

## Análisis coyuntural semanal: Noviembre 2019

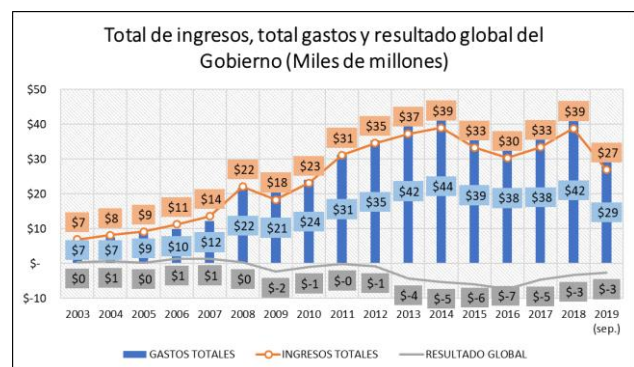
Por: Eco. Sebastián Yépez

Considerando la coyuntura económica y política del país, resulta menester realizar un pulso sobre las principales medidas adoptadas en materia económica y analizar cuáles son los riesgos en los que se encuentra la economía ecuatoriana. El gobierno de Moreno se ha caracterizado por manejar una agenda económica alrededor de ordenar las cuentas fiscales del país, con un análisis económico contable, que espera lograr una serie de indicadores “saludables” que sirvan como carta de presentación a los mercados internacionales en busca de obtener fuentes de financiamientos en mejores condiciones que la década pasada. El problema con este tipo de análisis es que se traduce en políticas de ajuste que, en una economía desacelerada, que no alcanza los niveles de producción per-capital que mantenía en el 2014, logra un decrecimiento productivo y una baja de las expectativas. Considero que el sentimiento de Moreno de esclarecer las cifras económicas y buscar mantener mejores indicadores es acertada, pero es mal aplicada en la coyuntura, además resulta incompleta puesto que no genera un proceso de cambio estructural, solo movimientos de cuentas para lograr terminar cada año.

Ahora analicemos las preocupaciones del gobierno contrastándola con la data. Parece que la principal variable que quita el sueño al gabinete de gobierno es el déficit fiscal, el cual se ha planteado cerrar el año con un déficit que no supere los 2 mil millones de dólares. Entre enero y septiembre de 2019 los ingresos tributarios, no tributarios y petroleros fueron de \$14.149 millones. Si analizamos el enero – septiembre 2018 con el mismo periodo en el 2019 los ingresos decrecieron 0,8%. Los gastos fueron de \$16.731 millones y aumentado 2,6% manteniendo el mismo periodo de análisis. El gasto corriente hasta

septiembre fue el 86 por ciento del gasto total. Entre otros rubros, por sueldos se pagaron \$6.642 millones, por bienes y servicios \$1.552 millones, por el 40 por ciento de pensiones al IESS \$770 millones, al ISSFA se abonó \$288 millones, por el Bono de Desarrollo Humano se cancelaron \$539 millones. El pago de Intereses de la deuda pública requirió \$2.534 millones. En contraste, el gasto de inversión fue sólo \$1.096 millones, apenas el 6,6 % del gasto total.

Para finales de junio del presente año el déficit ya se encontraba sobre los \$1500 millones de dólares. A septiembre el déficit es de \$2582 millones y considerando que gran parte de los desembolsos, especialmente en gasto corriente están presupuestados para el fin del año, varios analistas consideran el gobierno cerrar con un déficit que podría alcanzar los 4 mil millones de dólares. Actualmente ya superamos el objetivo de un déficit de dos mil millones de dólares que en su momento planteo el ejecutivo.

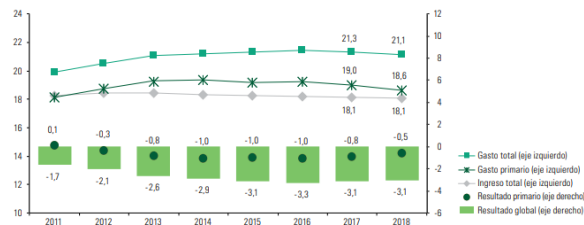


Fuente: BCE

La primera pregunta que se debe realizar es si esta cifra del déficit es un problema. Sin lugar a duda el óptimo es mantener un superávit fiscal, pero esté es

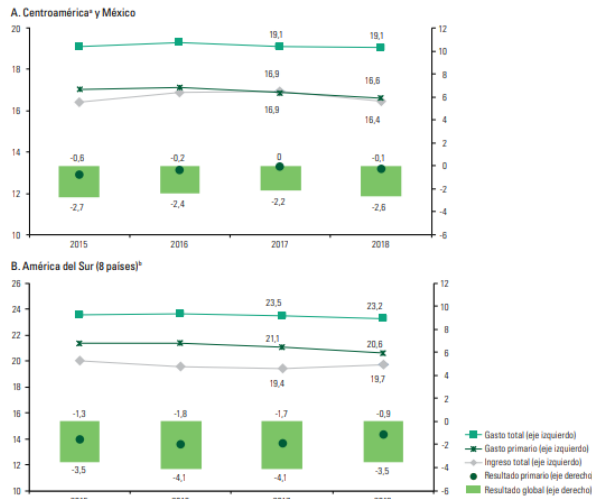
resultado de una estructura económica funcional, donde los ingresos fiscales superan a los gastos. Contrario a forzar la data para alcanzar un objetivo, puesto que esto puede generar los efectos contrarios en la economía. Primero analicemos los resultados alrededor de esta variable en los países latinoamericanos, para lo cual usaremos datos oficiales de la Cepal.

**Gráfico 11**  
 América Latina (16 países)<sup>a</sup> indicadores fiscales de los gobiernos centrales, 2011-2018<sup>b</sup>  
 (En porcentajes del PIB)



**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.  
**Nota:** Las cifras son promedios simples. En los casos del Ecuador, Honduras, Nicaragua y la República Dominicana, las cifras corresponden a proyecciones realizadas sobre la base de un acumulado de 12 meses hasta noviembre de 2018.  
<sup>a</sup> Argentina (administración pública nacional), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México (sector público federal), Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú (gobierno general), República Dominicana y Uruguay.

**Gráfico 12**  
 América Latina (subregiones seleccionadas): indicadores fiscales de los gobiernos centrales, 2015-2018  
 (En porcentajes del PIB)



**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.  
**Nota:** Las cifras son promedios simples. Se excluye Haití por revisión de cifras. En los casos del Ecuador, Honduras, Nicaragua y la República Dominicana las cifras corresponden a proyecciones realizadas sobre la base de un acumulado de 12 meses hasta noviembre de 2018.  
<sup>a</sup> Se incluye a Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y la República Dominicana.  
<sup>b</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay, Perú y Uruguay.

Como visualizamos en los gráficos anteriores el problema no es la cifra de déficit fiscal que mantienen al Ecuador, puesto que la región maneja cifras similares. Si bien el óptimo es mantener un superávit fiscal, las políticas económicas deberían encaminarse hacia la generación de más ingresos y a la reducción eficiente de gastos más forzar alcanzar un indicador. El problema si no son los gastos, es porque la

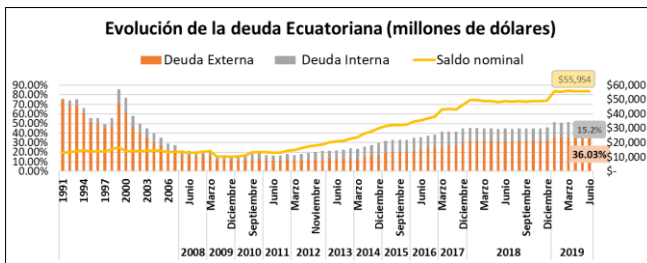
economía ecuatoriana no genera ingresos suficientes para su ejercicio. La respuesta es un mal manejo impositivo que deja espacio a la elusión e impuestos mal enfocados, un ejemplo es el ISD que debería ser manejado como un impuesto correctivo, pero funciona más como recaudador. La solución podría encontrarse en una progresividad del IVA en el corto plazo, mejor control por parte del SRI. Y en el mediano y largo plazo el país ya debe empezar una estrategia enfocada a abandonar la dependencia primario-exportadora.

Además, los ingresos fiscales están en función del gasto. La economía al ser un sistema de variables que se retroalimentan, a medida que se reduce el gasto, también se reduce el consumo y la inversión. Afectando así los ingresos impositivos ligados a la actividad económica como el IVA y el impuesto a la renta. Considerando que los ingresos tributarios representan un rubro mayor que los ingresos petroleros, desfavorecerlos generaría un problema mayor.

Con esto abrimos otro punto de análisis que preocupa al gobierno y es la existencia o no de un estado obeso. Siempre se pueden recortar gastos en búsqueda de la eficiencia, pero la pregunta es cuanto se puede recortar. La respuesta es que no demasiado, considerando que, según los datos del mismo ministerio de finanzas, el 80 por ciento del gasto corriente se encuentran el educación, salud y seguridad, rubros que mantienen el bienestar social y son necesarios para el desarrollo de un país. Concluyendo que puede ser que el estado sea caro, pero no obeso.

Avanzando en el análisis del gobierno, aún se mantiene el problema del financiamiento. El crecimiento de la deuda ecuatoriana se dio sin lugar a duda por un manejo irresponsable de la década pasada. Como se observa en el siguiente gráfico la deuda empieza a crecer exponencialmente desde el año 2014, puesto que el país entra en un proceso de contracción del que hasta la fecha no se recupera. Lo que sucedió es que como ya es común en el Ecuador

decidieron aplicar la teoría económica al revés. La academia económica sugiere que en época de bonanza económica se apliquen medidas de ajustes para esclarecer la economía y no caer en gastos innecesarios, pero en épocas de decrecimiento (la actual) la política económica debe ser contra cíclica para motivar la economía y generar crecimiento. Durante la década pasada con un alto precio de petróleo, el gasto aumento desmedidamente sin ninguna medida de optimización o ahorro. Actualmente con ya un decrecimiento económico proyectado se ha optado por políticas de ajuste que empeoran la salud económica.



**Fuente:** Ministerio de finanzas

De igual forma que el déficit fiscal, el monto de la deuda no es el problema sino las condiciones de esta y estructuralmente porque se genera.

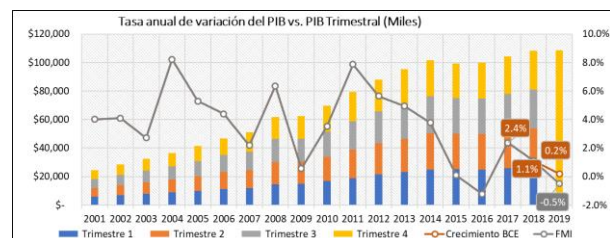
Actualmente le país mantiene una mala calificación de riesgo en los mercados internacionales lo que se traduce en deuda cara y ya que es necesaria para financiar el déficit, se genera un problema. La preocupación del gobierno va alrededor de este hilo lógico. Ecuador mantiene una calificación de B- entregada por Moody's, S&P y Fitch. La descripción de una inversión en el Ecuador bajo esta calificación se la describe como altamente especulativa. La siguiente cuestión que debería preocuparnos es como mejoramos esta calificación y porque nos la dieron. La respuesta es que los análisis para entregar estas calificaciones se basan en la capacidad de pago esperada por el país. Históricamente las calificaciones del Ecuador se han encontrado alrededor de la descripción "Grado de no inversión especulativo" lo

que significa una economía con riesgo estructural, por más que exista una reducción de costos de la economía ecuatoriana, la calificación no va a mejorar porque la estructura económica es dependiente a los ingresos petroleros, a la actividad interna que está definida por la demanda agregada y a la intermediación bancaria.

Con la información anterior, sabemos que el déficit fiscal como tal es un síntoma que puede ser peligrosos dependiendo de la estructura económica. La deuda es un problema en condiciones desfavorables o con alto costo financieros, que los gastos corrientes son difíciles de reducir sin un alto costo social y que para obtener deuda en mejores condiciones necesitamos realizar un cambio estructural hacia el crecimiento económico, después de todo pocos invierten si la tendencia es a la baja, como el PIB ecuatoriano. ¿Entonces la situación es irremediable?, llegan las dificultades a ser tan grades que si no se quitan los subsidios ¿La dolarización está en riesgo? Como han mencionado representantes del gobierno en sus últimas intervenciones. Pues la respuesta es no, la economía ecuatoriana no es un paciente en coma. Mas bien tienen un resfrió que va empeorando por una inadecuada ayuda. En búsqueda de encontrar las potencialidades y salidas para la situación actual analicemos un poco históricamente la evolución y composición de la producción.

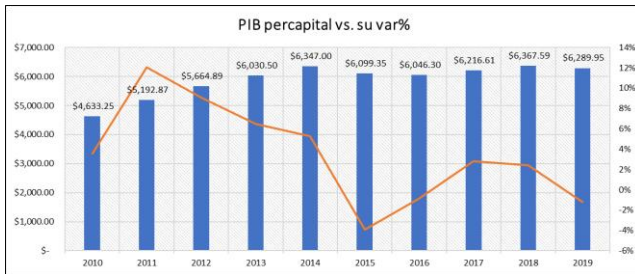
## Estructura económica:

El siguiente gráfico muestra las tasas de variación del PIB ecuatoriano a partir del año 2001 vs. el PIB nominal real de la economía:



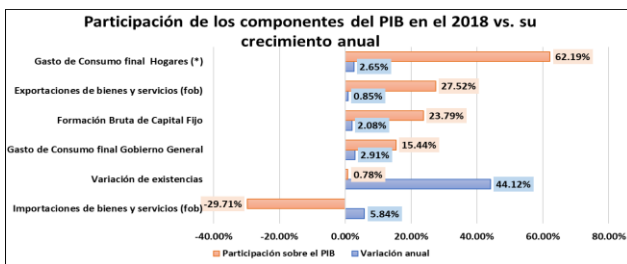
**Fuente:** BCE

Después de un 2016 de recesión económica, con un decrecimiento de su Producto Interno Bruto (PIB) de -1.2%, la economía ecuatoriana entró durante 2017 en una fase de recuperación con un crecimiento del 2.4% que se originó en su mayoría por el aumento en el consumo de los hogares, el cual creció en un 3.73%. El crecimiento económico en términos relativos no se ha podido recuperar desde el 2014. Un indicador acertado para medir el ciclo de crecimiento es el PIB per-capital como visualizamos en el siguiente gráfico.

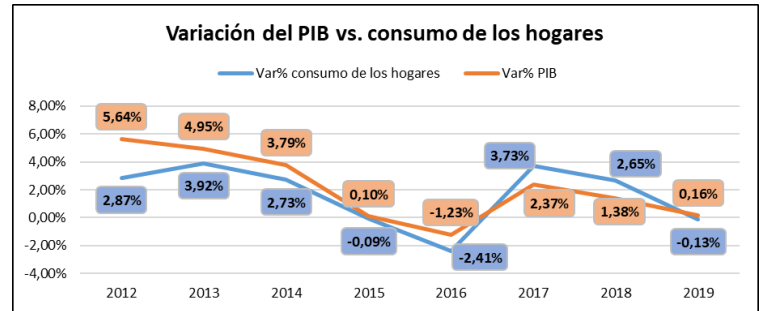


**Fuente:** BCE/INEC / **Elaboración:** Mercapital Casa de Valores

Para el 2018 el consumo de los hogares creció un 2.65% representando el 61.42% de los componentes del PIB para el mismo año. Aun así, el PIB ecuatoriano apenas presentó un crecimiento del 0.2% ya que se produjo un significativo crecimiento en las importaciones, alrededor del 44%, lo que contrajo los ingresos nacionales como se observa en el siguiente gráfico.

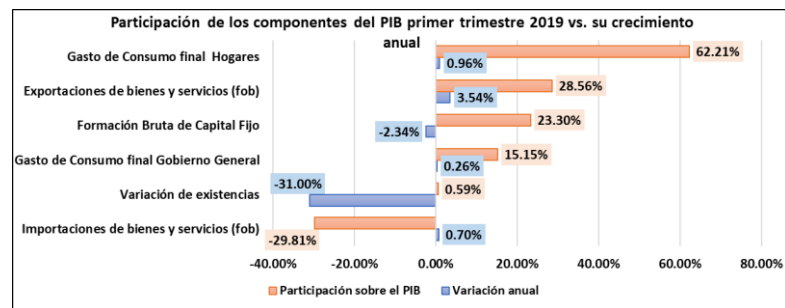


**Fuente:** BCE



**Fuente:** BCE

Las diferencias en la expansión económica también se explican con en el sector financiero donde la cartera de los bancos privados creció un 24.9% en el segmento de crédito de consumo. Para los 2 últimos trimestres del 2018 la tendencia se mantuvo con un crecimiento interanual promedio del 1.27%.



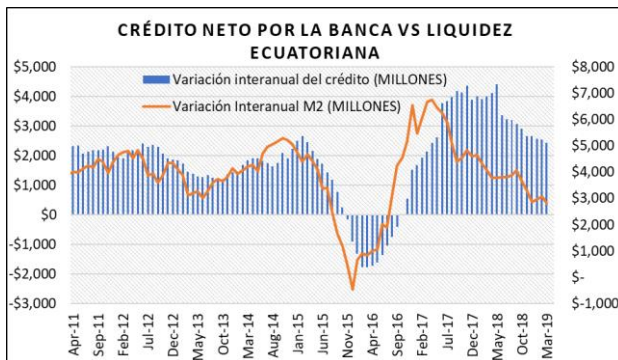
**Fuente:** BCE

Analizando el primer trimestre 2019 notamos que el consumo de los hogares se ha contraído pero las exportaciones se han acelerado. En términos de participación de los componentes del PIB no existe mayor variación. Los datos son claros la participación del consumo de los hogares dentro de los componentes del PIB es grande. Con la propuesta de eliminación de los subsidios consumo se va a ver afectado directamente, especialmente en los estratos sociales de menores ingresos puesto que no se verá un efecto sustitución por el aumento de los precios.

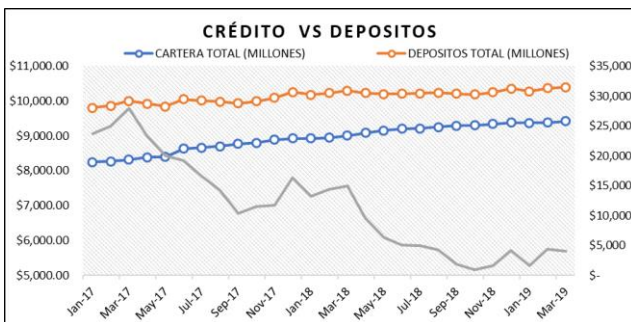
Por otro lado, para el 2018 y 2019 el Ecuador presenta porcentajes de crecimiento menores al promedio de la región según datos del FMI y es el único país de la región con previsiones de crecimiento negativo además de Argentina y Venezuela. Se espera una

contracción de la demanda agregada debido a la reducción del gasto de inversión y por despidos en el sector público. La tendencia a la baja no cambiara al menos que se inicie un plan de industrialización multinivel, que substituya importaciones y que genere crecimiento por un aumento de inversión privada logrando mayores fuentes de empleo lo que a su vez provoca una mayor recaudación por el dinamismo en la actividad productiva.

En el caso ecuatoriano, al no contar con moneda propia y mantener un creciente déficit comercial, la evolución del crédito neto interanual es un indicador fundamental para medir la liquidez de la economía. Como se ve en el siguiente gráfico desde inicios del 2018 inicia una contracción del crédito, que a su vez limita la liquidez.



**Fuente:** Superintendencia de bancos



**Fuente:** Superintendencia de bancos

La liquidez está directamente relacionada por la actividad bancaria en una economía dolarizada. La reducción de la brecha entre los créditos y los

depósitos se generan por el lado de la demanda de crédito. Con expectativas de contracción las empresas disminuyen su nivel de inversión y en algunos casos, el nivel de producción para mantener sus márgenes ante un caso de reducción de sus ventas. La contracción en la demanda de crédito por parte del empresariado ha hecho que los bancos se especialicen en el segmento de crédito de consumo.

En estos momentos la economía ecuatoriana sufre de una desaceleración por las expectativas de los agentes económicos. No existe una situación estructural insostenible pero las expectativas a la baja por el lado de las empresas y los hogares genera una reducción en el consumo e inversión. Los resultados de las expectativas negativas generan un ciclo que se retroalimenta debilitando la actividad productiva.

La actual reforma tributaria que entró a la asamblea mantiene varios aspectos positivos que buscan calmar las expectativas. La eliminación del anticipo al impuesto a la renta y el aumento de ingresos tributarios por 730 millones sin afectar el consumo de los hogares, fomentan la producción, mitigan los problemas fiscales y permiten que los agentes económicos empiecen a visualizar un mejor escenario económico.

Además de las políticas compensatorias, el gobierno tiene los mecanismos para fomentar el consumo y a su vez el crecimiento económico como se explicó anteriormente. El fomentar el uso de medio de pagos electrónicos, el aumentar la colocación de créditos productivos a pequeñas empresas con tasas menores al 7%, fomentar impositivamente la nueva inversión y las contrataciones. Por último, debe darse una propuesta para un cambio estructural. Debe empezar a formular un plan industrial y de tecnificación para el país que, si bien la experiencia empírica sugiere que puede durar alrededor de 30 años, es importante iniciar en algún momento.

## **Potencialidades y medidas de corto, mediano y largo plazo:**

Como lo desarrollamos en los apartados anteriores, las expectativas económicas negativas por parte del consumo de los hogares y las empresas en el corto plazo son el principal problema. Mientras que en mediano y largo plazo sin lugar a duda la economía debe modificarse estructuralmente hacia la generación de industria y tecnificación productiva.

- **Corto plazo:**

La demanda agregada el representar el 60 por ciento del PIB, representa una herramienta para dinamizar la economía. Cualquier tipo de política que la fomente desde las expectativas (economía del comportamiento, promoción de medios de pagos electrónicos) y a través de transferencias directas (como subsidios focalizados o baja del IVA) automáticamente se traducen en crecimiento económico y también mayores ingresos tributarios. Se debe considerar que el fomento de la demanda agregada tiene mayor efecto sobre las familias con menores ingresos puesto que el efecto ingreso es mayor, además en quintiles con ingresos superiores el ahorro generalmente se canaliza a la inversión especulativa. La reducción del IVA en bienes de primera necesidad y un aumento en bienes suntuarios podría fomentar el consumo y aumentar la recaudación.

- **Largo plazo:**

En largo plazo, el mercado ecuatoriano presenta una alta potencialidad de crecimiento, por su riqueza en recursos naturales, su ubicación geográfica estratégica y la estabilidad en política monetaria y cambiaria que se deriva de la dolarización. Lo que debe iniciar es un proceso industrial y tecnológico fomentando a través de

crédito con tasas subsidiadas a los proyectos con un fin productivo. A largo plazo el país debe tomar un proyecto insignia con participación público privada que genere mayores que modifique la estructura de ingresos, con miras a abandonar la dependencia primario-exportadora.

Se pueden aclarar las cuentas públicas, sin generar una recesión económica, aumentando la confianza internacional obteniendo deuda a menores costos. Las políticas económicas deben ser más creativas, contra cíclicas y se deben aumentar los impuestos progresivos.



# MERCAPITAL

casa de valores s.a

## ¡Conectándole a las oportunidades!

### Contáctenos:



Whymper N27-70 y Orellana, Edificio Sassari - Piso 2 - Oficina 2ª, Quito - Ecuador



(593) 3 932 510 / Celular: (593) 987 473 653



info@mercapital.ec

## www.mercapital.ec



El presente documento ha sido elaborado por el Departamento de Estructuraciones Financieras de Mercapital Casa de Valores S.A. en base a información proporcionada por fuentes públicas consideradas como fidedignas. Se prohíbe su reproducción parcial o total. Todos los derechos reservados.