

Apostando sobre las cifras de crecimiento del Ecuador

< POR LUIS VACA Y ROBERTO MOSQUERA* >
ILUSTRACIÓN: MIGUEL ANDRADE



En un casino, por supuesto, no en territorio ecuatoriano porque acá están prohibidos, se ingresa en un mundo lleno de azar y probabilidades. Hay que decidir si se apuesta en la ruleta, los dados, el póquer o el Black Jack. Cada juego conlleva oportunidades de ganar pero también numerosos escenarios de pérdidas. Sin embargo, dependiendo del juego que se escoja, la estadística y la habilidad personal pueden otorgar una ventaja respecto al resto de jugadores. Por ejemplo, en el póquer tanto la capacidad para contar las cartas que han salido como la capacidad para burlar al resto de jugadores (“tiene cara de póquer”) pueden dar una ventaja. Y contar cartas con un método determinado permite apostar casi sin probabilidad de pérdida en el Black Jack.

Aparentemente los juegos de azar no tienen mucha relación con la macroeconomía y menos con la situación del Ecuador. No obstante, la forma en la que se han presentado las previsiones de crecimiento económico para 2015

parecería indicar que el manejo de la incertidumbre propia de la evolución económica de un país se asemejó, en el caso del Ecuador, al proceso de un juego de azar.

Cabe recordar que las proyecciones oficiales para el crecimiento económico de 2015 empezaron en 3,9% a finales de 2014 para luego ser revisadas a la baja en abril de 2015 a 1,8% y finalmente, faltando un trimestre para que termine el año, se las volvió a revisar para situarlas en un muy modesto 0,4%. En las últimas semanas se ha indicado que la economía podría decrecer hasta en un punto porcentual. Por su parte, el FMI apuesta a que este año la economía ecuatoriana decrecería en 0,6%.

Este manejo de las expectativas de crecimiento se podría explicar con dos hipótesis. Por un lado, su manejo podría indicar que las proyecciones se están obteniendo como un turista que visita Las Vegas y apuesta a la ruleta guiado por factores como su número de la suerte, el favorito de su esposa o porque su jefe

le sugirió que apueste a ese número. Por otro lado, esta forma de proyectar podría ser similar al de un refinado jugador de póquer que está tratando de blofear al resto de actores económicos, con el fin de ganar con una mano de cartas bajas.

Explicando el manejo de las expectativas de crecimiento

Proyectar en economía siempre es una apuesta. Todos pueden hacer sus propias apuestas tanto del valor de cierre del crecimiento económico de 2015 como de lo que podría pasar con algunas variables macroeconómicas clave durante 2016. Cabe señalar que en este ejercicio el juego de la ruleta queda descartado, ya que no se trata de poner fe ciega en un solo número. Segundo —y sin ánimo de ofender a los fanáticos del póquer— se descarta al póquer porque el fin de una proyección económica es brindar luces a todos los actores y no tratar de ganar la mano sin tener las cartas adecuadas. En lo que resta se busca

presentar la dinámica del Black Jack para guiar el ejercicio de apuesta, ya que se asemeja más al proceso de proyectar en economía. Si bien las proyecciones económicas están sujetas a la aleatoriedad de algunos elementos como el precio del petróleo, el “análisis de coyuntura y escenarios” ayuda a disminuir esta incertidumbre, tal como conocer el estado de la mesa y qué cartas han salido antes de entrar al juego ayuda a mejorar las posibilidades de ganar en Black Jack.

En el caso del Ecuador en los últimos ocho años, parecería que el Gobierno ha mantenido un comportamiento similar al de un apostador compulsivo, que ha jugado todo lo que tenía y, sin importar los resultados de largo plazo, ha solicitado todas las cartas que ha podido al crupier. En este sentido cabe recordar que en este período se eliminaron (y gastaron) los fondos de estabilización petroleros, el Banco Central del Ecuador (BCE) invirtió los excedentes de recursos del sector público en la banca pública y no se utilizó ningún mecanismo de ahorro fiscal.

Gracias a la gran inversión pública que se ha realizado, el Ecuador ha mejorado su infraestructura física, lo que a su vez podría incrementar las capacidades del país. Sin embargo, la acumulación de gasto público permitió que las importaciones crecieran de una manera tan o más acelerada que las exportaciones, a pesar del favorable entorno de los precios del petróleo. Esto se explica por la absorción económica, que es la capacidad que tiene la economía de incrementar su producción en función del crecimiento de la demanda agregada. Es decir que si la demanda crece tan rápido que la producción no logra compensar dicho crecimiento existirán dos efectos. Por un lado, un incremento de los precios, especialmente de los productos no transables. Por otro lado, un incremento de las importaciones para satisfacer esa creciente demanda.

Así, el gasto del Gobierno de los últimos ocho años, que lamentablemente no logró articular a la empresa privada en un ciclo de incremento de la producción, impulsó de manera no controlable

el incremento de las importaciones, no porque la mercadería de nuestros vecinos fuese más barata como en efecto lo es en este momento, sino más bien porque el crecimiento del gasto introdujo liquidez en la economía que al no tener un desfogue en inversión se tradujo en un incremento del consumo (Gráficos).

Por ello, a pesar de que se realizaron importantes esfuerzos para colocar cupos a las importaciones desde 2013, estas no disminuyeron y solo a partir de la imposición de las salvaguardias de 2015, que coincide con un estado de menor actividad económica, se lograron controlar.

Esto resalta la importancia que ha cobrado el sector fiscal en la economía

ecuatoriana. El creciente gasto gubernamental tanto en inversión como salarios, compra de bienes y otros servicios y transferencias fue el músculo del llamado “jaguar ecuatoriano”. No obstante, es importante entender que al igual que el gasto dinamiza la economía cuando existe un proceso de ajuste fiscal (reducción del gasto) el efecto es inverso. Por ejemplo, menor gasto en infraestructura implica que se contratan menos trabajadores, por ende hay menos dinero en las familias que a su vez consumirán menos. Consecuentemente, la reducción del gasto genera un proceso de contracción económica. En un escenario ideal la reducción del gasto, luego de ocho años de constantes incrementos,

GRÁFICO 1
Evolución del déficit del sector público no financiero

FUENTE: BANCO CENTRAL DEL ECUADOR.

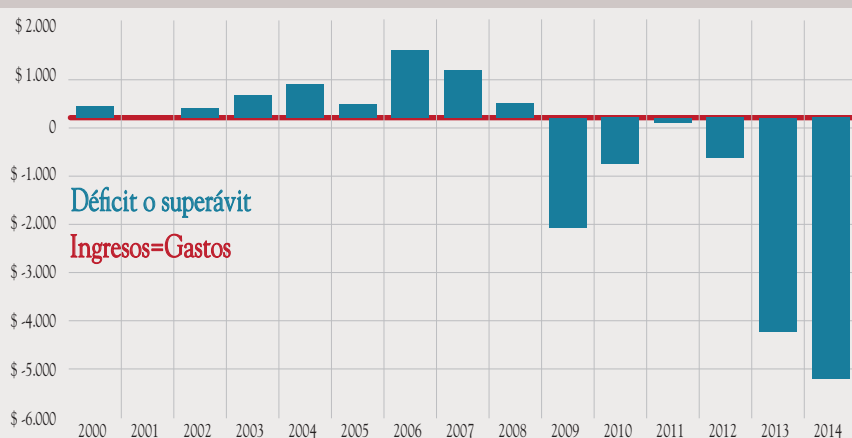
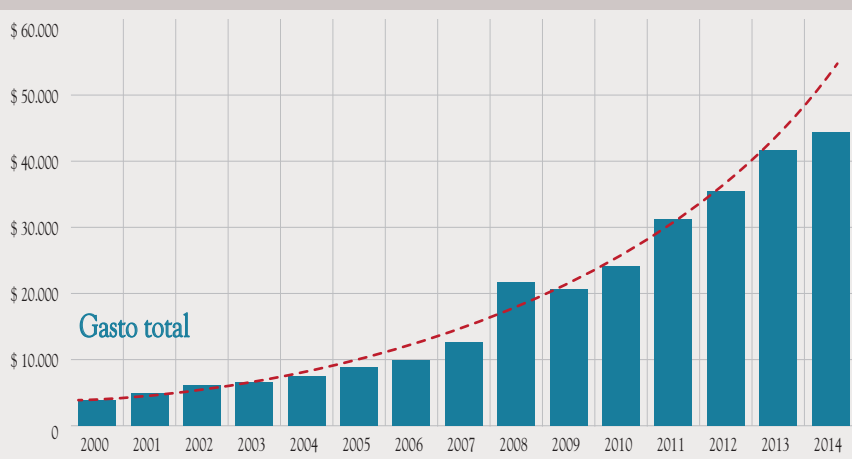


GRÁFICO 2
Evolución del gasto del sector público no financiero

FUENTE: BANCO CENTRAL DEL ECUADOR.



sería compensada por un sector privado dinámico, que aproveche la acumulación de capital público y mantenga las tendencias de crecimiento económico. Lamentablemente, dar impulso al sector privado ecuatoriano no ha sido la prioridad del Gobierno durante estos años.

La contraparte de ser un apostador compulsivo es la capacidad de adquirir deuda o recursos frescos. Cuando la mesa está caliente, es decir ya se ha apostado durante mucho tiempo, este factor podría ser un limitante importante. Dada la política de gasto del Gobierno, durante 2011, 2012 y 2013 el aparato estatal consumió bastante más de lo que ingresó a las arcas fiscales, a pesar de contar con recursos extraordinarios por el elevado precio de venta del petróleo. De acuerdo a datos publicados por el BCE, durante esos años la deuda pública total creció en \$ 9.442,1 millones (M). En 2014 el repentino cambio de la tendencia del precio del petróleo en el último trimestre aumentó drásticamente la necesidad de endeudarse. En 2014 la deuda pública total se incrementó en \$ 7.285,5 M. A pesar de ello no se corrigió el presupuesto del Estado para 2015, argumentando que se trataba de una baja temporal de los precios (lo que debido a la dinámica de los precios del petróleo era poco probable que sucediera). Ahora el año casi concluye y los precios nunca se recuperaron. Esto resultó en sendos recortes al gasto público de inversión dentro de la ejecución del presupuesto original. No obstante, la pregunta que es si el ajuste se hizo por un proceso de responsabilidad macroeconómica o porque las fuentes de financiamiento simplemente se agotaron. La respuesta a esta pregunta es de suma importancia para poder analizar el cierre 2015 y el pronóstico de 2016.

Para poder cerrar 2015 con un crecimiento positivo de 0,4% el Gobierno requiere tener en sus arcas (Cuenta Única del Tesoro) alrededor de \$ 3.000 M. Este valor incluye el pago de los bonos

Cuando la mesa está caliente y se ha apostado mucho tiempo se requieren recursos nuevos.

El Gobierno habría ordenado una reducción mayor del gasto.

Global 2015 por alrededor de \$ 650 M, gastos salariales (el pago de diciembre es el más alto, ya que incluye el decimotercer sueldo de los servidores públicos que hayan decidido acumular este beneficio laboral) y el pago de proveedores. Así, el monto de \$ 129,1 M que se refleja en esta cuenta en el balance del BCE al 31 de octubre 2015 parecería quedarse corto. Por este motivo, el FMI considera que el Gobierno habría ordenado internamente una reducción mayor de gasto que la comunicada de manera oficial y por ello pronostica un decrecimiento para 2015.

Preparando las apuestas

¿Cuáles son las cartas para la economía ecuatoriana? Dada la coyuntura de bajos precios del petróleo, el mazo de barajas son los recursos de financiamiento que el Gobierno pueda conseguir. Esta variable es crítica para proyectar la evolución de la economía ecuatoriana en 2016. En este sentido, es importante revisar la proforma presupuestaria enviada para 2016. Dentro de ella hay algunas señales de que para 2016 el Gobierno espera cartas altas (10, J, Q, K) de financiamiento. Como ejemplo planifica recaudar \$ 15.489 M en impuestos. Esta expectativa es optimista por tres razones. En primer lugar, el impuesto a la renta que se recaude en 2016 depende del nivel de actividad económica y del crecimiento que se tenga en 2015. En ese sentido, dado que se espera que el nivel de crecimiento económico en 2015 sea mucho menor que en 2014, la recaudación del impuesto a la renta debería ser menor que la recaudación de 2015. La segunda consideración es que el IVA es un impuesto vinculado directamente al consumo de los hogares, el cual tiene correlación positiva con el desempeño del PIB. Si se prevé un año con menos participación del Estado y sin tener otro

actor que lo sustituya, es factible que el desempeño de la economía sea pobre, por lo que es razonable esperar que la recaudación del IVA no crezca. Finalmente, cabe recordar que durante este año se realizó un proceso de amnistía tributaria que aportó con casi \$ 1.000 M adicionales a la recaudación total. Estas cartas que ya salieron indican que es más razonable esperar que la recaudación tributaria en 2016 esté alrededor de \$ 13.000-\$ 13.500 M.¹ Parecería que esa carta alta ya no está en el mazo de barajas disponibles. Bajo esta premisa se tiene un primer elemento para dudar de la proyección oficial de crecimiento para 2016 de 1%. O podría ser señal que se prevé una nueva reforma tributaria que permita cumplir el objetivo de recaudación fiscal.

La posibilidad de una recaudación tributaria menor que la esperada implica mayores presiones de conseguir fuentes de endeudamiento. En este sentido, el cierre fiscal de 2016 dependerá en gran medida de la habilidad de las autoridades para obtener financiamiento, principalmente externo. A nivel interno, por un lado, no es razonable esperar que el IESS pueda incrementar más los niveles de compra de deuda interna que ya maneja. En los últimos dos años ha acumulado en promedio \$ 1.800 M de deuda. Por otro lado, la banca local ha visto disminuir sus depósitos debido al mal desempeño económico de 2015 (entre diciembre 2014 y octubre 2015 los depósitos bancarios han caído en \$ 3.139 M de acuerdo a datos de la Superintendencia de Bancos), por lo que tampoco está en capacidad de financiar al sector público.

En cuanto a las opciones de endeudamiento externo, en primer lugar hay que considerar a los multilaterales. El Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco de Desarrollo de América Latina-CAF mantienen líneas de financiamiento asociadas a proyectos específicos, que en función de su agilidad de ejecución podrían reemplazar de alguna manera la contracción del gasto de inversión que se programó en la proforma. Por lo general, los desembolsos anuales conjuntos del

¹ Proyección de TNK Economics.

BID y la CAF fluctúan entre \$ 800 y \$ 1.000 M. Es difícil que aumenten más su posición de deuda con el Estado ecuatoriano. Podrían intentar incrementar la posición de deuda con los gobiernos autónomos descentralizados, pero para ello el Gobierno central debería avalar dichas operaciones. Por otro lado, el Banco Mundial y el FMI podrían entregar fondos frescos al Estado ecuatoriano. La emisión de un nuevo reporte del artículo 4 de evaluación del estado de la economía ecuatoriana por parte del FMI podría ser una señal que se camina en esa dirección. Acceder a esta fuente de financiamiento, por lo general, implica acoger algunas recomendaciones como la eliminación de subsidios que todavía podría tener un costo político importante. Sin embargo, es necesario recordar que el Gobierno ya ha dado pasos en esa dirección. En 2016 con la entrada en operación de las nuevas hidroeléctricas, se espera reemplazar el subsidio genérico al GLP por un subsidio focalizado en la electricidad. También se ha planteado establecer cupos subsidiados en la gasolina e incluso ya se han realizado incrementos en el precio de la gasolina súper.

En segundo lugar, el acceso a crédito bilateral, que principalmente provenía de China, parece que alcanzó su nivel más elevado y que, al igual que los multilaterales, China estaría más dispuesta a financiar proyectos específicos que a otorgar créditos de libre disponibilidad. Finalmente, queda la posibilidad de realizar una nueva emisión de bonos sobera-

nos como en 2014 y 2015. El Ecuador logró obtener \$ 2.000 M en 2014 y \$ 1.500 M en 2015, a tasas de 7,95% y 10,25%, respectivamente. Cabe señalar que estas tasas son superiores a las obtenidas por otros países de la región.²

Si bien pudiera existir demanda para colocar una nueva emisión de hasta \$ 2.000 M, habría que considerar cuál será el costo de este financiamiento. En la actualidad el riesgo país (Gráfico 3) se sitúa alrededor de los 1.350 puntos básicos, es decir que una emisión de bonos en este momento tendría que pagar al menos una tasa de 13%. Vale recordar que las calificadoras de riesgo están evaluando las posibilidades de que el Gobierno no pueda honrar su deuda.

La brecha de financiamiento declarada en la proforma presupuestaria es de \$ 5.800 M. En función del análisis presentado anteriormente, sería necesario identificar \$ 3.800 M de financiamiento si se considera algún tipo de reforma tributaria y al menos \$ 4.800 M si no se consideran cambios en el sistema tributario. Este panorama de las necesidades de financiamiento hace pensar que la expectativa de crecimiento de la eco-

nomía ecuatoriana es menor que el dato esperado por el Gobierno. En este sentido se podrían considerar los siguientes escenarios para el próximo año:

- **Escenario 1**

Se recaudan \$ 15.000 M en impuestos y se logran recolectar \$ 4.000 M en nueva deuda. Esto permitiría incrementar \$ 1.000 M de gasto de capital sin cambiar el nivel de déficit, por lo que la economía crecería entre 0,5% y 0,9%.

- **Escenario 2**

El Gobierno recauda \$ 13.500 M en impuestos y logra recolectar \$ 4.000 M en deuda fresca. Los recortes del gasto implican que el crecimiento en 2016 estaría entre -0,5% y -1%.

- **Escenario 3**

El Gobierno recauda \$ 13.500 M en impuestos y logra recolectar \$ 2.500 M en deuda fresca. Los recortes del gasto implican que el crecimiento en 2016 estaría entre -1% y -1,5%.

Estas son las apuestas para el sector fiscal y el crecimiento de la economía ecuatoriana. Es necesario tener presente que en este análisis se están dejando de lado otros sectores muy importantes como el monetario y el externo. En todo caso, los escenarios no son muy alentadores y en la economía no se puede abstener de apostar como en el 21. Además, en el desempeño económico todo lo que pasa en el futuro tiene mucha relación con lo actuado en el pasado. El tiempo transcurrirá y mostrará si las apuestas se cumplieron o no. **G**

² Países con la misma calificación del Ecuador en los mercados internacionales (B según Standard&Poors) han logrado colocar papeles a tasas menores que las ecuatorianas en los últimos dos años. Chipre (en 2014, € 100 millones, a seis años plazo, a 6,5%); Ghana (en 2013, € 1.000 millones, a diez años plazo, a 7,875%); Ruanda (en 2013, € 400 millones, a diez años plazo, a 6,625%), y Venezuela (en 2014, \$ 5.000 millones, a diez años plazo, a 6%), son países que ejemplifican esta realidad.

GRÁFICO 3

Evolución del Emerging Market Bond Index (EMBI) del Ecuador

FUENTE: JP MORGAN.

*EMBI: INDICADOR DE BONOS DE MERCADOS EMERGENTES.

