



Choques exógenos y mecanismos de propagación en la economía ecuatoriana

Jorge Granda Aguilar | Universidad Central del Ecuador (Ecuador)
Pontificia Universidad Católica del Ecuador (Ecuador)

RESUMEN Este estudio intenta documentar el rol y comportamiento del tipo de cambio real en Ecuador. Emergen, como consecuencia del eclipse de materias primas y, particularmente, del petróleo, episodios recesivos que se mantienen persistentemente en el tiempo, en buena parte, por la excesiva exposición procíclica de esa economía que lo aprecia significativamente. El deterioro del nivel de actividad desde el segundo trimestre de 2015, por su gran intensidad, traspasa efectivamente los efímeros oasis como los de 2017 y 2018, regresando una y otra vez la recaída sin que la terapia aplicada secuencialmente (déficit, endeudamiento externo y contracción del gasto e inversión pública) alcance para refrenar el menoscabo económico simultáneamente jalonado por revalorización del dólar..

PALABRAS CLAVE Tipo de cambio real, crecimiento económico, choque exógeno, elecciones procíclicas.

FECHA DE RECEPCIÓN 27/03/2023 **FECHA DE REVISIÓN** 05/04/2023 **FECHA DE APROBACIÓN** 02/05/2023

Exogenous shocks and propagation mechanisms in the Ecuadorian economy

ABSTRACT This study attempts to document the role and behavior of the real exchange rate in Ecuador. Because of the eclipse of raw materials and particularly of oil, recessive episodes emerge that persist over time, largely due to the excessive procyclical exposure of the economy that significantly appreciated it. The deterioration of the level of activity since the second quarter of 2015, indeed, due to its great intensity, goes beyond the ephemeral oases such as those of 2017 and 2018, recurring again and again without that the therapy applied sequentially (deficit, external indebtedness and contraction of spending and public investment) allows to curb the economic decline simultaneously marked by the revaluation of the dollar.

KEY WORDS Real exchange rate, economic growth, exogenous shock, procyclical elections.

JEL CODES F02, F13, F17.

INTRODUCCIÓN

Sin mayor controversia se admite en Ecuador el carácter múltiple con el que se está expresando el desempeño macroeconómico reciente de su economía, a saber, bajo crecimiento y desempleo, reducido espacio fiscal y alto nivel de endeudamiento, pérdida de competitividad e imbalances externos; se acepta, sin ninguna duda, asimismo, importantes y progresivos deterioros de bienestar en la sociedad. Sorpresivamente,

lo que no ha entrado aún a debate está relacionado con los mecanismos subyacentes que propagan el insatisfactorio desempeño económico.

Este estudio intenta documentar de forma específica el rol y comportamiento de la *tasa de cambio real* en la secuencia recesiva de esa economía a partir del eclipse de materias primas y particularmente del petróleo con las cuales se afianza una fuerte e ininterrumpida contracción económica. En efecto, la erosión del nivel de actividad desde el segundo trimestre de 2015 trasciende, por su gran intensidad, los efímeros oasis de mejora, como los de 2017 y 2018, regresando nuevamente la recaída, agravada, a su vez, por el creciente y costoso endeudamiento externo.

Ese precio relativo —el tipo de cambio real— sin mucho ruido y estridencia está jugando un papel fundamental no solo en la situación de estancamiento, sino también en la fase previa de expansión. La apreciación cambiaria entre 2005 y 2019, un tipo de cambio real bajo, conforme la evidencia encontrada por este estudio ralentiza el crecimiento económico. Este resultado no constituye un episodio marcadamente idiosincrático, al contrario, confirmaría los hallazgos de Rodrik (2007) según los cuales las economías emergentes de crecimiento económico acelerado y sostenido operan, a contrapelo, con tipos de cambio real altos.

La exposición hacia apreciaciones reales de sus tipos de cambio resulta concomitante ya sea a choques tradicionales de *commodities*, o, a influjos significativos de capital en periodos más recientes; los dos casos gestan lógicas asignativas que sesgan patrones de crecimiento consumo-orientados, hacia no-transables y consumo no-esencial, en claro detrimento de inversión y diversificación productiva, ambos cruciales para economías con cerca de la mitad de su fuerza laboral autoempleada precariamente como en la economía ecuatoriana. En dichas condiciones ese tipo de crecimiento asociado a elecciones procíclicas precipitaría desalineamientos de este precio relativo, relevante para contextos macroeconómicos como los prevalecientes en las economías en desarrollo.

Particularmente, la conexión entre desempleo y dependencia de bienes de capital importado, examinada por Razmi *et al.* (2012) constituiría un canal alternativo por intermedio del cual el tipo de cambio real afecta la economía, y, por tanto, tasas reales depreciadas promoverían acumulación y empleo, especialmente, entre los países en desarrollo de bajo ingreso. Esos resultados, emergen, sin embargo, desde una fundamentación alterna al modelo de crecimiento endógeno y pleno empleo de Rodrik (2007).¹

Este trabajo consta de tres apartados. En el primero, de carácter más descriptivo, se revisan los rasgos más salientes de la fase recesiva de la economía e identifica algunas de las restricciones asociadas a su marco electivo sobre todo en circunstancias en las que ya la economía enfrenta el estrés de un elevado *riesgo país*. El segundo, examina rol e implicaciones del tipo de cambio real en una economía sin moneda propia cuando encara choques exógenos asimétricos que ahondan la divergencia con relación a su *economía ancla*. La parte final documenta la mutua causalidad y retroalimentación entre apreciación cambiaria real y ralentización económica utilizando la metodología de series temporales y modelos autorregresivos VAR y VEC.

LA RECESIÓN ECONÓMICA NO SÓLO ES DE CARÁCTER EXÓGENA

La persistente recaída económica de Ecuador desde 2015 no se relaciona únicamente con factores desfavorables de origen externo. Pese al turbulento entorno internacional, por el derrumbe de precios, que sin excepción afecta todas las tesituras productivas *commodity*-orientadas, algunas de ellas demuestran capacidades de resiliencia económica muy a pesar de ese «viento de frente». Sin sobresaltos en sus primas riesgo-país y convergiendo con las economías avanzadas en tasas de interés e inflación, sus niveles de resiliencia logran desactivar las consuetudinarias recesiones de carácter profundo y prolongada.

Aunado a los ciclos de subidas y —bajadas de *commodities*, las imperfecciones de los mercados internacionales de capital —paradas súbitas en los flujos de capital— pondrían en peligro sus ritmos de desempeño económico (Rapetti, 2020). Por la sinergia contractiva que entrelaza deterioro de términos de intercambio y flujos de capital negativos, los fundamentos de esas economías se menoscaban, potenciando niveles altos de exposición a problemas de liquidez y solvencia. Las más afectadas, desde esa perspectiva, serían aquellas que optaron por políticas fuertemente expansivas durante el *boom* como Argentina, Ecuador, entre otras.

Las menos expuestas, por su parte, Perú, Bolivia —ilustrando solo dos de las nuevas experiencias en Latinoamérica— lograron «autoasegurarse» a través de política contracíclica, acumulando en la expansión importantes reservas internacionales y otros fondos que les habría permitido mantener sus ritmos de crecimiento con estabilidad cambiaria y convergencia en tasas de interés e inflación.

Mitigando ciclos de subidas y bajadas asociados a la volatilidad intrínseca de materias primas, y, controlando inteligentemente su cuenta de capitales,² estas últimas experiencias lograrían estabilidad macroeconómica resiliente moderando las elecciones procíclicas consuetudinarias; su arraigada especialización en primarios, no obstante, deja claro que los desafíos hacia crecimientos de calidad, a crecimiento inclusivo, traspasa esos entornos de estabilidad que siendo necesarios resultan, sin duda, insuficientes.

El estancamiento económico que reemerge, de manera más concreta en Ecuador en 2018 y 2019, perdura, dado que esa economía llega a la recesión en 2015 con espacios y márgenes anticíclicos muy acotados. La contracción provocada por el choque externo efectivamente persiste junto a capacidades económicas exiguas que impiden compensar la caída súbita de ingresos con recursos de bajo coste, compatibles con sus ritmos de crecimiento. En su ausencia, accesos a financiamiento vía endeudamiento foráneo oneroso precipita, más adelante, ajustes bruscos de demanda y deterioro generalizado de bienestar.

Secuenciando expansión y contracción del gasto, la política procíclica resulta claramente de preferencias endógenas que refuerza finalmente la ciclicidad de subidas y bajadas de las materias primas; el derrumbe internacional de precios, por el contrario, no es discrecional a esas economías. Sobre todo, acotando el espacio fiscal, ese tipo de política cataliza recesiones prolongadas, ya que gasto e inversión pública escasean justo cuando más se los necesita. Persiste consecuentemente la ralentización y las opciones para revertirlas estrictamente descansan en esperas parsimoniosas de mejora eventual del contexto y condiciones externas más favorables.

Sin capacidad para suavizar el choque, el nivel de actividad económica, por tanto, se deteriora aceleradamente en Ecuador desde el segundo trimestre de 2015 aunado a financiamiento externo costoso e insostenible; como resultado la economía asiste a cambios vertiginosos de tendencia en sus lógicas de crecimiento.

Contrastando con otras etapas poscrisis, la de 1999 vino acompañada de recuperación más sostenida por mejoras de términos de intercambio inmediatas junto a la depreciación del dólar que corrigen rápidamente la contracción severa del ingreso. Asimismo, escapando del desastre de la *subprime* de 2008, la economía retoma su senda expansiva casi inmediatamente vehiculada por el impulso, una vez más, aún muy potente de las materias primas. Desde el 2015, en cambio, no se logra revertir su fuerte caída concurrentemente retroalimentada por deterioro de términos de intercambio, limitada capacidad de mitigación de apreciación cambiaria real junto a divergencia de tasas de interés-alto riesgo país.

Expandiéndose cerca de 4% en promedio entre 2000-2014, la última cifra por arriba de ese nivel corresponde al primer trimestre de 2015, 4,2%. Desde entonces, un patrón recesivo penetrante persevera hasta el cuarto trimestre de 2016 de ligera mejoría. Nuevamente, la recuperación del precio del petróleo, en parte, contribuye al respiro coyuntural, aun cuando ancla como colateral, nuevo y gravoso endeudamiento externo. El crecimiento de 2017, alrededor de 2%, diverge respecto de la tendencia 2000-2014 y sobre todo frente al costo de financiamiento de corto plazo incurrido con tasas de rendimiento que superan el 9%.

Con renta petrolera retraída, magnifican los déficits públicos y el costoso financiamiento acentúa expansiones aceleradas de deuda bajo condiciones en que su servicio excede con creces el crecimiento económico. Esos desbalances, a su vez, son azuzados por la revalorización del dólar.

Mediada por manifestaciones deflacionarias, variaciones lentas en el nivel de precios, la economía ajusta parsimoniosamente el desalineamiento de precios relativos, aun cuando en ese interín afianza ralentización y desempleo. La inflación a noviembre de 2018, 0,27%, no difiere de la registrada en 2017, -0,20%, situándose por debajo de la inflación observada en el país ancla, Estados Unidos, 1,90%. La inflación promedio de la región, 5,57%, de Colombia, 3,18%, y Perú, 2,19%, revela, contrastando, claros desfases cambiarios y competitivos respecto de esas economías vecinas.

Ese enjambre de descalces —de financiamiento, apreciación y deflación— no está, sin embargo, desconectado de la lógica seguida por esta economía en el *boom*. Recoge en reversa los efectos expansivos del gasto sobre el nivel de actividad vía multiplicadores. Con la llegada del frenazo, esa misma inercia opera ahora en sentido inverso haciendo más recesiva la recaída; sin reservas ni fondos contracíclicos en poder de la soberanía, el costo de financiamiento implica prima riesgo-país elevada. Reducciones importantes del gasto, en consecuencia, conllevan efectos contractivos de la misma escala y tamaño con las que impulsan en la bonanza ingreso y actividad económica.

La secuencia déficit, endeudamiento y contracción del gasto e inversión pública profundiza el frenazo económico tensando finalmente el lazo entre financiación del sector público e intermediación bancaria; ambos, expuestos al riesgo conocido como *abrazo fatal* según el cual el menoscabo del uno arrastra compulsivamente al otro (De Grauwe, 2017). Ese riesgo macroeconómico no es novedad, finalizando el milenio, la bancarrota de una parte del sistema bancario en 1999 contagia y precipita efectivamente al colapso las finanzas públicas.

RALENTIZACIÓN Y APRECIACIÓN CAMBIARIA

Por la influencia penetrante de esos descálces, el estudio en esta parte profundiza en revalorización del dólar y apreciación cambiaria considerando el hecho de que sin moneda propia los choques de términos de intercambio ya no pueden corregirse automáticamente con depreciación y, consecuentemente, los desajustes cambiarios emergentes *motu proprio* avivan la ralentización económica. Este mecanismo, aun cuando perturba de forma contemporánea el curso recesivo, la divergencia de tasas de interés, elevadas *primas riesgo-país* pueden resultar mucho más contractivas por su gran capacidad de vehicular contagios persistentes en el nivel de actividad por la vía de activismo fiscal refrenado.

Profundizando la ralentización económica, la sinergia revalorización del dólar y deterioro de precios del petróleo, tratándose de dos episodios exógenos a la economía, amplían las restricciones que permitirían sustentar estrategias correctivas y de realineamiento anti-cíclico por la falta de activismo cambiario nominal. Viceversa, altos precios del petróleo junto a un dólar más débil, de implicaciones más inocuas, suavizan transitoriamente la apreciación cambiaria que arraiga, por sí mismo, conforme mejora sostenidamente los términos de intercambio, tal como se observa durante los 2000.

La relación entre WTI y dólar norteamericano, particularmente, en coyunturas como la de los 2000, con tipos de interés nominales en el mercado internacional en sus niveles más exigüos, efectivamente evidenciaría WTI bajos y revalorización del dólar simultáneamente. Precios bajos del petróleo se asociaría a revalorización entre 2015-2016. Simétricamente, altos niveles de WTI implican dólar más débil, 2014-2015. Esa divergencia que puede extenderse a periodos de tiempo más amplios se vuelve esencialmente relevante cuando la economía enfrenta caídas importantes de su ingreso por la presencia de un dólar revaluado (Granda, 2022).

Esa relación WTI-dólar junto a la importancia del petróleo en las exportaciones totales generan combinadamente consecuencias macroeconómicas significativas. Variaciones de precios como de cantidades provocan *efectos nivel* de magnitud sistémica en el balance comercial como en la actividad económica agregada. A su vez, emergen efectos *precio relativo* que altera las lógicas asignativas y de consumo entre diferentes sectores económicos y grupos sociales en horizontes temporales más amplios. Efectos *nivel* y *precio relativo*, sumariamente, inciden decisivamente en el desempeño macro y crecimiento económico.

Durante gran parte de la expansión de los 2000, el superávit del balance petrolero o, equivalentemente, el déficit del balance no petrolero supera los 10 puntos del producto agregado real. En sus momentos más expansivos, 2005-2009 y 2010-2014, el déficit comercial no petrolero alcanza 11,2 y 11,9 puntos del producto respectivamente. Casi simétricamente, su financiamiento opera monetizando el resultado superavitario del balance petrolero, 12,3 y 8,4 puntos, en su orden. Finalizando el *boom*, como se puede advertir, la economía requiere de financiamiento adicional dado el retroceso de la renta petrolera (ver Tabla 1).

Ese potente *efecto nivel* no estriba solamente en mejoras de precios; incrementos, asimismo, de sus volúmenes exportables juegan roles fundamentales desde el 2000. Convergiendo precios y volúmenes, la participación de las ventas petroleras con

Tabla 1. Participación ingreso petrolero 1990-2019

periodo	PETR./EXP. TOTALES	XN NO PETROLERAS	XN PETROLERAS	EXPO NET XN	COBERTURA X NO PETR
1990 1994	41%	-5,4	9,1	3,7	-1,6
1995 1999	31%	-1,3	7,4	6,1	3,4
2000 2004	46%	-6,3	11,1	4,8	0,2
2005 2009	58%	-11,2	12,3	1,1	-4,2
2010 2014	56%	-11,9	8,4	-3,5	-5,5
2015 2019	37%	-5,6	5,2	-0,4	0,8

Nota: Participación petróleo en exportaciones totales; Exportaciones netas, (XN); Exportaciones netas no petroleras, Exportaciones netas expresadas en puntos con relación al PIB. Fuente: BCE (2020).

relación a las exportaciones totales, pasa de 46% a inicios del boom, primeros años del 2000, a su pico más alto 58% entre 2005-2014. Este macro efecto propaga procíclicamente la economía. Como el multiplicador, sin embargo, en recesión esa misma fuerza transmite contracción. Efectivamente, entre 2015-2019, esta participación cae a 37%, es decir, alrededor de 20 puntos menos; magnitud lo suficientemente grande como para sustentar cambios cruciales contrayendo demanda y modificando composición del producto (ver Tabla 1).

Su tamaño, sumariamente, refuerza el ciclo y difícilmente contribuye a automatizar fuentes de crecimiento económico alternativas, por el contrario, subordina casi totalmente la lógica económica al cambio estricto de signo (a las mejoras) de la demanda externa.

Por ese impulso, entre el 2000-2014 el crecimiento promedio real asciende a 4%. En su eclipse, por contra, la actividad económica desacelera y su crecimiento real no supera el 1% desde 2015. Esa trama cíclica persiste en el tiempo. En los 70, la economía se expande por arriba de 6 % en promedio; contrastando con el crecimiento real en los 80 y 90 de alrededor 2% caracterizado por reflujo de renta petrolera y materias primas. Siguiendo dinámicas estrictamente correlativas, el desempeño de la producción no petrolera deja claro una falta de fuentes de crecimiento independientes de la predominante actividad extractiva petrolera.

Descomponiendo las variaciones del producto por el lado de la demanda (Chenery, 2001), puede evidenciarse alternativamente esa prociclicidad económica. En los periodos recesivos materializan severas caídas de la demanda doméstica pasando de 95% en 2010-2014 a 43%, 50% y 55% en 1985-1989, 1990-1994 y 2015-2019, respectivamente. Los cambios en la composición del producto terminan desplazando consumo e inversión hacia exportaciones netas; sus balances positivos, sin embargo, implican ajustes significativos de importaciones en lugar de *boom* exportadores; su retracción contrae la demanda: consumo privado, consumo de gobierno, e inversión (ver Tabla 2).

Las oscilaciones cíclicas observadas durante la expansión por mejoras más o menos transitorias de la capacidad de compra de sus exportaciones, simplificando, potencian posteriormente déficits de demanda permanentes. Estos resultados no cambian mayormente si el énfasis recae en menor consumo público (2000-2004) que frente a un protagonismo en consumo de gobierno (2005-2014) aun cuando sí afectan diferenciadamente el sector externo (ver Tabla 2).

Tabla 2. Descomposición del producto desde la demanda

periodo	CAMBIO PRODUCTO	DEMANDA DOMÉSTICA	SUSTITUCIÓN IMPORTACIONES	EXPANSIÓN EXPORTACIONES
1970 1974	100%	77%	-11%	34%
1975 1979	100%	93%	-12%	19%
1980 1984	100%	85%	11%	4%
1985 1989	100%	43%	31%	27%
1990 1994	100%	50%	4%	46%
1995 1999	100%	63%	-14%	50%
2000 2004	100%	89%	-21%	32%
2005 2009	100%	91%	-24%	33%
2010 2014	100%	95%	-4%	9%
2015 2019	100%	55%	21%	24%

Nota: Descomposición del producto por el lado de demanda (demanda doméstica, sustitución de importaciones y exportaciones). Fuente: BCE (2020).

Medido por la participación de la exportación petrolera en el total exportable, el *efecto nivel* que asciende a 58 %-56 % entre 2005-2014 puede reexpresarse a través de expansiones rápidas del sector no transable sobre el dinamismo transable; ese comportamiento implica fuerte apreciación cambiaria. Incrementos importantes de precios de *commodities*, 2005-2014, relanza enérgicamente la expansión potenciando, sin embargo, la actividad no transable por arriba del ritmo del crecimiento agregado de la economía, 4% apuntalado por apreciación cambiaria real. Entre 2015-2019, en contraste, el *efecto nivel* declina a 37%, la fracción más pequeña de todo el periodo 2000-2019, achicando la brecha transable-no transable a su nivel más bajo, -0,09, sin que el fenómeno apreciación desaparezca completamente (ver Tabla 3).

Exceptuando 2000-2004, el crecimiento económico ancla en el sector no transable. Contextualizando, sin embargo, el fenómeno financiación conexo, al finalizar 2000-2004 la relación deuda-producto representa alrededor de una cuarta parte. La brecha positiva transables-no transables, es decir, la depreciación cambiaria inicial contribuye al crecimiento incidiendo en la reducción de esa relación deuda-producto, de la mitad a cerca de una quinta parte entre 2005-2014; el efecto nivel de ese periodo alcanza cerca del 60% lo que afianza el crecimiento no transable. Por diferencia, su desplome a 37% entre 2015-2019 escala la relación deuda-producto a más de 43%, es decir, 20 puntos más en un periodo relativamente corto en el que mitiga la apreciación cambiaria, el diferencial transable-no transable, -0,09 (ver Tabla 3).

Simplificando, el choque positivo que arraiga la fuerte apreciación cambiaria 2005-2014 no implica, sin embargo, depreciación *ipso facto* con el colapso de precios de petróleo 2015-2016, contribuyendo, en parte, a la ralentización económica. La revalorización del dólar neutraliza la depreciación cambiaria real impulsada, no obstante, vía mecanismos deflacionarios que corrigen parsimoniosamente los precios relativos. Descendiendo, acentuadamente, precios de transables y no transables a partir de 2015 se observa, en efecto, que los segundos se ubican por arriba de los primeros y en dicho trayecto descendente el fenómeno apreciación se mantiene.

Tabla 3. Crecimiento transables/no transables

periodo	TRANSABLES	NO TRANSABLES	BRECHA T-NT	DEUDA / DUCCIÓN	PRO- PETR./ EXP. TOTALES
2000 2004	4,50%	3,38%	1,12	0,51	46%
2005 2009	1,59%	3,26%	-1,67	0,25	58%
2010 2014	3,22%	4,99%	-1,77	0,23	56%
2015 2019	0,43%	0,52%	-0,09	0,43	37%

Nota: Tasas de crecimiento del sector transable/no transable; Participación exportación petrolera en exportaciones totales; Petróleo/exportaciones totales. Fuente: BCE (2020).

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y TIPO DE CAMBIO REAL

La apreciación cambiaria real en Ecuador afianzaría la ralentización de su economía según la evidencia encontrada por este estudio. Esa correlación desplaza tipo de cambio y crecimiento en la misma dirección a lo largo del tiempo, en este caso, ambas bajan. Vehiculada por una mayor aceleración de su sector económico no transable se desactivaría crecimientos sostenidos.

Detectando crecimiento económico acelerado, Rodrik (2007) documenta comportamientos expansivos concurrentes, por el contrario, con tipos cambiarios depreciados entre un conjunto vasto de países utilizando observaciones desde la segunda posguerra. Por su parte, Razmi *et al.* (2012) corrobora la principal implicación de su modelo, utilizando varias especificaciones, esto es, la existencia de una relación positiva entre subvaluación del tipo de cambio real y crecimiento de la inversión. En estos importantes estudios, las dos variables suben, particularmente, en el mundo emergente. Sumariamente, tanto la evidencia de Ecuador como la generada por estos dos estudios refrendan relaciones consistentemente positivas entre tipo de cambio y crecimiento.

Desalineamientos cambiarios desaceleran el crecimiento económico en la medida que expansiones sustentadas en consumo terminan socavando inversión productiva e innovación lo cual obstruye una necesaria y progresiva diversificación económica especialmente relevante para el mundo en desarrollo, concentrado en primarios de baja capacidad de arrastre económico.

Derrames de la renta excedentaria impulsados por *booms* de materias primas o influjos de capital catalizan electivamente bonanzas consumo-orientadas detrayendo inversión y empleo productivo, vía apreciación cambiaria. En lugar de mitigar, se castiga desproporcionadamente aquella producción que podría vehicular transformaciones productivas como las observadas en las economías emergentes.

Esa sinergia tipo de cambio-crecimiento puede visualizarse con modelos autorregresivos —errores ruido blanco— desde el principio, y a lo largo de la dolarización, documentándose claramente la prevalencia del fenómeno. Jugando roles cruciales, como en el resto de economías de la región, *booms* de *commodities* y mejoras de los términos de intercambio, revalorizan sus monedas nacionales. En la economía ecuatoriana, esa fuerza prevalece incluso por arriba de un dólar menos fuerte gracias a la relevancia de la exportación petrolera en la economía. La apreciación no desaparece, sorpresivamente, con el reflujo de *commodities*, como en las otras economías

de la región, debido a la revalorización emergente del dólar.

Siguiendo la secuencia de las series autorregresivas, en periodos de retracción de la renta petrolera, 2008 y 2015-2016, profundiza la apreciación cambiaria concurriendo caída de precios y desaceleración pronunciada del crecimiento. Proyecciones estructurales de esas series autorregresivas muestran efectivamente fuerte y persistente caída del ingreso junto al fenómeno apreciación cambiaria. Solamente a finales de 2016, de vuelta, la recuperación de esos ingresos y tipos cambiarios menos bajos desactiva parcialmente la caída del crecimiento.

Acelerando el crecimiento, por contraste, vía depreciación real, las economías emergentes transforman su base productiva *desde dentro* al aglomerar recursos productivos diversificando la oferta exportable. Ese comportamiento no solo invoca lógicas de mercado, sino elecciones *ex profeso* de política (Rodrik, 2007). Con precios relativos competitivos, con tipos cambiarios altos, moderan imperativos de sustitución de importaciones, característicos al fallido desarrollo *hacia adentro*, y superan, asimismo, el extractivismo vinculado a la especialización en ventajas comparativas ricardianas de cuño liberal/neoliberal, consuetudinario a los contextos *commodity*-orientados.

Esas economías neutralizan de ese modo el cúmulo de debilidades institucionales y contractuales junto a fallas de mercado idiosincráticas que anclan el estatus quo. Según Rodrik (2007), China, India, Corea del Sur, Taiwán, entre otras desactivan las restricciones que inhiben diversificación mediante acumulación rápida de *capital creado* subordinando progresivamente actividades primarias.³ Su potencial se derrama conforme disipa el entorno productivo e institucional que vectoriza apreciación cambiaria y crecimiento consumo-orientado. Tipos de cambio altos, a contrapelo, compensan esos costos externos o, equivalentemente, rentabilizan el retorno de nuevas inversiones por fuera del circuito de reproducción tradicional de capacidades de arrastre muy limitadas.

Razmi *et al.* (2012) enfatiza alternativamente en la conexión entre desempleo y dependencia de bienes de capital importados como canales decisivos a través de los cuales el tipo de cambio real afecta la economía, sustituyendo el supuesto de pleno empleo subyacente a la teorización de Rodrik (2007), con base al reconocimiento de que desempleo y economías de escala no son mutuamente excluyentes. (Kaldor, 1966, citado por Razmi *et al.*, 2012). Así mismo, la evidencia generada por Frenkel *et al.* (2012) respalda el planteamiento de que los tipos cambiarios sobrevaluados obstaculizan el crecimiento, suministrando evidencia de que niveles cambiarios competitivos pueden estimular el crecimiento, conforme la experiencia de las principales economías de América Latina de mejor desempeño y política cambiaria deliberadamente orientada a preservar tipos cambiarios estables y competitivos.

Utilizando un modelo VAR bidimensional particularmente sus funciones impulso-respuesta, este estudio capta la mutua retroalimentación entre tipo cambiario real y crecimiento desde el 2000.⁴ La significancia estadística del tipo de cambio en la ecuación de crecimiento —test de causalidad de Granger— y la falta de respaldo estadístico en su propia ecuación, convalida el supuesto de exogeneidad de ese precio relativo en una economía pequeña y abierta como la economía ecuatoriana. La secuencia observada conjuntamente saca a luz la persistente apreciación cambiaria, particularmente, desde el quinto trimestre (ver Figura 1, panel derecho). A la vez, conforme

afianza la apreciación, arraiga la ralentización del crecimiento económico, asimismo, a partir del quinto periodo (ver Figura 1, panel izquierdo).

Estimulando vía depreciación real crecimiento acelerado, los emergentes, a diferencia de las experiencias que buscan transformar sus estructuras acumulando déficits y endeudamiento, lo hacen con saldos superavitarios gemelos en sus cuentas fiscal y externa. Por esa senda, la sostenibilidad afina en sentido doble. Los superávits, por un lado, suavizan el ciclo contribuyendo a reducir la inestabilidad macro —mejoran la capacidad resiliente frente a choques exógenos— y, por otro, la formación de activos externos garantiza condiciones competitivas para las nuevas inversiones retroalimentadas precisamente por sustitución de exportaciones.

Conforme esta perspectiva, el planteamiento estándar sobre «economía abierta» según el cual los flujos de capital siempre compensan el ahorro interno estimulando inversión y crecimiento, debe matizarse. Los flujos de capital aprecian el tipo de cambio real, y pueden debilitar el crecimiento sin esterilización, ya que esos movimientos desincentivarán la inversión orientada a diversificación productiva. Tipos de cambio sobrevaluados, por tanto, profundizan expansiones consumo-orientadas transitorias gestando inestabilidad macroeconómica futura particularmente cuando sus fuentes primigenias se secan —reflujo de *commodities* y/o aflujos de capital— desencadenando las consuetudinarias crisis monetarias, déficit en cuenta corriente insostenibles, crisis de balanza de pagos, contracciones de demanda y pérdida de empleo.

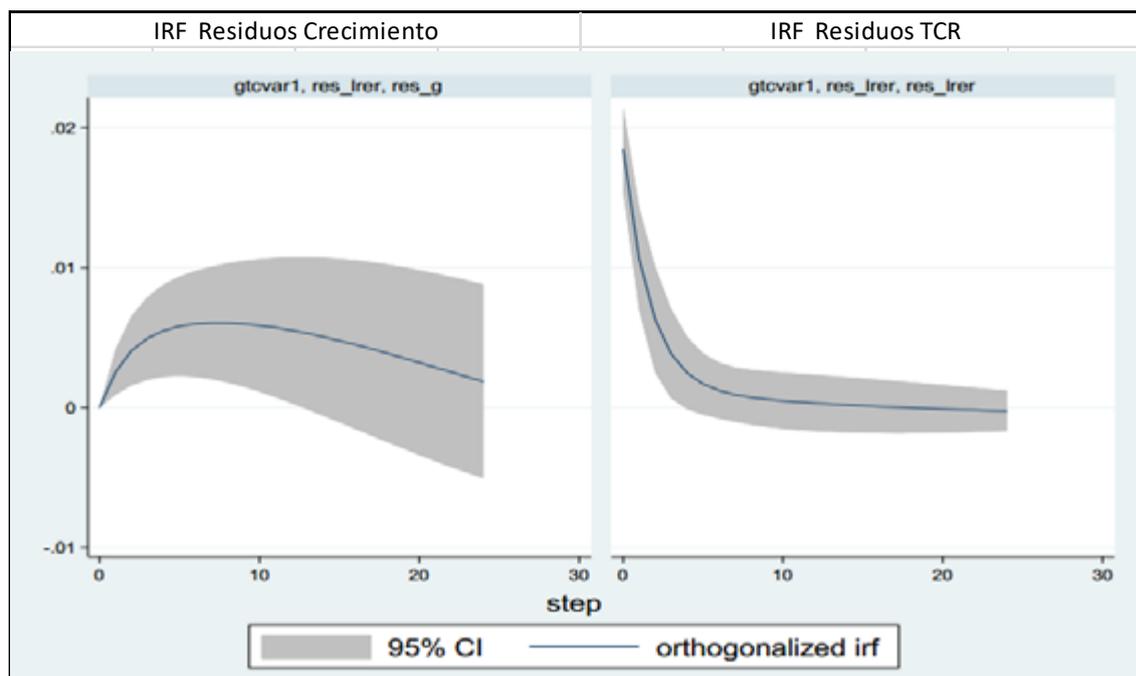
Diversificación productiva requiere tipos cambiarios reales altos de forma permanente al menos en las fases iniciales. No solo con instrumentos cambiarios, sino acumulando reservas, los emergentes inciden sobre su nivel y optimalidad. Para la transformación, invocar a «clases consumidoras no productoras», tipo malthusiana con miras a estimular la demanda, resulta contraproducente en contextos con subocupación laboral mayoritaria. Los déficits interno y externo subyacentes conducen forzosamente a financiamiento oneroso sin que la expansión previa permita ampliar la formación de capital y reducir el volumen de su fuerza laboral autoempleada precariamente. La filtración del excedente que maximiza consumo no transable no solo que no es compensada, al contrario, resulta penalizada por los mercados globales de capital⁵ a través de austeridad forzada.

Construyendo capacidades de resiliencia macroeconómica, las experiencias de algunas economías de la región refrendan la estabilidad de los emergentes con base de estrategias autoaseguramiento y, aun cuando no logran diversificar sus estructuras productivas como en Asia del este, generan condiciones para otear la turbulencia que presupone primas riesgo-país altas, sin recurrir a financiamiento externo insostenible.⁶ La acumulación de ahorro y reservas neutraliza, a su vez, como en los emergentes, la apreciación cambiaria creando condiciones y nichos infantiles para nuevos segmentos exportables.

CONCLUSIÓN

La falta de activismo cambiario nominal no debería ser óbice para afianzar estrategias de estabilización macroeconómica más permanente, así como de diversificación productiva. Desescalando, de forma alternativa, monetizar íntegramente la renta

Figura 1. Función Impulso Respuesta Modelo VAR



Nota: Funciones impulso respuesta VAR crecimiento económico y tipo de cambio real, TCR Series sin tendencia (detrending)

petrolera en los *booms*, la economía creará fundamentos sólidos inhibiendo tendencias seculares que refuerzan la volatilidad intrínseca de *commodities*. Con apreciación cambiaria durante el *boom*, profundizan, por el contrario, expansiones consumo y gasto-orientadas que desplazan inversión productiva. Los imbalances comerciales no petroleros deben estar en equilibrio por sí mismos, desechándose financiar su déficit monetizando el capital natural o vía endeudamiento externo.

Una vía complementaria para rentabilizar la diversificación productiva requiere de «intervenciones» focalizadas. Tasas de cambio depreciadas, como en el caso asiático, producen efectos equivalentes con relación a subsidios a la producción más impuestos al consumo, sus efectos, pese a friccionar las reglas OMC —prohibición de subsidios a la exportación— podrían catalizar suplementariamente la sustitución de exportaciones demandantes de insumos, equipos y tecnología importada; a su vez, tomando ventaja de contar con moneda de reserva y su «poder de compra extra» se viabilizaría esa estrategia. Combinando impuestos, aranceles y subsidios e incidiendo sobre los precios relativos puede allanarse nueva producción transable facilitando simultáneamente importables en rubros que selectivamente las potencializan.

Los precios unitarios en dólares por tonelada métrica de los diferentes ítems de exportables e importables, sugieren potencialidades importantes. Ilustrando, en 2016, año de pronunciado deterioro de precios relativos se exporta en promedio a USD 519,5 por tonelada e importa a USD 1145,2. A 2018, esa brecha contrae, fundamentalmente, por la recuperación del valor de la exportación petrolera, USD 702,8 frente

a USD 1302 respectivamente. Esa mejora, sin embargo, resulta extremadamente volátil y ha sustentado las dinámicas asignativas prevaecientes marcadamente procíclicas, alimentadas por monetización del capital natural y apreciación cambiaria.⁷

El ruido de los imbalances fiscales conexos, por su parte, son críticos, la falta de crecimiento económico resulta crucial, ya que se traduce en pérdidas de empleo y calidad de vida. Escapar de la inviable sociedad de un tercio a que conduce esa lógica, requiere desescalar la monetización del capital natural moderando sus pulsiones procíclicas consuetudinarias junto a medidas de política de efectos progresivos —arancelaria, impositiva, de gasto y focalización de subsidios— para acelerar inversión, diversificación y estímulo de empleo; refrenar subempleo y precarización precisa, a su vez, de acuerdos laborales sectoriales que permitan garantizar conjuntamente derechos e innovación.

Simplificando, reducir el déficit del balance comercial no petrolero mediante sustitución de exportaciones, implicará nuevos niveles de gasto e inversión pública para sostener la demanda, evitando privaciones, desigualdades y asimetrías enmascaradas cosméticamente por bonanzas transitorias que disimulan ampliaciones de empleo productivo permanente.

NOTAS

- 1 «La parte empírica explora la principal implicación de nuestro modelo: la existencia de una relación positiva entre la subvaluación del tipo de cambio real y el crecimiento de la inversión. Nuestros resultados econométricos, que son robustos a una variedad de clasificaciones, controles, períodos de muestra y técnicas de estimación, respaldan esta predicción» (Razmi *et al.*, 2012).
- 2 «Both the availability of compelling explanations and significant evidence should encourage belief in the ability for stable and competitive real exchange rate levels to favor economic growth in developing countries. The potential benefits associated with a policy targeting a stable and competitive real exchange rate are many. On the one hand, by accelerating economic growth, such a policy supports a sustained generation of decent and productive jobs. This is given by the fact that the competitive exchange rate also impacts on the composition of GDP growth and —through it— employment. Since it enhances the profitability of labor-intensive tradable activities, this policy leads to more labor-intensive economic growth. On the other hand, from a macro-prudential perspective, a stable and competitive real exchange rate promotes financial stability through foreign asset accumulation that protects emerging economies from international capital market failures. It should therefore be in the toolkit and policy recommendations of the international financial institutions».
- 3 Argumentando desde una versión de pleno empleo, Rodrik (2007) sugiere que la producción transable está fuertemente afectada por debilidades institucionales y fallas del mercado, y estos problemas conducen a un sesgo asignativo de recursos contra este sector. Un tipo de cambio alta impulsa las ganancias del sector transable aumentando la tasa de crecimiento en un modelo tipo AK de endógeno crecimiento por la reasignación de recursos subyacente.

- 4 Aunque esta incursión enfatiza la relación tipo cambio real y crecimiento, otros estudios encuentran que las economías en desarrollo dolarizadas tienden a crecer en promedio más lentamente que las economías con independencia monetaria (Edwards, 2011).
- 5 Incluso, ni en el seno la Unión Europea, los déficits en cuenta corriente de sus economías periféricas, como la griega, resultan compensados por los superávits de las economías de Europa del norte (De Grauwe, 2013).
- 6 En algunos casos, esos resultados se originan mediante política fiscal —superávit estructural—, en otros, con políticas de ingreso —redistribución del ingreso a favor de un ahorro más alto—, o de políticas de ahorro —esquemas de ahorro compulsivo y reforma de pensiones—, también, administrando la cuenta de capital (liberación los influjos de capital y control de aflujos de la cuenta de capital) así como de expansión sostenida de las reservas externas (Rodrik, 2007).
- 7 Superando las lógicas promedio los precios unitarios muestran, no obstante, sensibilidades más concretas para el posicionamiento diversificador. El ítem materia prima importada representa costos promedio de USD 838,2 por tonelada frente al precio del bien exportable no petrolero de USD 1224,5. En contraste, el precio del bien importable «bienes de consumo» alcanza USD 4683 la tonelada, a 2018. Este último rubro representa, en forma agregada, cerca de un cuarto del total de las importaciones. Su magnitud, en síntesis, resulta proporcional al sesgo presente-orientado en la utilización del capital natural y renta petrolera que incluye importaciones significativas de derivados que sirven principalmente a consumo durable (Granda, 2017).

REFERENCIAS

- Banco Central de Ecuador. (2020). *20 años de dolarización*. <https://www.bce.fin.ec/micrositio20dolarizacion/>
- Banco Central de Ecuador. (2021). *Boletín de Cuentas Nacionales Trimestrales n.º 114*. <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>
- De Grauwe, P. (2013). *The Governance of a fragile Eurozone*. Economic and Financial Affairs.
- De Grauwe, P. (2013). *Design failures in the eurozone: can they be fixed?* EU. Economic Papers 491.
- De Grauwe, P. (2018). *Economics of monetary union* (twelfth ed.). Oxford University Press.
- Edwards, S. (2011). *Exchange rates in emerging countries: eleven empirical regularities from Latin America and East Asia*. NBER WP 17074.
- Frenkel, R. y Rapetti, M. (2012). Exchange rate regimes in the major Latin American countries since the 1950s: lessons from history. *Revista de Historia Económica, Journal of Iberian and Latin American Economic History*, 30(1), 157-188.
- Granda, J. (2017). *Commodities y crecimiento*. Boletín Económico-UCE.
- Granda, J. (2022). *Dolarización, crecimiento económico y choques asimétricos en economías abiertas y pequeñas. El caso de la economía ecuatoriana*. <http://hdl.handle.net/2133/24850>
- Rapetti, M. (2019). *For economic development does the real exchange rate matter?* <http://repositorio.cedes.org/handle/123456789/4635>

- Razmi, A., Rapetti M. and Skott, P. (2012). The real exchange rate and economic development. *Structural Change and Economic Dynamics*, 23, 151-169.
- Rodrik, D. (2007). *The real exchange rate and economic growth: Theory and evidence*. Harvard University.