleciendo las instituciones monetarias, y la capacidad técnica y operativa del BCE. Dicha resolución debe apuntar a contar con un marco que permita una política económica activa, necesaria en dolarización cuando los factores externos no son favorables (ej. fin del *boom* de los *commodities*), para ser consistente con los objetivos de desarrollo de largo plazo y, al mismo tiempo, garantizar la sostenibilidad del esquema monetario de dolarización.

Conclusiones y recomendaciones

En conclusión, debemos ir hacia una mejor política económica, evitando las soluciones de esquina. Ecuador va más de diez años resolviendo de manera desequilibrada el principal costo de intercambio macroeconómico y pagando las consecuencias de hacerlo, con el aumento de la vulnerabilidad de su economía y el deterioro del desempeño económico.

Priorizar los objetivos de desarrollo de largo plazo no está mal, pero no se lo debe hacer sacrificando la sostenibilidad macroeconómica, fiscal y monetaria, que resulta esencial para lograr esos mismos objetivos en el largo plazo. Atender la evidente necesidad de ajuste macroeconómico, fiscal y monetario, no es incorrecto, pero no se lo debe hacer sacrificando totalmente los objetivos de desarrollo de largo plazo, anulando la capacidad de acción de la política económica y debilitando al Estado hasta el punto de que no pueda garantizar el derecho a la vida y los derechos de propiedad, condiciones esenciales para el funcionamiento adecuado de una economía de mercado. Por esto, debemos resolver el principal costo de intercambio macroeconómico, entre los objetivos de desarrollo y la sostenibilidad macroeconómica, de una manera más equilibrada.

Finalmente, con este objetivo se recomienda explorar y desarrollar las ocho propuestas concretas de política económica descritas en el subtítulo anterior, cuatro en el ámbito fiscal y cuatro en el monetario. El desarrollo e implementación de estas propuestas de política económica sin duda coadyuvarán a resolver de mejor manera el costo de intercambio macroeconómico en el corto plazo y a construir una sociedad más justa, equitativa, resiliente y próspera para las futuras generaciones.

Referencias bibliográficas

- Abadie, A., Diamond, A. y Hainmueller, J. (2010). Synthetic control methods for comparative case studies: estimating the effect of California's Tobacco Control Program. *Journal of the American Statistical Association*, 105(490), 493-505. <https://doi.org/10.1198/jasa.2009.ap08746>
- Abadie, A. y Gardeazabal J. (2003). The economic costs of conflict: a case study of the Basque Country. *American Economic Review*, 93(1), 113-132. <https://doi.org/10.1257/000282803321455188>
- Arellano, C. y Heathcote, J. (2007). Dollarization and Financial Integration. International Finance Discussion Papers. *Board of Governors of the Federal Reserve System*. <https://bit.ly/46xGAcM>
- Blancheton, B. (2016). Central bank independence in a historical perspective. myth, lessons and a new model. *Economic Modelling*, 52 (January), 101-107. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2015.02.027>
- Bulmer-Thomas, V. (1998). *La historia económica de América Latina desde la Independencia*. Fondo de Cultura Económica.
- Cachanosky, N., Ocampo, E., Hernández, K. y Ramseur, J. (2023). "Synthetic Control Analysis Of Ecuador's Dollarization". Working paper. <https://bit.ly/3ZJ6dWy>
- Edwards, S. e Igal Magendzo, I. (2003). Dollarization and economic performance: what do we really know? *International Journal of Finance and Economics*, 8(4), 351-63. <https://doi.org/10.1002/ijfe.217>
- Hallren, R. J. (2014). The impact of dollarization and currency boards on income and inflation: a synthetic control analysis. <https://bit.ly/3AdWQDJ>
- Izurietta, A. (2002). Dollarization: a dead end. *Working Paper*, 344. Levy Economics Institute of Bard College.
- Lavoie, M. (2003). A Primer on endogenous credit-money. In *Modern Theories of Money* (pp. 506-543). Edward Elgar Publishing. <https://doi.org/10.4337/9781781008416.00033>
- Missaglia, M. (2021). Understanding dollarisation: A Keynesian/Kaleckian Perspective. *Review of Political Economy*, 33(4), 656-686. <https://doi.org/10.1080/09538259.2020.1869401>
- Nayyar, D. (2012). Macroeconomics in developing countries. *PSL Quarterly Review*, 60(242). <https://doi.org/10.13133/2037-3643/9888>
- Pérez Oviedo, W. (2023). *De Newton a Nash: la influencia de la física y la matemática en la economía*. Editorial FLACSO Ecuador.

- Tiessen, M. (2014). Giving credit where credit's due: making visible the ex nihilo dimensions of money's agency. *TOPIA: Canadian Journal of Cultural Studies*, 30-31 (April), 290-300. <https://doi.org/10.3138/topia.30-31.290>
- Villalba, M. (2019). Dos décadas de dolarización ¿qué hemos aprendido sobre este esquema monetario? En Mateo Villalba (ed.), *Dolarización: Dos Décadas Después Serie Economía y Territorio 1*. Consorcio de Gobiernos Autónomos Provinciales del Ecuador-CONGOPE, Ediciones Abya-Yala, Incidencia Pública del Ecuador, Instituto de Trabajo y Economía-ITE.
- Villalba, M., Martín Mejía, R. R., Carvajal, S., Salinas, A., Macaroff, A. y Paz y Miño, J. (2022). *El Leviatán de Papel*. En Mateo Villalba (ed.), *Libro Virtual*, 1(1 y 2). Observatorio de Historia, Instituciones y Desempeño Económico. Instituto de Investigaciones Económicas. Pontificia Universidad Católica del Ecuador. www.iie-puce.com
- Wray, L. R. (2012). *Modern Money Theory*. Palgrave Macmillan UK. <https://doi.org/10.1057/9781137265142>
- Yepes, J. (2016). *Dollarization and growth: a synthetic control approach to Ecuador and El Salvador's Cases*. (Master's Thesis, Baylor University).