

IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA

Jorge Fernando Guadalupe Lanas*

RESUMEN: En este artículo se muestra que gracias a, por una parte, la existencia de factores como la evolución positiva del precio de las materias primas, el consumo de los hogares —demanda— y el panorama fiscal superavitario en el periodo 2002-2007, y, por otra parte, la débil integración financiera hacia los mercados de derivados, Ecuador pudo aminorar los efectos nefastos de la crisis financiera internacional de finales de 2008. Además, se evidencia también que una vez que el impacto inicial de la crisis fue absorbido, la economía ecuatoriana retomó paulatinamente la senda del crecimiento debido principalmente a 1) la recuperación de la demanda mundial de los precios del petróleo, y 2) la recuperación de la demanda mundial de alimentos —materias primas empujadas sobre todo por el aumento de las importaciones chinas.

PALABRAS CLAVES: crisis financiera, precio de las materias primas, consumo de los hogares, reforma fiscal, profundización financiera.

* Investigador independiente de Quito, Ecuador. El autor agradece a Diadié Diaw por sus comentarios a versiones anteriores del presente artículo. Sin embargo, reitera ser responsable de los errores que aún contenga el mismo.

ABSTRACT: This article shows that due to the existence of factors such as the positive trend of raw material prices, household consumptions –demand– and the fiscal surplus generated in the 2002-2007 period on the one hand, and the weak financial integration of derivative markets on the other hand, Ecuador was able to ameliorate the negative effects of the international financial crisis of late-2008. Further, it also reveals that once the initial impact of the crisis had been absorbed, the Ecuadorian economy gradually recovered and embarked on a path to growth, principally due to 1) a recovery in global demand and oil prices, and 2) a recovery in global demand for food and raw materials, driven primarily by an increase in Chinese imports.

KEY WORDS: financial crisis, commodity prices, household consumption, fiscal reform, financial deepening.

INTRODUCCIÓN

El 15 de septiembre de 2008, el banco de inversiones Lehmann Brothers, una de las instituciones financieras más importantes de Estados Unidos, cayó en quiebra como resultado de la crisis de *subprimes* caracterizada por el *default* de pagos de los préstamos hipotecarios de alto riesgo. La quiebra de Lehmann Brothers, siendo precedida por aquella de New Century Financial Corporation, un importante organismo de refinanciamiento de *subprimes* en abril de 2007, ponía en evidencia la difícil situación financiera por la que atravesaban muchas entidades de inversión y de aseguramiento estadounidenses, que fueron creadas en la época de euforia inmobiliaria. La expansión desmesurada de los precios de los bienes inmobiliarios, sostenida por la del crédito hipotecario, explica tanto la evolución de la burbuja inmobiliaria como su explosión.¹ El impacto de esta burbuja se extendió al conjunto del sistema económico estadounidense, de tal manera que a finales de 2008 éste entró en una fase recesiva, de la cual aún no se ha recuperado.

En el presente artículo no se abordarán las causas de la crisis, sino más bien sus consecuencias. De manera específica, se analizará de qué manera esta crisis, considerada como global, ha afectado la economía ecuatoriana. Con este objetivo, en un primer momento se describen algunos hechos estilizados concernientes al panorama macroeconómico latinoamericano antes y durante la crisis, los cuales servirán de marco estadístico para el análisis del caso ecuatoriano. En un segundo momento se muestran los dos elementos de naturaleza estructural, que en el caso de Ecuador le han permitido romper con la continuidad de los efectos negativos del contagio de la crisis financiera internacional. Estos ele-

¹ En efecto, tal como lo muestra Aglietta (2008: 118), el crecimiento de los precios inmobiliarios en Estados Unidos entre 1997 y 2007 fue de 171 por ciento. En el mismo periodo y el mismo sector, el crecimiento de precios en Francia fue de 139 por ciento; en España de 189 por ciento y en Reino Unido de 211 por ciento. Por otro lado, el porcentaje de crédito otorgado sin documentación aumentó de 28.5 por ciento en 2001 a 50.8 por ciento en 2006. Luego de la explosión de la burbuja financiera, muchas obras se han escrito para intentar explicar cómo y por qué la crisis ha iniciado, por ejemplo Roubini y Mihm (2010) y Orléan (2009).

mentos dan cuenta tanto de la configuración de la estructura de las exportaciones ecuatorianas, inclinadas esencialmente sobre las materias primas —sobre todo el petróleo— como del débil grado de profundización financiera. Finalmente, concluiremos.

ALGUNOS HECHOS ESTILIZADOS

El periodo de prosperidad: 2002-2007

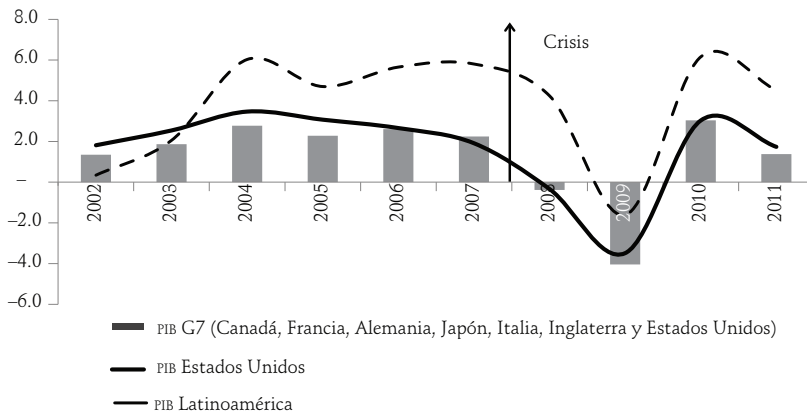
El gráfico 1 muestra la evolución del crecimiento de los países desarrollados (G7) en comparación con los países latinoamericanos. Tal como se puede ver, el decrecimiento de las economías del G7 no comienza con la quiebra del New Century Financial Corporation, sino tres años antes. En efecto, a partir de 2004, el nivel del producto interno bruto (PIB) se degrada de manera progresiva. En el caso específico de la economía estadounidense, esta degradación no se detendrá sino hasta 2010. Esto quiere decir que incluso antes de la explosión de la burbuja financiera, *stricto sensu*, las economías más desarrolladas ya mostraban signos de *malaise*. Sin embargo, poco importaron estos problemas mientras la economía fuese capaz de permitir obtener beneficios marginales extraordinarios de la venta de activos (Orléan, 2006).

Ahora bien, al contrario de lo ocurrido con las economías del G7, la región latinoamericana no experimentó ningún signo de malestar económico durante los años 2002-2007; muy por el contrario, esta región mostró un crecimiento vigoroso y sostenido en dicho periodo. Este crecimiento se interrumpió en 2007, pero retomó la senda positiva en 2010. Es más, la recuperación económica de 2010 fue tan importante que el nivel de crecimiento del PIB igualó a aquel obtenido en 2004. Los factores que explican dicha recuperación son tanto de naturaleza exógena como endógena. Por un lado, el fuerte crecimiento entre los años 2002-2007, debido esencialmente al aumento de los precios de las materias primas,

permitió acumular excedentes en las balanzas de pagos de los países de la región, que luego serían utilizados para equilibrar las cuentas públicas así como las externas. Por otro lado, este fuerte crecimiento incentivó la demanda dinamizando así el crecimiento.

GRÁFICO 1

PIB de países del G7, Estados Unidos y América Latina
(Tasa anual de crecimiento)



Fuente: Elaboración propia con base en estadísticas del Fondo Monetario Internacional.

Evidentemente, las diferencias en términos de capacidad de las exportaciones y de la demanda interna para influir sobre el crecimiento jugaron un papel importante en la recuperación económica de cada país en particular. Así, por ejemplo, los países latinoamericanos más integrados a los mercados financieros internacionales, como Chile y Brasil, pudieron acceder a recursos financieros de los organismos internacionales que les permitieron disminuir el tiempo de duración del impacto de la crisis; mientras que países menos integrados, como Ecuador y Bolivia, tuvieron que esperar la recuperación de los precios de las materias primas para salir de la crisis (FMI, 2009 y 2010).

Las condiciones favorables —por ejemplo, el crecimiento acelerado del comercio mundial, el aumento del precio de las materias primas, las remesas de los migrantes y la dinámica de la demanda interna— aseguraron el crecimiento acelerado del PIB de la región (Ocampo, 2011: 10). Asimismo, esto permitió a las autoridades latinoamericanas poner en marcha reformas que condujeron a la disminución de la fragilidad histórica que habían mostrado estas economías frente a los choques exógenos.

Estos países aplicaron reformas en los ámbitos de las políticas monetaria y fiscal encaminadas a evitar desbordamientos en los precios internos, así como aumentos desmesurados en los gastos fiscales. El objetivo de dichas reformas era equilibrar las cuentas fiscales a la vez que se reducían los riesgos de la apreciación monetaria, debido al exceso de liquidez, que habría podido desequilibrar los precios relativos.

Entre las principales reformas llevadas a cabo por los países de la región, encontramos las siguientes: *a)* en el ámbito monetario, la implementación de esquemas de *inflation targeting*² orientados a sostener la credibilidad de los bancos centrales, así como la puesta en marcha de reglas para reducir, de forma gradual, el grado de dolarización, sobre todo de pasivos, para evitar el *balance sheet effect*;³ *b)* en el ámbito bancario, la expansión del crédito y la vigilancia continua de los niveles de solvencia de los bancos; y *c)* en el ámbito fiscal, la reducción de la deuda denominada en dólares y la implementación de esquemas impositivos orientados a equilibrar los ingresos y los gastos corrientes (FMI, 2009).

² La estrategia de *inflation targeting* (objetivo de inflación en la traducción al español) busca fijar una tasa de crecimiento de los precios (inflación) y atar las demás variables monetarias, léase tasas de interés, tipos de cambio, M1, M2, etcétera, a dicha tasa, para así evitar desbordamientos de los precios de los bienes y servicios.

³ El *balance sheet effect* (efecto de hoja de balance) se refiere a la influencia negativa que pueden tener las fluctuaciones del tipo de cambio nominal sobre los pasivos de los bancos denominados en dólares. Es claro que para el caso ecuatoriano, cuya economía esta dolarizada totalmente, este efecto no se toma en cuenta.

Estas medidas estuvieron orientadas a asegurar un nivel de crecimiento estable a mediano plazo y a crear en los países mecanismos de respuesta al apareamiento repentino de choques exógenos. En este sentido, el aumento sostenido de las reservas internacionales, cuyo crecimiento anual en el periodo 2002-2007 fue de 23 por ciento, jugó el papel de mecanismo estabilizador tanto de las fluctuaciones del tipo de cambio como del nivel de crédito. Por ejemplo, en materia de crédito el gobierno ecuatoriano puso en marcha en 2009 el plan anticrisis, mediante el cual 1,782 millones de dólares —obtenidos de las reservas internacionales— fueron destinados en su mayor parte a la inversión pública en infraestructura, pero también a operaciones de comercio exterior.

A nivel regional, la política monetaria seguida por las economías más grandes de la región (Brasil, Chile, Colombia, Perú y México), que estuvo orientada al control de las fluctuaciones del tipo de cambio para evitar la apreciación de la moneda y su influencia sobre la inflación, fue financiada esencialmente con fondos de las reservas internacionales.

Este periodo de prosperidad de la región (2002-2007) impactó positivamente sobre el empleo y la pobreza. El desempleo —promedio regional— disminuyó de 11.2 por ciento en 2002 a 7.9 por ciento en 2007. Asimismo, la tasa de pobreza se redujo en 10 puntos porcentuales en dicho periodo. Es importante señalar también que en el mismo periodo la tasa de asalarización aumentó (CEPAL, 2011: 23).

LA LLEGADA DE LA CRISIS

Aunque el periodo de prosperidad permitió a las economías de la región poner en marcha reformas conducentes a eliminar las fluctuaciones del crecimiento económico, estas medidas no fueron suficientes para evitar el impacto de la crisis financiera. En efecto, una vez que la crisis llegó a la región, los indicadores macroeconómicos básicos sufrieron una degradación importante, aunque poco durable.

TABLA 1

Principales indicadores macroeconómicos de Latinoamérica

INDICADOR/PERIODO	PROSPERIDAD					CRISIS Y RECUPERACIÓN				
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
	TASA ANUAL DE CRECIMIENTO									
Producto interno bruto	0.5	1.8	5.9	4.6	5.6	5.6	4	-2.1	5.9	
Producto interno bruto per cápita	-0.9	0.5	4.5	3.3	4.3	4.4	2.8	-3.2	4.7	
Términos de intercambio	88.9	91	95.3	100	106.7	109.6	113.8	106.7	115.3	
Tipo de cambio real	110.1	118.8	118	110.5	107.7	105.1	99.6	99.9	94.9	
Inflación anual	12.2	8.5	7.4	6.1	5	6.5	8.2	4.7	6.5	
	PORCENTAJE									
Desempleo urbano	11.2	11.2	10.3	9.1	8.6	7.9	7.3	8.1	7.3	
Deuda externa total/PIB	39.8	39.9	34.4	25.1	21	19.6	17.3	20.3	19.3	
	MILLONES DE DÓLARES									
Balanza de cuenta corriente	-16,376	9,332	22,261	36,496	50,295	14,434	-29,277	-19,331	-56,411	
Inversión extranjera directa	151,238	37,612	50,873	56,896	31,906	92,879	98,562	69,367	70,159	
Transferencia neta de recursos	-42,062	-40,250	-66,654	-78,081	-93,249	14,587	-86,977	-30,049	22,379	
Reservas internacionales	164,784	197,615	225,668	262,198	319,045	459,152	512,240	566,961	655,137	
	PORCENTAJE DEL PIB									
Superávit-déficit global	0.6	-1.1	-0.1	0.8	0.8	0.6	-1.4	-5.1	-2.9	
Superávit-déficit primario	4.1	1.8	2.4	3.1	2.8	2.5	0.02	-4.2	-2.0	
Deuda pública del gobierno	58.2	57.4	51.0	42.9	35.9	30.0	28.6	30.0	29.5	

Fuente: CEPAL (2011).

En la tabla 1 se ve que el impacto del contagio de la crisis financiera sobre los fundamentales macroeconómicos fue significativo pero de corta duración. El PIB y el PIB *per cápita* en la región cayeron de manera acelerada en 2008 y 2009, pasando de 4 por ciento a -2.1 por ciento y de 2.8 por ciento a -3.2 por ciento, respectivamente. Esta disminución evidencia el difícil panorama por el que atravesaron los gobiernos latinoamericanos para absorber el impacto de la crisis. Asimismo, los niveles anteriores reflejan la fragilidad que exhiben aún estas economías, dependientes de la producción y exportación de materias primas, para hacer frente a choques externos. A pesar de esto, las reformas llevadas a cabo en el periodo pre-crisis (2002-2007) permitieron disminuir la duración de los efectos nocivos de la crisis. Las reformas básicas, tal como lo mencionamos en líneas anteriores, tuvieron que ver con actuaciones en el ámbito de las políticas monetaria y fiscal.

En materia de precios, gracias a la política monetaria implementada a inicios de 2000, los precios relativos en la región no sufrieron grandes fluctuaciones. Según García y Marfan (2011), esto fue el resultado del control de las tasas de interés, así como de la aplicación, a inicios de 2000, de esquemas de *inflation targeting* (Ocampo, 2009). A pesar del suceso inicial del mecanismo de *inflation targeting* los desequilibrios de los precios relativos han ido apareciendo a lo largo de la década, sin que estos hayan podido ser absorbidos de manera permanente; lo que aumenta el riesgo de que, a mediano plazo, estos influencien de manera negativa sobre el crecimiento de la demanda interna.

En lo que atañe al sector real, la crisis no ha afectado de manera permanente los niveles de desempleo ni de pobreza. Las dos variables, luego del impacto inicial de la crisis —periodo 2008-2009— han recuperado sus niveles pre-crisis. Esta particularidad se explica por los siguientes elementos: *a*) el control de la inflación que ha beneficiado a la estabilidad del salario real; y *b*) la puesta en marcha de una política agresiva de subvenciones focalizadas sobre los sectores más pobres. Sin embargo, si la política de subvenciones no es reemplazada, en el mediano plazo, por

programas de creación de empleo efectivo, entonces los países corren el riesgo de agotar los recursos destinados a las subvenciones, lo que aumentaría las presiones fiscales, y, por ende, los superávits primarios podrían desaparecer. En este sentido, algunos estudios que analizan la relación entre las subvenciones estatales y la reducción de las desigualdades en la población muestran que «el gasto social ha sido pro cíclico y más volátil que el gasto total. A pesar de su alza, su carácter regresivo demuestra los límites de las políticas de focalización» (Marques Pereira, 2011).

Asimismo, en materia de protección social, el quintil superior (en la distribución de la riqueza) recibe 10 veces más que el quintil inferior, es decir, hay una relación de 51.22 por ciento contra 5.6 por ciento (Clements *et al.*, 2007). Es más, cuando se mira el saldo global presupuestario se puede constatar que tanto en el periodo de prosperidad (2002-2007) como en el de crisis (2008-2009), éste ha sido deficitario, incluso frente a una reducción progresiva de la deuda externa. Esto da cuenta de la prociclicidad del gasto corriente y de la necesidad de romper con esta tendencia.

Cuando se mira la evolución de la cuenta corriente, así como de la inversión extranjera, vemos que la crisis se ha transmitido principalmente a través del canal externo, es decir, vía la disminución de las exportaciones de materias primas, sobre todo aquéllas enviadas a Estados Unidos. Ventajosamente, esta disminución no ha sido duradera. En efecto, a pesar de una caída inicial en la demanda mundial de materias primas, factores como choques climáticos sobre la oferta de alimentos en los distintos mercados mundiales, restricción en las exportaciones de cereales desde Rusia y Ucrania, la disminución de la relación *stocks*/usos de los alimentos (debido a la disminución de la oferta), el aumento del nivel de vida de los consumidores de países emergentes y en vías de desarrollo, la estabilidad y crecimiento económico de China —cuya demanda de alimentos ha crecido de manera tendencial— han revertido la tendencia hacia abajo de los precios de las materias primas, a partir del segundo semestre de 2009,

manteniéndolos elevados, de manera artificial⁴ (Finance et développement (FMI): 2011, p. 24-27). De esta manera, desde inicios de 2010 la región ve un retorno del crecimiento.

EL IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA EN ECUADOR. ¿EFECTOS TRANSITORIOS?

El análisis concerniente a la manera como Ecuador ha enfrentado los efectos negativos de la crisis financiera se dividirá en dos acápites: primero, se muestra que los efectos negativos de la crisis financiera han sido absorbidos por medio de dos elementos: *a*) el fuerte crecimiento del PIB en el periodo pre-crisis (2003-2007), y *b*) la corta duración de la caída de los precios de las materias primas. En efecto, después de una caída pronunciada de estos precios, el rápido aumento de la demanda mundial de alimentos, a partir del segundo trimestre de 2009, explicada esencialmente por la demanda china, ha revertido dicha tendencia. En segundo lugar, veremos que tanto el débil grado de integración financiera internacional como el débil grado de profundización financiera han reducido la exposición de la economía ecuatoriana a las crisis en los mercados de derivados.

El periodo de prosperidad: La bendición de las materias primas

En los acápites anteriores habíamos mostrado cómo la mayor parte de los países de la región habían vivido un periodo de crecimiento económico sostenido explicado principalmente por el aumento tendencial de los precios de las materias primas en el periodo 2002-2007. Dicha expansión había también favorecido a la economía ecuatoriana, dado su carácter primario exportador. De esta manera, el crecimiento promedio del PIB durante el periodo

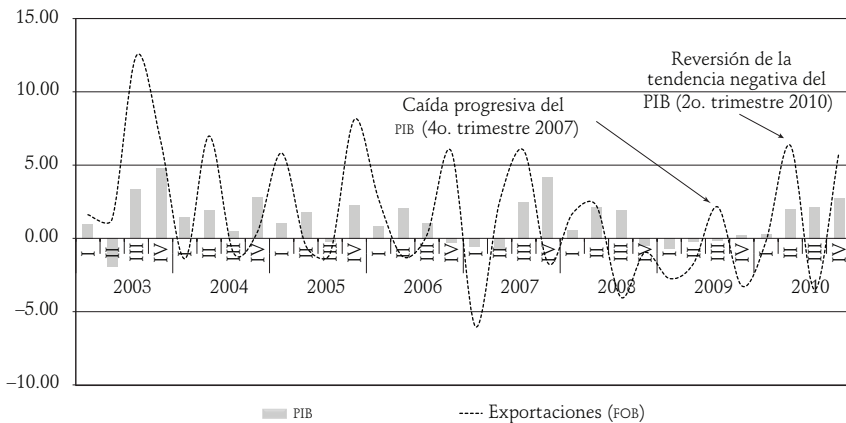
⁴ Nos referimos a que el alto nivel de los precios de las materias primas no está ligado a un mejoramiento de la calidad de las mismas ni tampoco a su productividad, sino más bien a cambios en las condiciones de demanda.

2003-2007 fue de 5 por ciento, mientras que el de las exportaciones fue, en el mismo periodo, de 9 por ciento.

En lo que atañe a los factores internos que explican la evolución del PIB, la demanda interna —principalmente el consumo de los hogares— se convirtió en un elemento esencial en dicha evolución. Su crecimiento anual entre 2003 y 2007 fue, en promedio, de 5 por ciento.

GRÁFICA 2

Ecuador. PIB y exportaciones 2003-2010
(Tasa de crecimiento trimestral)



Fuente: Elaboración propia con base en información estadística mensual del Banco Central del Ecuador.

Durante el periodo de fuerte crecimiento, la demanda interna fue alimentada esencialmente por el consumo de los hogares, cuya dinámica respondió principalmente al dinamismo de las remesas de los migrantes, y, en menor medida, al aumento de los salarios. Así, entre los años 2004 y 2007, las remesas se multiplicaron por dos, pasando de 1,600 millones de dólares en 2004 a 3,010 millones de dólares en 2007. De su parte, el salario mínimo creció de 158 dólares mensuales en 2003 a 198 dólares mensuales en 2007, es decir, un crecimiento de 20 por ciento. Sin embargo, luego del impacto de la crisis sobre el continente europeo, y en especial sobre el mercado de trabajo español —donde labora la mayor cantidad

de inmigrantes ecuatorianos— el nivel de las remesas disminuyó progresivamente.

En el ámbito fiscal, las cuentas del Estado mejoraron ostensiblemente (ver tabla 2). El saldo primario fue positivo a lo largo del periodo pre-crisis. El ahorro público tuvo la misma evolución. Este aumento del ahorro contribuyó positivamente al aumento de la inversión.

TABLA 2
Cuentas fiscales: 2002-2010
(porcentaje del PIB)

INDICADOR/PERIODO	RESULTADOS FISCALES: 2002-2010 (% DEL PIB)									
	PROSPERIDAD						CRISIS Y RECUPERACIÓN			
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
Déficit (-) o superávit (+)	0.29	0.60	-0.56	1.37	-2.02	1.01	-1.82	-4.03	0.98	
Déficit (-) o superávit (+) primario	4.05	1.83	2.42	3.11	2.84	2.54	0.03	-4.21	-2.00	
Transferencias netas	-5.31	-1.94	-4.91	-3.09	-9.24	-3.13	-4.18	0.37	6.91	
Ahorro público (Ingresos corrientes-gastos corrientes)	3.30	3.61	3.13	2.80	2.83	2.29	11.45	2.57	13.73	
Inversión pública	3.45	3.62	3.58	3.95	3.78	7.46	17.98	14.54	15.59	

Fuente: Elaboración propia con información estadística mensual del Banco Central del Ecuador.

A pesar de la evolución positiva de las cuentas estatales, las transferencias netas fueron deficitarias a lo largo del periodo de prosperidad, esto se debió al aumento sostenido de los pagos ligados a los intereses de la deuda externa e interna.

En lo que tiene que ver con las cuentas externas, ya hemos señalado que los resultados de las mismas fueron positivos, debido básicamente a los elevados precios de las materias primas. Sin embargo, dada la estructura industrial ecuatoriana deficiente en la producción de bienes industrializados, la expansión acelerada del comercio mundial y de los precios de los bienes industrializados menguó el efecto positivo que tuvo la evolución de los precios de los bienes primarios sobre la balanza comer-

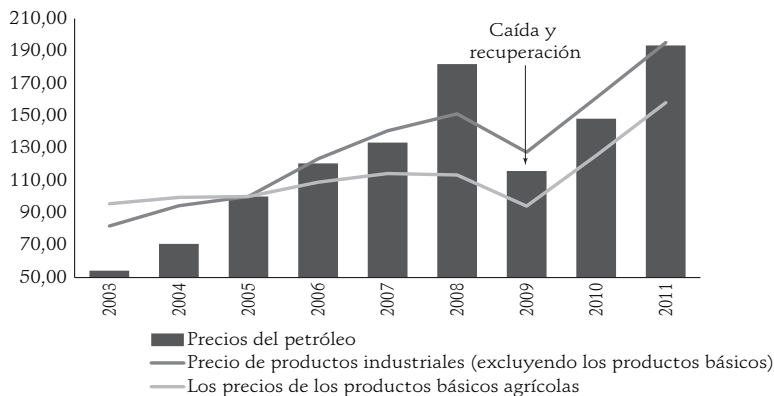
cial. Esto debido a que el aparato productivo ecuatoriano está plagado de bienes industrializados importados. En efecto, en el gráfico 3 se puede ver que a lo largo del periodo de prosperidad (2003-2007) el aumento acelerado del precio del petróleo y de las materias primas fue menguado por el aumento sostenido del precio de los bienes industrializados. Esto agravó la de por sí ya deficitaria balanza comercial no petrolera.

Así también, el aumento de los precios de los bienes industrializados tuvo por efecto, no solamente el aumento del déficit no petrolero, sino también el crecimiento de la inflación. Para evitar que este aumento afecte el poder de compra, las autoridades utilizaron una serie de mecanismos de política fiscal: el aumento del salario mínimo, la implementación de subvenciones tanto al consumo de algunos servicios públicos, electricidad y agua, como a ciertos bienes de primera necesidad.

Estas medidas, aunque buscaron evitar la caída de la demanda interna, provocaron la disminución del superávit presupuestario.

GRÁFICO 3A

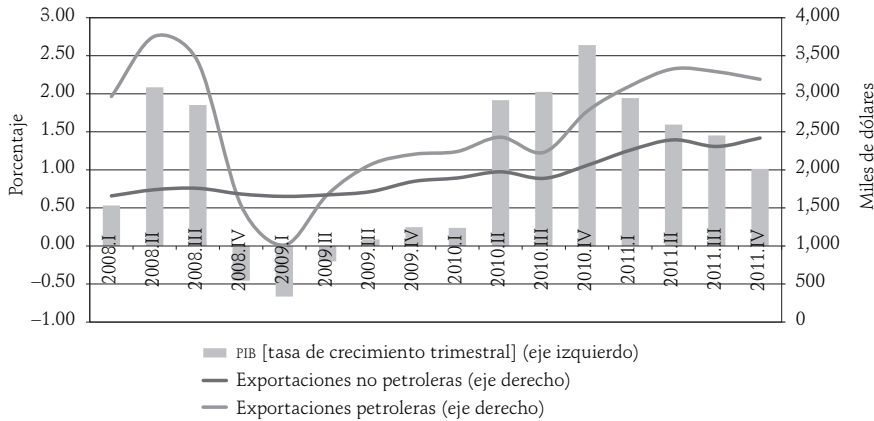
Evolución de los precios de las materias primas e industriales
(Índice 2005=100)



Fuente: Elaboración propia con base en estadísticas del Banco Mundial.

GRÁFICO 3B

Evolución trimestral del PIB y de las exportaciones petroleras y no petroleras



Fuente: Elaboración propia con base en estadísticas del Banco Mundial.

En materia de política social, los planes implementados estuvieron orientados a disminuir el desempleo y la pobreza. En lo concerniente al desempleo, el nivel del mismo pasó de 11.6 por ciento en 2003 a 6.9 por ciento al final de 2007. Esta reducción trajo consigo el aumento de la tasa de asalarización,⁵ cuyo nivel pasó de 58.4 por ciento (PEA) en 2002 a 59.7 por ciento (PEA) en 2008.

A pesar del impacto positivo que el crecimiento tuvo sobre la disminución del desempleo, la estructura del empleo medida como la relación porcentual entre el número de trabajadores altamente calificados y el número de trabajadores poco calificados, no exhibió cambios significativos. En efecto, en 2002, del total de trabajadores asalariados, 69.9 por ciento estaban catalogados en la categoría de poco calificados —baja calificación—. En 2008, este porcentaje disminuyó solamente en 0.8 por ciento. Esta disminución se reflejó en un incremento poco significativo

⁵ Tasa de asalarización: relaciona el número de asalariados con la población económicamente activa ocupada.

de la productividad, la cual creció entre los años 2000 y 2008 en apenas 1.5 por ciento; mientras que la misma en Perú y Colombia —principales competidores del Ecuador en mercados de materias primas alimentarias tales como el banano y el cacao— creció, en el mismo periodo, en 2.6 por ciento y 2.3 por ciento, respectivamente.

En lo que tiene que ver con la pobreza, esta disminuyó 8 puntos entre 2004 y 2008. Tal disminución no solamente se puede explicar por el crecimiento del PIB, sino por la evolución positiva de las remesas de migrantes, una de las fuentes principales del crecimiento de la demanda interna.

El crecimiento económico mejoró la distribución de la riqueza. El ingreso medio por habitante⁶ pasó de 13.2 en 2002 a 16.8 en 2008. Esto fue posible debido a la puesta en marcha de programas de transferencias monetarias directas, como, por ejemplo, el Bono de Desarrollo Humano. Sin embargo, como ya hemos dicho, si una política de subvenciones, léase transferencias monetarias, no se ve acompañada por un aumento del empleo formal, en el mediano plazo, su eficacia será anulada.

En resumen, aunque el contexto internacional jugó en favor del incremento de los ingresos del comercio exterior, los cuales fueron utilizados tanto para disminuir —eliminar— los déficits fiscales como para aligerar el nivel de pobreza, éstos no condujeron a una transformación de la estructura económica que provocase, por un lado, una disminución de la dependencia económica *vis-à-vis* las exportaciones de materias primas, y, por otro lado, el equilibrio presupuestario a largo plazo. En este sentido, tal como lo señala Marques-Pereira (2011): «habrá que esperar una evolución rápida de los ingresos ligados a los impuestos sobre el consumo, que pueda compensar toda pérdida en los ingresos vía comercio exterior. Lo que actualmente no sucede en el caso de los países de la región» (Marques Pereira: 2011).

⁶ Esta variable mide la relación entre el quintil 5 (los más ricos) y el quintil 1 (los más pobres). La fórmula es: Q5/Q1.

CRISIS Y CONTAGIO

Nuevamente, la bendición de las materias primas

Hasta aquí hemos visto que el periodo de prosperidad favoreció la estabilización de las cuentas estatales de la balanza comercial, así como a la puesta en marcha de medidas tendientes a la disminución de la pobreza. Hemos dicho que el elemento básico en todo esto fue el aumento acelerado y sostenido de los precios de las materias primas.

Ahora bien, a partir de 2008 (ver gráfico 3) y como resultado del contagio de la crisis financiera a los países importadores de materias primas, la tendencia positiva de los precios de las mismas se revirtió. En efecto, a partir del primer semestre de 2008, la contracción del crecimiento económico mundial provocó la disminución de la demanda mundial de materias primas, lo que empujó hacia abajo el precio de las mismas. Esta caída provocó la disminución de las exportaciones ecuatorianas —en valor— y el aumento del déficit comercial no petrolero. Además de los efectos sobre el comercio exterior, la crisis provocó el aumento de los precios de los bonos del estado —medidos por el índice Emerging Market Bond Index (EMBI)—. Los dos efectos combinados redujeron el PIB desde el tercer trimestre de 2008.

Frente a esta situación, las autoridades pusieron en marcha algunas medidas contracíclicas orientadas a disminuir el impacto negativo de la crisis sobre la economía real. En este ámbito, en lo concerniente a la política fiscal se impusieron las siguientes medidas: *a)* disminución de algunos impuestos; y *b)* aumento de los subsidios a los bienes y servicios de primera necesidad. La primera medida orientada esencialmente al sistema financiero buscaba evitar una caída brusca en la demanda interna —consumo de los hogares— a través de la estimulación del canal de crédito.⁷ La

⁷ Es más, señalemos que la disminución acelerada de las tasas de interés en Estados Unidos permitió a ciertas entidades bancarias acceder a préstamos baratos, cercanos a tasas de interés de 0 por ciento.

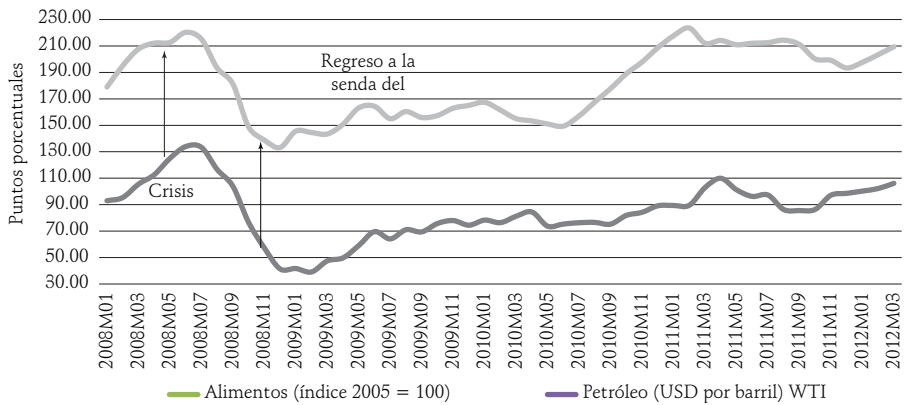
segunda medida buscaba proteger al sector más vulnerable de la sociedad —los pobres— a la vez que impedir un aumento en su nivel.

En el ámbito del comercio exterior, en un primer momento el gobierno aplicó una política basada en el control de las importaciones. Para este efecto se firmaron decretos tendientes a reducir la importación de bienes durables, por ejemplo autos y bienes de lujo, sin afectar las importaciones de bienes industrializados. En un segundo momento, para evitar el contagio de la crisis al sector de las exportaciones, el gobierno implementó una estrategia de *drawback* que consistió en devolver a los exportadores una parte de sus impuestos —pagados de manera anticipada a inicios del año— para así impedir que la contracción inicial de las exportaciones, señalada en líneas anteriores, pusiera en peligro el normal desenvolvimiento de las actividades ligadas a este sector. El efecto de estas medidas no fue inmediato. Es más, con las mismas no se pudo evitar la llegada de un periodo de recesión, aunque se logró aminorar el impacto del contagio de la crisis.

Fue a partir del tercer trimestre de 2009 que la economía sale de la recesión para luego de algún tiempo alcanzar niveles de crecimiento del PIB cercanos a aquéllos de la época de prosperidad. De todas maneras, hay que señalar que el factor clave en la salida de la recesión fue el aumento de la demanda china tanto de alimentos como de petróleo (ver gráficos 3a y 3b), lo que provocó un aumento progresivo de los precios de ambos tipos de productos. En efecto, entre los años 2009 y 2011, las importaciones totales chinas se incrementaron en 20 por ciento. Si miramos solamente las importaciones de frutas comestibles, por ejemplo el banano y otras, el nivel de importaciones pasó de 1 billón de dólares en 2009 a más de 1.7 billones de dólares en 2011, según cifras del Banco Mundial. En el caso específico de Ecuador, el dinamismo de la demanda china se tradujo en un aumento de 17 por ciento de las exportaciones de frutas comestibles y de bananas, de tal manera que estas aumentaron de 3,357 millones de dólares en 2009 a 5,476 millones de dólares en 2011.

GRÁFICO 3A

Evolución mensual de los precios de alimentos y del petróleo



Fuente: Elaboración propia con base en estadísticas del Banco Mundial (2012).

Los gráficos aquí arriba permiten ver cómo, a partir de la recuperación de la tendencia positiva de los precios del petróleo y, en menor medida, de las materias primas (exportaciones no petroleras), sobre todo de las bananas y los camarones —que representan las dos terceras partes de las exportaciones no petroleras ecuatorianas—, la tendencia negativa del PIB comienza a desaparecer. Es más, vemos que el fuerte crecimiento económico iniciado en el segundo trimestre de 2010 está íntimamente ligado al crecimiento de los precios petroleros y de las materias primas. Estos dos factores explican, en promedio, el 25 por ciento del crecimiento del PIB en el periodo 2007-2010 (ver tabla 3).

Sin embargo, no se puede atribuir dicha recuperación solamente a factores externos. La influencia positiva del consumo de los hogares jugó un papel importante en la reversión de la tendencia recesiva del PIB. En el periodo 2007-2010, el consumo de los hogares no disminuyó su nivel, incluso en el año en el que la crisis golpeó con más fuerza a Ecuador (año 2009). Esta evolución del consumo de los hogares fue posible debido esen-

cialmente al crédito financiero, el cual aumentó de 6 mil millones de dólares en 2008 a 8 mil millones de dólares en 2010.

La evolución positiva del crédito en el periodo de recesión pone en evidencia el efecto poco significativo que tuvo la transmisión de la crisis vía el canal financiero. En la siguiente sección se analizará el porqué de tal fenómeno. Se verá que éste obedeció a dos elementos: *a*) el débil grado de profundización financiera, y *b*) la débil integración de la economía ecuatoriana a los mercados financieros internacionales —sobre todo de derivados.

DÉBIL PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA. ELEMENTO IMPORTANTE EN LA SALIDA DE LA RECESIÓN

Cuando hablamos de profundización financiera nos referimos al reforzamiento de un sistema financiero poco desarrollado. Este proceso comporta dos aristas: de una parte, el crecimiento del ahorro intermedio, de otra parte, el crecimiento de la inversión por el ahorro, gracias al crecimiento de la oferta de fondos disponibles al crédito por parte de los intermediarios financieros (Assidon, 1996: 153).

En la práctica, la profundización financiera puede medirse como la relación entre los depósitos y colocaciones sobre el PIB. Esta relación nos da como resultado que en Latinoamérica el grado de profundización financiera de los créditos, en promedio, entre los meses de marzo de 2010 y marzo de 2011 aumentó 1.69 por ciento, pasando de 32.61 por ciento a 34.30 por ciento, respectivamente. En el caso ecuatoriano, esta variable se ubicó en 20.70 por ciento en 2011, es decir, 13.6 puntos porcentuales por debajo del promedio latinoamericano. De todas maneras, entre 2010 y 2011 este ratio aumentó en 2.65 por ciento.

Por otro lado, en lo que toca al grado de profundización financiera en los depósitos, la media regional llegó en marzo de 2011 a 41.60 por ciento, mientras que en el caso ecuatoriano, para el mismo año fue de 29.43 por ciento. Esto indica una diferencia de 12 puntos porcentuales.

Asimismo, es necesario hacer notar que luego de la puesta en marcha de la dolarización, en enero de 2000, el grado de profundización financiera tanto de depósitos como de créditos, ha aumentado de manera considerable.⁸ En efecto, gracias a la dolarización, cuyos efectos estuvieron ligados a la eliminación del riesgo cambiario, así como a la atenuación de los efectos nocivos del *balance sheet effect*, el monto de depósitos y créditos con relación al PIB aumentó tendencialmente (ver tabla 4).

TABLA 4
Grado de profundización financiera en Ecuador.
(marzo 2001-marzo 2010)

PERIODO	INDICADOR	DEPÓSITOS/PIB(%)	CRÉDITOS/PIB (%)
2001	Marzo	20.4	23.5
2002	Marzo	20.8	23.1
2003	Marzo	18.2	18.3
2004	Marzo	18.6	17.5
2005	Marzo	19.9	19.2
2006	Marzo	21.4	21.1
2007	Marzo	21.3	22.7
2008	Marzo	23.1	21.7
2009	Marzo	25.9	26.8
2010	Marzo	27.5	24.3

Fuente: Elaboración propia con base en información estadística de la Superintendencia de Bancos y Seguros.

La tabla anterior muestra que entre 2008 y 2009, periodo en el que la crisis financiera golpeaba a la economía ecuatoriana, tanto el *ratio* depósitos/PIB como el de créditos/PIB aumentaron, lo que permite mantener un nivel elevado de consumo, sobre todo aquel de los hogares. Sin embargo, dicho aumento del crédito estuvo acompañado de una excesiva concentración de la oferta de crédito en pocas instituciones financieras,

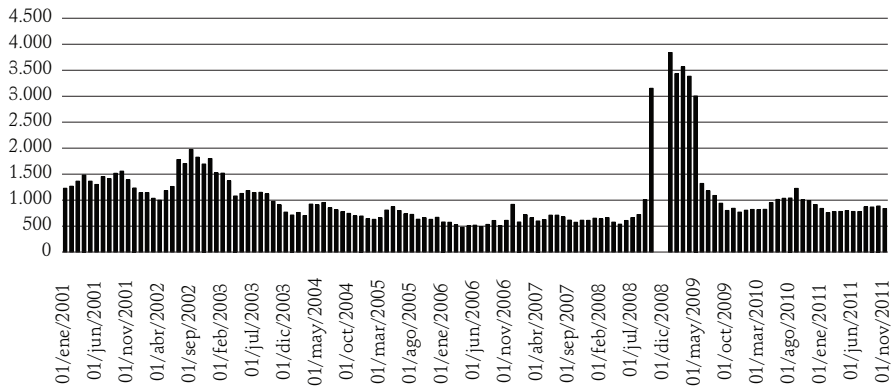
⁹ La dolarización integral es el reemplazo de la moneda nacional por el dólar, en todas sus funciones: unidad de cuenta, reserva de valor y medio de pago.

esto mantuvo elevadas las tasas de interés así como el *spread*. En este sentido, el artículo de Ponsot (2005: 12) es aleccionador:

El carácter oligopolístico del mercado bancario ecuatoriano donde cuatro bancos grandes concentran prácticamente los dos tercios de activos (Pichincha 27 por ciento, Guayaquil 15 por ciento, Pacífico 11 por ciento, en mayo del año 2004) [...] esta concentración atribuiría un importante poder de mercado a los cuatro bancos; lo que explicaría la resistencia hacia debajo de las tasas de interés, así como la selectividad desfavorable a las pequeñas y medianas empresas.

Un segundo elemento a tomar en cuenta, cuando se analizan los efectos del contagio de la crisis financiera en la economía ecuatoriana, es aquel que tiene que ver con el servicio de la deuda, y más específicamente con los bonos del Estado negociados en la bolsa.

GRÁFICO 4
Emerging Market Bonds Indice, Ecuador.
(enero 2001-noviembre 2011)



Fuente: Elaboración propia con base en Banco Central del Ecuador a partir de estadísticas de JP Morgan.

En efecto, luego de la explosión de la burbuja financiera en Estados Unidos, los precios de las obligaciones de la deuda, medidas por el índice EMBI, aumentaron de manera acelerada. La crisis estadounidense provocó, a partir del segundo semestre de 2008, una repentina aceleración de los precios de los bonos de deuda de los Estados. Sin embargo, esta aceleración fue momentánea debido al efecto estabilizador que tuvo la política de tasas de interés de la FED que disminuyó progresivamente su tasa principal. Por otro lado, gracias al anuncio tanto de las autoridades estadounidenses como de sus pares europeas, en el sentido de que sostendrían ambas zonas económicas para evitar desaceleraciones económicas, los operadores financieros castigaron sólo momentáneamente el precio de las obligaciones estatales (ver gráfico 4).

En resumen, ambos elementos, el débil nivel de profundización financiera y el alza poco durable de las obligaciones de la deuda estatal jugaron a favor de un retorno rápido al camino del crecimiento. Claro está, sin embargo, que la recuperación económica no hubiese sido posible sin la recuperación de la demanda mundial de *commodities*, así como del nivel de la demanda interna.

CONCLUSIÓN

En el presente artículo hemos mostrado que el restablecimiento del equilibrio fiscal (presupuestario) debido, principalmente, al crecimiento sostenido exhibido durante el periodo 2002-2007, permitió a Ecuador enfrentar en condiciones diferentes, y favorables, el impacto de la crisis financiera internacional de finales de 2008. Al contrario de lo acontecido con crisis anteriores, el impacto inicial de la crisis fue absorbido de manera rápida debido esencialmente a dos factores: a) la recuperación tanto de la demanda mundial de alimentos —materias primas— y petróleo, y b) la evolución estable, desde 2002, de la demanda interna.

Por otro lado, el débil grado de integración de la economía ecuatoriana a los mercados financieros internacionales y el bajo nivel de pro-

fundización financiera, han reducido la exposición de esta economía al impacto de la crisis de *subprimes*.

Sin embargo, hemos llamado la atención sobre algunas cuestiones que aún dan cuenta de la vulnerabilidad estructural de la economía ecuatoriana, sobre todo ligadas a la extrema dependencia económica de un esquema primario exportador. En este sentido, creemos en la urgencia de introducir cambios estructurales que permitan disminuir la exposición de la economía a los choques exógenos, especialmente en aquellos ligados a la baja de los precios del petróleo y de las materias primas.

BIBLIOGRAFÍA

- AGLIETTA, MICHEL (2008), *Macroéconomie financière*, Paris, La Découverte. Repères.
- ASSIDON, E. (1996), «L'approfondissement financier: épargne et crédit bancaires», *Tiers-Monde*, t. 37, núm. 145, pp. 153-171.
- CEPAL (2012), «La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional: Seguimiento de las medidas de política, actualización al 31 de diciembre de 2011», Versión Preliminar.
- _____ (2011), «Estudio económico de América Latina y el Caribe. 2010-2011», Parte 1, capítulo 1, pp. 15-49.
- _____ (2010), «Estudio económico de América Latina y el Caribe. 2009-2010», Parte 1, capítulo 1, pp. 13-41.
- _____ (2009), «Estudio económico de América Latina y el Caribe. 2008-2009», Parte 1, capítulo 1, pp. 13-48.
- CLEMENTS, Benedict, Christopher Faircloth y Marijn Verhoeven (2007), «Gasto Público en América Latina: Tendencias y Aspectos Clave de Política», *Revista de la cepal*, núm. 93.
- FMI (2011), «Las Américas: Vientos cambiantes, nuevos desafíos de política», *Estudios económicos y financieros. Perspectivas económicas*, FMI, pp. 19-70.
- _____ (2010), «Las Américas: Aprovechando el viento a favor», *Estudios económicos y financieros. Perspectivas económicas*, FMI, pp. 13-71.
- _____ (2009), «Las Américas: Se evitó la crisis. ¿Qué sigue ahora?», *Estudios económicos y financieros. Perspectivas económicas*, FMI, pp. 41-79.

- GARCÍA, Pablo y Manuel Marfán (2011), «Monetary Policy in Latin America: Performance under crisis and the challenges of exuberance», en José Antonio Ocampo y Jaime Ros (eds.), *Handbook of Latin America Economics*, New York, Oxford University Press.
- HAVRO, Goril y Javier Santiso (2008), «La malédiction des matières premières», *Repères*, núm. 75.
- INTERNATIONAL LABOUR ORGANIZATION (2012), *Key Indicators of Labour Market (kilm)*, Chapitre 17, Labour productivity, ilo.
- LORA, Eduardo y Carmen Pagés (2011), «Face-à-face avec la productivité», *Finances & Développement*, «Soutenir l'Amérique latine dans sa transformation», Fonds Monétaire International, Mars 2011, pp. 24-27.
- MARQUES PEREIRA, Jaime (2011), «La politique Fiscale», *Les enjeux du développement en Amérique Latine*, Agence Française de Développement.
- OCAMPO, José Antonio (2011), «Como fue el desempeño de América Latina durante la crisis financiera global», *Ensayos Económicos*, Banco Central de la Republica Argentina, enero-junio.
- ORLÉAN, André (2009), «De l'euphorie à la panique: Penser la crise financière», Éditions Rue d'Ulm.
- ROUBINI, Nouriel et Stephen Mihm (2010), *Economie de crise: une introduction à la finance du futur*, Paris, jc Lattès.
- TOBAR, Paulina (2011), «Impacto de la profundización financiera en la economía de los distintos países de América latina. Periodo marzo 2010–marzo 2011», Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador.

