

Macro Dev

Veinte años de la dolarización en Ecuador: ¿una bendición o una maldición?

Autores Selin Ozyurt (AFD)
y Simon Cueva (TNK Economics)

Agradecimientos: los autores, Selin Ozyurt (Agence Française de Développement, Euler Hermes departamento de Investigación económica) y Simon Cueva (TNK Economics, Quito-Ecuador) quieren dar las gracias a Clotilde Boutrolle (AFD Quito), Stephane Dees (Banque de France) y María Caridad Ortiz (TNK Economics Ecuador) por sus constructivos comentarios en esta investigación.

Aviso legal: este documento fue escrito por Selin Ozyurt cuando ejercía de economista en la AFD y Simon Cueva (TNK Economics, Quito-Ecuador). Actualmente Selin Ozyurt trabaja para Euler Hermes (Investigación económica). Los puntos de vista y opiniones expresados son los de los autores y no reflejan necesariamente la política oficial o la posición de ninguna otra agencia, organización, empleador o empresa.

Índice

1.		3.		Conclusiones	
El porqué		Mecánica de la			p. 37
de la dolarización	p. 7	en Ecuador:		Referencias	
		funcionamiento	p. 19		p. 39
1.1 - Beneficios de la	p. 8				
dolarización total		3.1 - ¿Quién desempeña			
1.2 - Costes de la	p. 10	la función de prestamista			
dolarización total		de última instancia en			
		Ecuador?	p. 20		
2.		3.2 - Reservas internacionales			
Dolarización en		y estructura del balance del			
Ecuador: contexto		Banco Central	p. 21		
histórico	p. 11				
		4.			
2.1 - Graves tensiones en	p. 12	Impacto en el			
los sistemas monetarios y		sector externo y			
financieros en 1998/99		competitividad	p. 27		
2.2 - La decisión final de	p. 14				
dolarizar totalmente		4.1 - Mayor fragilidad			
2.3 - La dolarización		después de 2008 y baja			
oficial tuvo efectos	p. 16	competitividad	p. 28		
positivos inmediatos		4.2 - ¿Cuáles son los			
		desafíos específicos para			
		los desequilibrios externos			
		en Ecuador?	p. 31		
		4.3 - ¿Cómo afecta el			
		brote de COVID-19 a la			
		economía de Ecuador?	p. 34		

Ecuador adoptó el dólar estadounidense como moneda de curso legal en enero de 2000, en un contexto de profunda crisis económica y política. Prácticamente dos décadas después, en diciembre de 2019, el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó un desembolso total de 498 MUSD^[1] después de la finalización de la segunda y tercera revisión en el marco del Acuerdo de Servicio Ampliado del Fondo. El acuerdo financiero con el FMI se concluyó en marzo de 2019, bajo la presidencia de Lenin Moreno, con el fin de dar respuesta a las crecientes necesidades de financiación externa del país. En el marco del programa macroeconómico apoyado por el FMI, las autoridades ecuatorianas se comprometieron a garantizar la sostenibilidad fiscal, reconstruir las reservas internacionales del Banco Central del Ecuador (BCE) y fortalecer las bases institucionales de la dolarización oficial.

Veinte años después de la decisión radical de Ecuador de abandonar su moneda (el sucre), el país se enfrenta a un crecimiento económico débil, una deuda externa creciente y reservas internacionales bajas que solamentecubren una pequeña parte de los pasivos del sector bancario. Además, las tensiones sociopolíticas se suman al empeoramiento de las condiciones económicas, mientras que el gobierno busca implementar políticas de austeridad en salarios, impuestos y subsidios. La situación es incluso peor; como muchos otros países latinoamericanos, Ecuador está gravemente afectado por el brote de

1 El 11 de marzo de 2019 Ecuador llegó a un acuerdo de tres años con el FMI en el marco del Servicio Ampliado del FMI, para un apoyo financiero total de 4200 MUSD. El país recibió un primer desembolso de 651 MUSD en marzo de 2019. El segundo desembolso, de 250 MUSD, lo recibió el 28 de junio de 2019, tras la primera revisión del programa. La segunda y tercera revisión se completaron el 19 de diciembre de 2020.

la pandemia^[2]. El drástico impacto sobre la demanda (tanto externa como interna), junto con la fuerte caída de los precios del petróleo, ha reducido drásticamente los ingresos públicos. Se estima que las pérdidas económicas generales consecuencia de la crisis de COVID-19 alcanzarán 7 % del PIB en 2020.

En un contexto de creciente fragilidad política y económica, surgen una serie de preguntas vinculadas a la decisión de adoptar la dolarización. ¿Cuáles son las consecuencias específicas para Ecuador de haber sustituido su propia moneda por el dólar estadounidense hace dos décadas? ¿De qué manera ha contribuido la dolarización^[3] total a los problemas económicos actuales que atraviesa el país? O, por el contrario, ¿serían las condiciones económicas aún peores si el sucre se hubiera mantenido como moneda oficial de Ecuador?

La principal contribución de nuestro análisis se fundamenta en la evidencia reciente y basada en hechos de las consecuencias económicas de la dolarización. De hecho, el tema de la dolarización total, aunque fue ampliamente debatido a principios de la década de 2000 (a raíz de las crisis de la caja de conversión en los países emergentes), prácticamente dejó de tratarse durante la década de 2010. A principios de la década de 2000, algunos académicos y organizaciones internacionales consideraban la idea de la dolarización total como una solución posible a una importante inestabilidad financiera y de los tipos de cambio en algunos países emergentes. Mientras que Ecuador dio el paso “radical” hacia la

2 El brote de COVID-19 llegó cuando estábamos finalizando esta publicación. Aunque la cobertura de datos finaliza en 2019, en la sección 4 reflexionamos sobre el impacto de este shock sin precedentes en la economía ecuatoriana.

3 En este estudio, utilizamos los términos dolarización “oficial” y “total” indistintamente para referirnos a los países que han abandonado unilateralmente la moneda propia para adoptar la moneda de otro país como moneda de curso legal.

dolarización oficial, Argentina consideró seriamente abandonar el peso a favor del dólar estadounidense en 1999/2000. En aquel entonces, una abundante literatura teórica respaldaba la dolarización (por ejemplo, áreas monetarias óptimas, regímenes cambiarios sostenibles), aunque la evidencia empírica sobre los beneficios “reales” de la dolarización seguía siendo pobre.

En este estudio, analizamos la experiencia de Ecuador con la dolarización oficial durante las dos últimas décadas. Ecuador constituye un caso de investigación de gran interés en muchos aspectos. Primero, con una población de unos 17 millones, Ecuador es, con diferencia, el país más grande que renunció a su propia moneda y adoptó la dolarización oficial.^[4] Segundo, a diferencia de la mayoría de los países que han adoptado unilateralmente la dolarización total^[5], la proximidad histórica o política de Ecuador con los Estados Unidos era solo parcial. En otras palabras, el país no compartía una frontera común con los Estados Unidos y la integración económica o financiera de los dos países era relevante pero limitada. De hecho, la dolarización en Ecuador llegó como una decisión política repentina en un contexto de turbulencias financieras y macroeconómicas sin precedentes.

4 El PIB de Ecuador es prácticamente equivalente al PIB acumulado de los otros doce países del mundo totalmente dolarizados o euroizados (Winkler *et al.* 2004).

5 Aquí el término “dolarización” también se aplica a la adopción de otras monedas extranjeras como moneda de curso legal, como el euro, la libra esterlina o el dólar australiano.

El resto de este análisis se estructura de la siguiente manera. La sección 1 analiza las razones que se esconden detrás de la dolarización total y la sección 2 presenta el contexto histórico que condujo a la dolarización total en Ecuador. La sección 3 explica la mecánica de la dolarización total en Ecuador, especialmente con respecto a las reservas internacionales. El impacto de la dolarización en el sector externo y la competitividad se analiza en la sección 4.

1. El porqué de la dolarización

Los pros y contras de la dolarización total se debatieron ampliamente a principios de la década de 2000 en el marco de los regímenes cambiarios sostenibles (revisión bipolar) y la (nueva) teoría de las áreas monetarias óptimas^[6]. Según esta literatura, los principales beneficios de la dolarización pueden resumirse tal como se muestra a continuación.

1.1 – BENEFICIOS DE LA DOLARIZACIÓN TOTAL

1.1.1 – Estabilización macroeconómica

En los países en que la política monetaria ha perdido credibilidad, la adopción de una moneda extranjera puede representar un fuerte mecanismo de compromiso (Del Negro *et al.* 2001) y estabilizar la situación monetaria y financiera. Este beneficio significativo en términos de credibilidad de la política monetaria se relaciona principalmente con su casi irreversibilidad. Revertir la dolarización es prácticamente imposible y conllevaría enormes costes^[7] en comparación con abandonar un acuerdo de caja de conversión o un régimen de tipo de cambio fijo.

Después de adoptar explícitamente la moneda de otro país (p. ej., Estados Unidos) que tiene una política monetaria más creíble, se espera que la inflación y las tasas de interés en una economía dolarizada converjan hacia el nivel del país emisor (Winkler *et al.*, 2004). Algunos estudios (Fischer, 1982; Eichengreen, 2000) sugieren que la dolarización mejoraría la disciplina fiscal al descartar la posibilidad de financiación monetaria de los déficits fiscales. Además, al rechazar definitivamente la posibilidad de financiación inflacionaria, la dolarización también podría fortalecer las instituciones financieras y crear un sentimiento positivo para los inversores nacionales e internacionales.

En esta línea, los primeros años de dolarización en Ecuador ilustraron ciertamente la mejora de la estabilidad macroeconómica gracias a una política monetaria creíble. El marco legal inicial del banco central tras la dolarización de Ecuador impuso un claro sistema de prioridades en su balance general que limitaba estrictamente la financiación monetaria del gobierno central. Sin embargo, este marco se modificó durante el período 2008–2014 y allanó el camino para un aumento en la tenencia de bonos del gobierno por parte del banco central. La financiación de la deuda pública por parte del banco central permitió una fuerte expansión fiscal entre 2008 y 2014, mientras que el déficit presupuestario creció sin cesar durante el período 2008–2016. Dicha financiación también podría haberse dado en una economía no dolarizada, pero seguramente habría tenido consecuencias inflacionarias.

1.1.2 – Primas de bajo riesgo

La dolarización oficial excluye la posibilidad de devaluaciones repentinas y pronunciadas del tipo de cambio, lo que reduce la prima de riesgo del endeudamiento externo. Además, es probable que la dolarización mejore el acceso a los mercados financieros internacionales. La reducción del riesgo cambiario y de los costes de información podría reducir los costes del endeudamiento para el gobierno y el sector privado (Calvo, 1999). Asimismo, se espera que la dolarización total evite salidas súbitas de capital motivadas por el temor a una devaluación. Finalmente, la evidencia teórica sugiere que la dolarización puede contribuir a la estabilidad financiera y mitigar el riesgo de controles de capital imprevistos (Berg y Borensztein, 2000).

6 Véase Winkler *et al.* (2004) para profundizar sobre los fundamentos teóricos de la dolarización.

7 De hecho, hay pocos casos de desdolarización y, en su mayoría, están relacionados con la obtención de la independencia del país en cuestión (Winkler *et al.* 2004). Liberia ilustra uno de los pocos ejemplos de reversión de la dolarización oficial. La agitación política y la guerra civil (en un contexto de fuertes desequilibrios fiscales) pusieron fin al régimen de dolarización, vigente durante más de cien años. Más recientemente, Zimbabue abandonó la dolarización en 2019, tras un período de importantes déficits fiscales financiados por instrumentos cuasimonetarios no convertibles, combinados con controles de cambio de divisas y retirada de fondos, lo que desembocó en distorsiones económicas significativas.

Sin embargo, la adopción de la dolarización total no excluye sistemáticamente los incumplimientos soberanos. En algunos casos, la dolarización podría incluso aumentar dicho riesgo de incumplimientos soberanos, afectando a la capacidad de la economía para adaptarse a los shocks asimétricos. Como en otros países que emiten moneda propia, las finanzas públicas insostenibles, la inestabilidad política o los sistemas financieros insuficientemente supervisados también afectarían negativamente a los costes de endeudamiento en las economías dolarizadas.

1.1.3 – Eliminación de costes de transacción y mayor integración económica y financiera con el "país ancla"

Se espera que la dolarización oficial fomente una integración económica del país con el país emisor^[8] eliminando la incertidumbre del tipo de cambio y los costes de transacción relativos a la moneda extranjera (Frankel y Rose, 1998; Rose y Engel, 2000). En teoría, como próxima etapa hacia una integración económica más profunda, se podría esperar que los ciclos económicos de las dos economías (es decir, el emisor de la moneda y el país totalmente dolarizado) converjan gradualmente.

De hecho, los ahorros derivados de la eliminación de los costes de transacción son proporcionales al volumen de transacciones financieras realizadas y a la cuota del comercio que se factura en la moneda extranjera adoptada. En el caso específico de Ecuador, el impacto de la dolarización total en el desarrollo del comercio internacional ha sido relativamente marginal. Como exportador de materias primas, un 74 % (media 1995-1999) de las exportaciones ecuatorianas ya se realizaba en dólares estadounidenses antes de que el país adoptara la dolarización total. Si examinamos los datos históricos, vemos que el comercio ecuatoriano con los Estados Unidos solo ha experimentado un aumento medio marginal desde que los países comenzaron a compartir una moneda común^[9]. De hecho, la integración comercial y financiera de Ecuador con los Estados Unidos se ha mantenido limitada ya que, a diferen-

cia de sus vecinos Perú y Colombia, Ecuador aún no ha concluido un tratado de libre comercio. Con todo, no se puede afirmar que en Ecuador la dolarización total haya permitido una integración económica con los Estados Unidos superior a la que se habría obtenido de otro modo.

1.1.4 – Desarrollo del sector financiero y aumento de la inversión

Se espera que, gracias a estabilización monetaria, la dolarización oficial promueva el desarrollo del sector financiero nacional. Para los países en desarrollo, los mercados financieros más profundos suelen considerarse condición previa para el desarrollo económico. Más específicamente, se espera que una mayor disponibilidad de financiación sostenga la inversión y así se estimule el crecimiento económico. Además, se demuestra que el desarrollo financiero aumenta de manera desproporcionada los ingresos de los más pobres y, por lo tanto, reduce la desigualdad de ingresos (Beck *et al.*, 2007).

Se espera que una mayor credibilidad de la política monetaria y la eliminación del riesgo de tipo de cambio atraigan inversión extranjera a los países dolarizados. Sin embargo, en el caso de Ecuador, la decisión de dolarizar por completo no supuso un aumento en las entradas de inversión extranjera directa (IED). De hecho, la eliminación del riesgo de tipo de cambio no ha neutralizado suficientemente los numerosos obstáculos a la inversión extranjera. Entre otros aspectos, es probable que la inversión extranjera se vea desalentada por la imposibilidad constitucional de recurrir al arbitraje internacional fuera de la región latinoamericana y por el impuesto del 5 % sobre la repatriación de capitales. Asimismo, el desarrollo del sector financiero posterior a la dolarización total se ha visto notablemente frenado por barreras regulatorias como los topes en las tasas de interés y un complejo sistema de requisitos de liquidez para los bancos comerciales.

8 Asumiendo que las barreras comerciales entre los países son insignificantes.

9 Entre 1980 y 2000, el total de exportaciones e importaciones ecuatorianas con los Estados Unidos representaron una media del 8,4 % y el 4,7 % del PIB, respectivamente. Después de la dolarización total, las exportaciones e importaciones ecuatorianas a los Estados Unidos aumentaron ligeramente al 9,5 % y 5,9 % del PIB respectivamente durante el período 2001-2018.

1.2 – COSTES DE LA DOLARIZACIÓN TOTAL

Tras repasar los principales beneficios económicos de la dolarización total, abordaremos brevemente los costes sustanciales que esta decisión radical de política monetaria conlleva.

1.2.1 – Pérdida de la función de prestamista de última instancia

Una economía totalmente dolarizada pierde, naturalmente, su capacidad para emitir su propia moneda y cede el control de la política monetaria y cambiaria. En consecuencia, el banco central pierde su función de "prestamista de última instancia" en el sentido tradicional. Las reservas de moneda extranjera (sumadas a los posibles préstamos externos con dicho fin) determinan la cantidad máxima de liquidez que se puede inyectar al sistema financiero para evitar una crisis de solvencia o liquidez (Berg y Borensztein, 2000). Tal y como veremos más adelante, los países dolarizados pueden disponer de mecanismos alternativos de provisión de liquidez para permitir que el banco central actúe como prestamista de última instancia. Por ejemplo, el fondo de liquidez y los sistemas de garantía de depósito en Ecuador, o los activos sostenidos por el fondo soberano y los bancos *offshore*^[10] en Panamá, podrían traer un suministro extra de liquidez de emergencia en caso de estrés.

1.2.2 – Mayor vulnerabilidad a los shocks asimétricos

Al adoptar la dolarización total, el banco central renuncia casi por completo al mecanismo de política monetaria (por ejemplo, las tasas de interés de política) como un medio para contrarrestar las fluctuaciones del ciclo económico o los shocks asimétricos. Esto significa que, para evitar grandes fluctuaciones económicas, la economía dolarizada necesitaría apoyarse en mecanismos de ajuste alternativos, como amortiguadores fiscales. Dicho esto, el coste de perder el mecanismo de política monetaria puede ser insignificante en casos en que la política monetaria sea ineficaz y no tenga credibilidad (Summers, 2000; Calvo y Reinhart, 2001).

1.2.3 – Pérdida de señoreaje

Para el banco central, la pérdida de los ingresos por señoreaje procedentes de la emisión de moneda nacional es uno de los costes más directos de la dolarización. Este coste incluye no solo los costes únicos de "existencias" en que se incurre al reemplazar la moneda nacional en circulación por billetes y monedas extranjeras, sino también los costes de "flujo" vinculados a la pérdida de las ganancias futuras generadas por el flujo de nueva moneda impresa anualmente^[11].

10 Aquí nos referimos a los depósitos en dólares estadounidenses de los bancos *offshore* en Panamá. Sin embargo, sigue siendo cuestionable la velocidad y la manera cómo se utilizarían estos recursos para abordar una situación de falta de liquidez a nivel sistémico.

11 Para profundizar sobre los ingresos por señoreaje, véase Berg y Borensztein (2000).

2. La dolarización en Ecuador: contexto histórico

En Ecuador, las décadas de 1980 y 1990 se caracterizaron por un bajo crecimiento económico (2,5 % de media en términos reales) y el estancamiento del ingreso per cápita. A final de la década de 1990, la política monetaria había perdido credibilidad^[12], y dos décadas de gran inflación (40 % de media) y una continua depreciación de la moneda local arrastraron al país al borde de una importante crisis económica y política. Cabe destacar que el miedo crónico generalizado a la inflación y la inestabilidad monetaria desembocó en altas tasas de interés aplicadas a los préstamos en moneda nacional y, a lo largo de los años, estimuló una creciente dolarización.

2.1 – Graves tensiones en los sistemas monetarios y financieros en 1998/99

Ecuador vivió en 1998/99 la peor crisis financiera y económica de su historia. Atravesó una crisis monetaria y bancaria sin precedentes, producida como resultado de un entorno externo débil, la continua monetización del déficit presupuestario, la creciente inestabilidad del sistema financiero y la fuerte depreciación de la moneda nacional (sucre). Ecuador había abandonado su régimen de paridad deslizante a principios de 1999 (Fischer, 2001) por un régimen flotante independiente como respuesta a las fuertes devaluaciones del sucre a partir de 1997. Según el Banco Central del Ecuador, la devaluación del sucre alcanzó el 36 % entre 1997 y 1998, antes de alcanzar el 115 % entre 1998 y 1999.

En este contexto, la depreciación de los activos del sector bancario puso a las instituciones financieras en situación de estrés al debilitar sus balances. Durante estos dos años, la proporción de préstamos en mora sobre el total de préstamos aumentó drásticamente hasta alcanzar el

57 % en diciembre de 1999^[13], con la consiguiente quiebra de muchas instituciones. Para contener la propagación de quiebras bancarias, en 1998 el gobierno aprobó apresuradamente un sistema de garantía de depósitos (que cubría los depósitos en sucre y en dólares). Mientras que el sector bancario lidiaba con importantes problemas de solvencia y liquidez, el banco central se enfrentaba al imperativo de actuar como prestamista de última instancia. Esta situación provocó la emisión de grandes cantidades de moneda. Finalmente, a finales de 1999, la medida restringida de la oferta monetaria M1^[14] aumentó en casi un 90 %, y la base monetaria^[15] aumentó en un 136 %. Las autoridades también situaron a los principales bancos insolventes bajo la recién creada Agencia de Garantía de Depósitos, y se cerraron muchas instituciones financieras menores.

A finales de 1999, Ecuador vivió una de las crisis bancarias más severas de América Latina. La quiebra de varios bancos e instituciones financieras provocó pérdidas totales superiores a los 4 000 millones de dólares (casi el 20 % del PIB). Finalmente, quince bancos, dos instituciones financieras y un fondo de inversión acabaron en manos del gobierno. La proporción de activos bancarios en manos del sector público alcanzó el 59 % de los activos totales del sector (Naranjo, 2003). El rescate del sistema financiero implicó un alto coste sin precedentes para las finanzas públicas y, a finales de 1999, había mermado las reservas internacionales en un 25 %. Otro efecto desestabilizador de la crisis del sector bancario fueron las salidas masivas de capital, ya que alrededor de 2 000 millones de dólares salieron del país, aproximadamente el 10 % del PIB en 1999 (Banco Central del Ecuador, 2017).

12 En 1992 el Banco Central del Ecuador introdujo un "programa de estabilización basado en el tipo de cambio" con el objetivo de frenar la inflación. El régimen cambiario, que inicialmente representaba una flotación sucia (Jácome, 2004), cambió en 1994 a una banda deslizante preanunciada para anclar las expectativas de inflación. Sin embargo, entre 1995 y 1998, los parámetros de la banda de tipo de cambio se ajustaron seis veces consecutivas, lo que comportó una pérdida de credibilidad del régimen cambiario.

13 Entre agosto de 1988 y agosto de 1999, la liquidez del sistema bancario se redujo a la mitad, pasando de 1600 MUSD a 860 MUSD; el crédito total se redujo en un 40 %; los préstamos dudosos crecieron de 300 MUSD a 1100 MUSD; y los depósitos totales cayeron un 33 %, pasando de 5100 MUSD a 3400 MUSD.

14 El M1 es un agregado monetario que engloba las partes más líquidas de la oferta monetaria, como billetes y monedas, depósitos a la vista, cheques de viajero y otros depósitos transferibles mediante cheques.

15 La base monetaria se refiere al monto total de una moneda que circula en manos del público o en los depósitos de bancos comerciales mantenidos en las reservas del banco central.

En marzo de 1999, y tras la quiebra de algunos de los principales bancos, el gobierno optó por una medida sin precedentes: congelar los fondos privados del conjunto del sector bancario. El motivo de la congelación (prevista inicialmente por una semana, pero finalmente decretada por un año) fue detener las retiradas de depósitos provocadas por la falta de confianza del público y facilitar la introducción de un nuevo impuesto sobre las transacciones financieras. Desde noviembre de 1998 se aplicaba un impuesto del 1 % sobre cada retiro de depósito y otras transacciones bancarias, que sustituía al impuesto sobre los ingresos (tanto para los individuos como las empresas), y se reintrodujo en abril de 1999. El impuesto sobre las transacciones financieras se suprimió en noviembre de 2000 después de que se levantara la congelación de depósitos. Tal y como se esperaba, la congelación aumentó la desconfianza del público en el sistema bancario e impulsó las tenencias de efectivo en el domicilio y los depósitos en bancos *offshore*. Durante el período de congelación, los depósitos en bancos *offshore* aumentaron en 755 MUSD en 1999 (alrededor de una décima parte del total de depósitos en bancos nacionales) y representaron fugas masivas de capital (Naranjo, 2003).

Después de la crisis del sector bancario, las finanzas públicas de Ecuador se deterioraron drásticamente como consecuencia de las costosas recapitalizaciones bancarias y las condiciones externas débiles. En 1999 el déficit del sector público no financiero alcanzó el 4,7 % del PIB y la deuda pública se volvió insostenible. El coeficiente de deuda pública sobre el PIB se disparó rápidamente, pasando del 67 % del PIB en 1998 al 100 % del PIB en 1999. Además de las necesidades de financiación del sector público, los bonos emitidos por la Agencia de Garantía de Depósitos para reembol-

sar a los depositantes (y posteriormente comprados por el banco central a cambio de liquidez) alimentaron la creciente deuda pública (Cueva y Díaz, 2019). El servicio de la deuda aumentó del 7,3 % del PIB en 1998 al 11,4 % en 1999, mientras que la deuda externa aumentó del 47 % del PIB en 1998 al 70 % del PIB en 1999. Al final, Ecuador se convirtió en el primer país en incumplir el pago de los *bonos Brady*¹⁶, lo que a su vez paralizó toda la financiación externa para el país.

2.1.1 – Recesión económica profunda con una caída drástica de la demanda interna

En un contexto de crisis económica y un entorno internacional altamente complejo, Ecuador entró en una profunda recesión en 1999. En un año, el PIB del país se contrajo un 4,7 % y la tasa de desempleo alcanzó el 14 %. Además, el déficit en cuenta corriente, que había alcanzado el 7,2 % del PIB como resultado de una caída del 41 % en los precios de las exportaciones de petróleo, se redujo al 4,5 % como reflejo de una caída del 45 % en las importaciones.

Las consecuencias económicas inmediatas de la crisis fueron devastadoras para la población. La fuerte depreciación se tradujo en una rápida caída de los salarios, y la pobreza aumentó. En 1999, el ingreso real per cápita volvió a caer al mismo nivel que en 1977. Las condiciones del mercado laboral empeoraron drásticamente. En 1999 el 14,4 % de la población económicamente activa estaba desempleada (frente al 6,9 % de 1995), y la tasa de subempleo alcanzó el 58,5 % (frente al 48,3 % de 1998), con escasos ingresos en el sector informal. En 1999, sólo el 27 % de la población activa tenía un trabajo formal con protección social adecuada (frente al 36 % de 1995).

16 Los *bonos Brady* son títulos de deuda soberana, denominados en dólares estadounidenses (USD), emitidos principalmente por países latinoamericanos a finales de la década de 1980. Los bonos recibieron el nombre del secretario del Tesoro de Estados Unidos, Nicholas Brady, impulsor de un nuevo acuerdo de reducción de deuda para las economías emergentes cuando estas comenzaron a incumplir el pago de los bonos emitidos por sus respectivos gobiernos.

2.2 – La decisión final de dolarizar totalmente

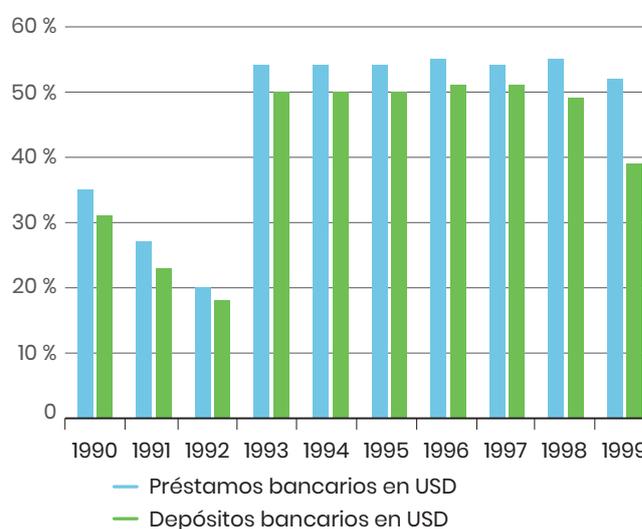
En un contexto de gran inestabilidad política, a finales de 1999, el sucre volvió a sufrir una fuerte presión en los mercados de divisas^[17]. Finalmente, en enero de 2000, las autoridades ecuatorianas decidieron adoptar el dólar estadounidense como moneda oficial a una tasa de conversión fija de 25 000 sucres por dólar estadounidense^[18], elegida para asegurar una cobertura adecuada de los pasivos del banco central con las reservas internacionales existentes.

Para el entonces presidente Jamil Mahuad, adoptar la dolarización representó, sin duda alguna, un atajo para asegurar una ancla nominal fiable contra la inflación y reinstaurar la estabilidad política y económica. En otras palabras, la dolarización en Ecuador fue improvisada y adoptada “contra las cuerdas”, sin haber cumplido las condiciones previas necesarias para asegurar su sostenibilidad, como finanzas públicas saneadas, un fondo de estabilización petrolera para reducir la volatilidad de los ingresos fiscales, un sector financiero fuerte y con una adecuada supervisión y un mercado laboral flexible (De la Torre *et al.*, 2001).

Poco después de esta decisión radical de dolarizar oficialmente, el descontento generalizado y el malestar social empujaron al presidente Mahuad a dimitir. Sin embargo, su sucesor y exvicepresidente Gustavo Noboa reafirmó la dolarización oficial de la economía. Cabe destacar que Noboa presentó al Congreso la Ley de Transformación Económica, que establecía el marco legal para la dolarización e introducía los cambios necesarios en el ámbito financiero y fiscal. En virtud de la ley, el banco central devenía “guardián” del sistema oficialmente dolarizado y dejada de funcionar como “emisor de dinero”.

Ecuador adoptó la dolarización total en un contexto de inestabilidad financiera, económica y política que comprometía gravemente la credibilidad de la política monetaria interna. Se podría afirmar que, con la adopción de la dolarización oficial, las autoridades ecuatorianas no tuvieron que renunciar a ningún instrumento de política que no hubieran perdido ya en el proceso (Beckerman y Solimano, 2002). Además, los crecientes niveles de dolarización informal facilitaron notablemente el cambio hacia la dolarización total. La proliferación de sucursales *offshore* de bancos locales^[19] también impulsó la dolarización gradual de la economía. Como resultado, la cuota de los depósitos denominados en dólares estadounidenses en el total de depósitos aumentó del 30,6 % en 1990 al 38,8 % en 1999. Paralelamente, se observaron tendencias similares para los préstamos de los clientes en dólares estadounidenses. La cuota de préstamos denominados en dólares estadounidenses aumentó del 35 % en 1990 al 52,2 % en 1999 (Figura 1).

Figura 1 - Evolución de los depósitos y préstamos bancarios en USD (% préstamos totales)



Fuente: Banco Central del Ecuador

17 La variación del tipo de cambio se depreció de 7123 sucres por USD en enero de 1999 a 24 617 sucres por USD en enero de 2000.

18 Cuando se congelaron los depósitos en 1999, 1 USD equivalía a 5000 sucres. Un año después, cuando los ecuatorianos volvieron a tener acceso a sus depósitos, por cada dólar (nueva moneda oficial del Ecuador) debían pagar cinco veces más, es decir, 25 000 sucres. Esta fue una buena noticia para quienes tenían deudas elevadas en moneda local (por ejemplo, hogares con grandes préstamos bancarios, empresas con altos créditos a la exportación u otros), ya que vieron reducidos significativamente los importes de sus deudas. Por otro lado, los ahorros de los hogares y las pensiones de los jubilados cayeron radicalmente en un año.

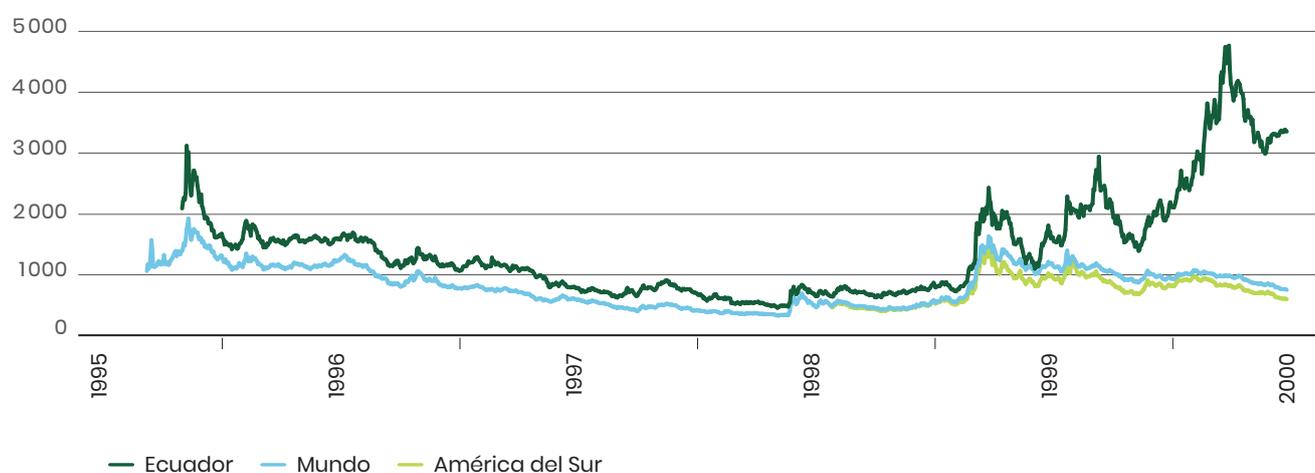
19 La mayoría de estas instituciones recibieron depósitos de residentes ecuatorianos y se beneficiaron de una regulación indulgente (por ejemplo, ausencia de requisitos de reserva, supervisión blanda).

Aparte de la creciente dolarización parcial, una combinación de varios factores estructurales y la inacción política prepararon el terreno para la dolarización oficial en Ecuador (Jácome, 2004; De la Torre *et al.*, 2001).

- **Factores institucionales:** Junto con otros países latinoamericanos, la liberalización financiera durante la década de los noventa había exacerbado las debilidades del sistema bancario ecuatoriano, dado que no se había habilitado adecuadamente un entorno regulatorio y de supervisión adecuado para acompañar la liberalización financiera. La nueva ley bancaria, la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero (LGISF), adoptada en 1994, fue concebida para responder a los desafíos de un sector financiero más liberalizado. Sin embargo, la implementación de la LGISF no se acompañó adecuadamente con medidas de regulación, supervisión y ejecución y no consiguió materializarse en el momento oportuno. Además, el nuevo marco legal en sí tenía fallos críticos. Por ejemplo, todavía no existía un marco legal e institucional adecuado para prevenir y gestionar las crisis bancarias (por ejemplo, un marco de resolución de entidades de crédito). Significaba que el gobierno carecía de la capacidad para responder a la crisis financiera de finales de 1998 a tiempo para evitar la escalada de la crisis bancaria.

- **Debilidad de las finanzas públicas:** El empeoramiento de la vulnerabilidad financiera durante 1997-1998 también fue el resultado de una postura fiscal sumamente acomodativa. La rigidez en las finanzas públicas limitó la capacidad del gobierno para corregir los crecientes desequilibrios fiscales asociados a los costes de recapitalización del sector bancario. Otros factores que restringieron el margen de maniobra fiscal del gobierno incluían la proporción considerable de ingresos fiscales destinados a propósitos específicos, la ausencia de normas fiscales cautelares y la dificultad para alcanzar un consenso político sobre fuentes de ingresos fiscales estables. Frente a una fuerte presión política y social de la oposición, el gobierno terminó anulando varias decisiones de ajuste fiscal (a excepción del impuesto sobre las transacciones financieras de 1999). Asimismo, la capacidad de endeudamiento del gobierno en los mercados de capital internacionales se vio seriamente obstaculizada por la pesada carga de la deuda, la debilidad de las finanzas públicas y el desprestigio relativo al incumplimiento de la deuda en 1987.

Figura 2 – Diferenciales de la deuda pública global de EMBI (todos los vencimientos)



Fuente: JP Morgan

- Debilidades del sector financiero:** La reforma anterior a la crisis de 1998 dio paso a graves debilidades del sistema bancario. El aumento de la dolarización no oficial (es decir, el aumento de la proporción de préstamos y depósitos bancarios denominados en dólares estadounidenses) redujo la eficacia de las reservas de capital en moneda local. La solvencia de los bancos se deterioró con una proporción creciente de préstamos morosos en dólares estadounidenses, mientras que la principal fuente de ingresos de los clientes bancarios era en sucres. Cabe destacar que el banco central no tenía suficientes reservas internacionales para evitar el debilitamiento de la moneda nacional.

2.3 – La dolarización oficial tuvo efectos positivos inmediatos

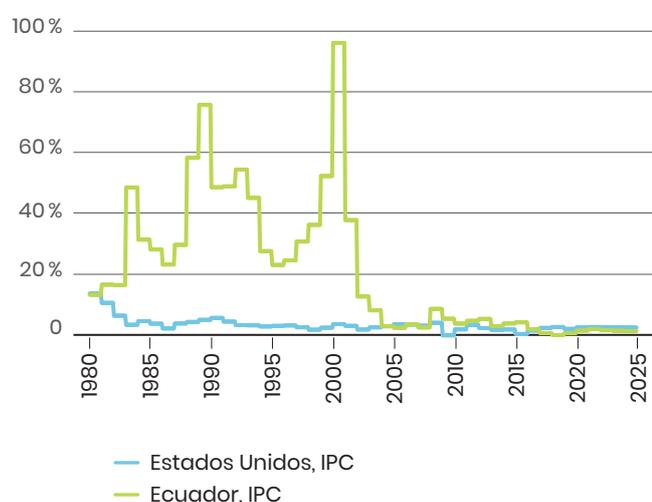
En medio de una crisis económica y política sin precedentes, la adopción de la dolarización oficial ofreció una solución "mágica" para que la economía volviera rápidamente a la normalidad. De hecho, la dolarización total de la economía ayudó a estabilizar rápidamente las condiciones monetarias y financieras. El cambio hacia la dolarización total finalmente puso fin al sistema de doble divisa, limitó la depreciación del tipo de cambio real y alivió las presiones de liquidez. También permitió recuperar la confianza en el sector bancario con más fuerza de lo esperado. Finalmente, la descon-

gelación total de los depósitos en marzo de 2000 no provocó retiradas masivas, y los depósitos bancarios aún experimentaron un ligero crecimiento en 2000 y 2001.

Gracias a este fuerte compromiso con la política monetaria, los diferenciales de los bonos ecuatorianos disminuyeron inmediatamente en los mercados de capitales internacionales y, en 2003, convergieron a la media de los países latinoamericanos (Figura 2).

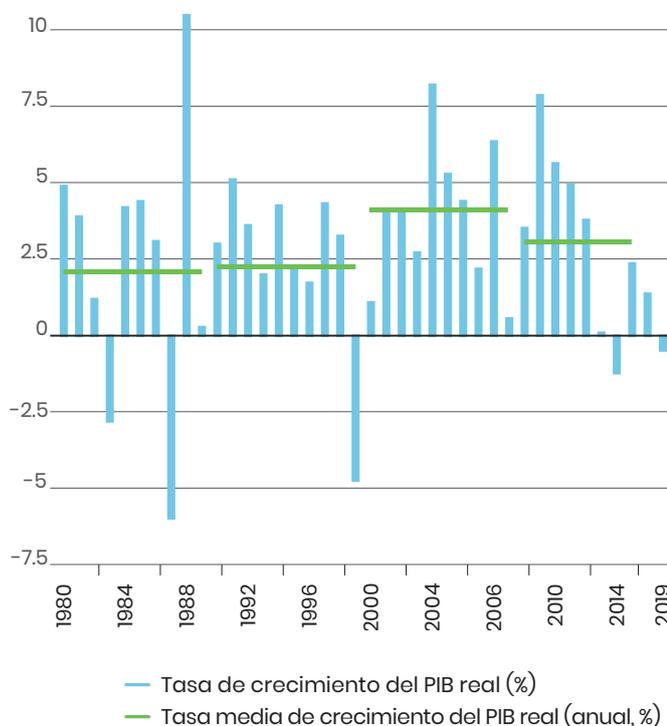
En cuanto a la inflación, el índice de precios de consumo se redujo drásticamente, pasando del 96 % en 2000 al 12,5 % en 2002 (datos del Banco Mundial), y llegó a niveles cercanos a los de los EE. UU. en 2005 (Figura 3). La inflación se mantuvo al 3,1% de media por año durante el período 2004-2019, notablemente por debajo de la media del 28 % entre 1970 y 1999. El control de la inflación bajo la dolarización total permitió a las empresas y los hogares operar en un marco macroeconómico estable y beneficiarse de un depósito de valor seguro, lo que también ofreció un horizonte a más largo plazo para las decisiones económicas y el crédito. En definitiva, acabar con la hiperinflación y garantizar la estabilidad de precios constituyen dos de los principales beneficios de la dolarización en Ecuador.

Figura 3 - Índice de precios al consumo en Ecuador y EE. UU.



Fuente: FMI (WEO)

Figura 4 - Crecimiento del PIB (%)

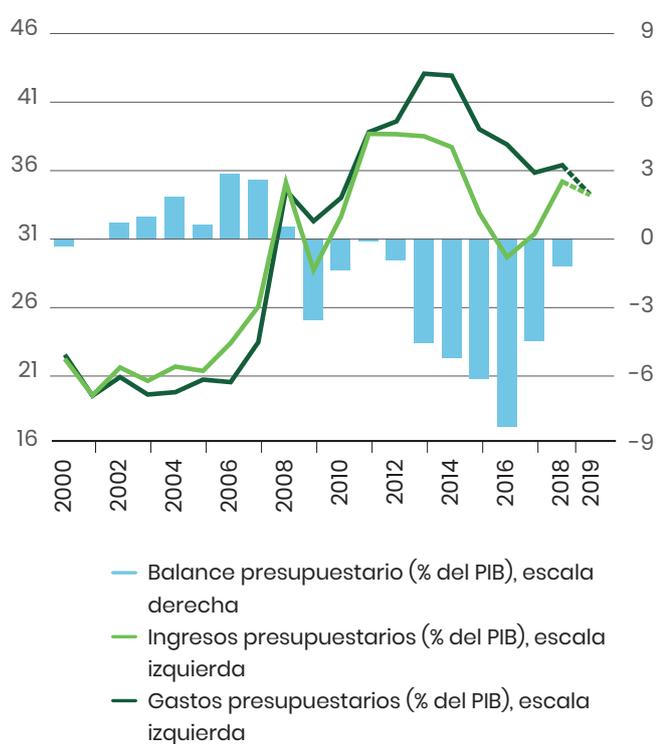


Fuente: FMI (WEO)

Un entorno internacional favorable brindó un apoyo sustancial a los primeros años de dolarización en Ecuador. La economía del país, que depende en gran medida de las exportaciones de materias primas (el 74 % de las exportaciones totales en 2004), se benefició considerablemente del auge de las materias primas a principios de la década de 2000 (Sinnott *et al.* 2010). Entre 2000 y 2008 el crecimiento se recuperó y se mantuvo sostenido (4,3 % de media). Los fuertes ingresos por exportaciones de petróleo (que representaban casi la mitad del total de ingresos del gobierno en ese periodo) ayudaron a reabsorber los desequilibrios. Además, la depreciación del tipo de cambio efectivo real a principios de la década de 2000, que reflejó la debilidad del dólar frente a las monedas de los competidores comerciales de Ecuador, ayudó a contener la expansión de las importaciones. Las reservas internacionales comenzaron a acumularse de nuevo, respaldadas por fuertes superávits en cuenta corriente impulsados por los ingresos por exportaciones de petróleo, así como por préstamos de instituciones financieras multilaterales (FMI, BM). En conjunto, la decisión de la dolarización se percibió como un éxito indiscutible hasta que, a finales de la década de 2000, empezaron a aparecer los efectos secundarios negativos y el panorama económico internacional se deterioró.

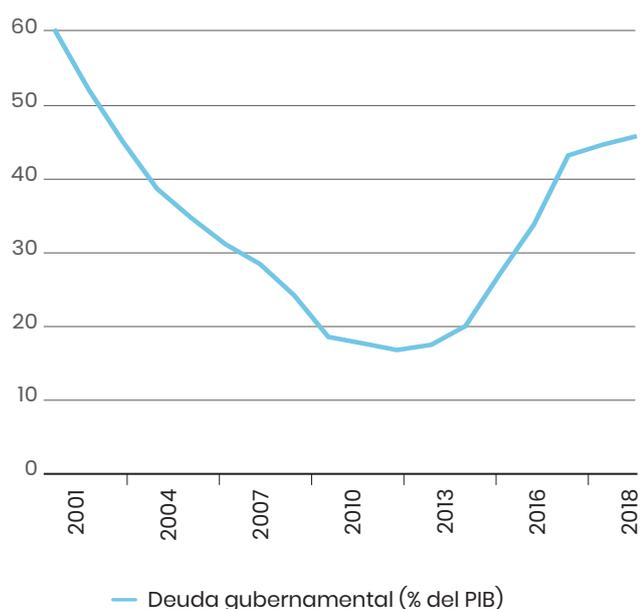
Los beneficios inmediatos de la dolarización total comenzaron a desvanecerse progresivamente cuando las condiciones internacionales se volvieron menos favorables. Por ejemplo, no parecía que la dolarización total impulsara automáticamente el crecimiento económico de Ecuador. La actividad económica sostenida de la década de 2000 estuvo estrechamente ligada a los precios del petróleo y las exportaciones de petróleo (Figura 4). El crecimiento del PIB real en Ecuador se situó en una media del 3,9 % anual entre 2000 y 2010 y luego se desaceleró, situándose en una media del 2,8 % entre 2011 y 2019. El aspecto más preocupante es que, bajo una política fiscal restrictiva, el PIB per cápita comenzó a disminuir a partir de 2014 y es poco probable que, con el actual programa macroeconómico respaldado por el FMI, se recupere en los próximos años.

Figura 5 - Finanzas públicas (% del PIB)



Fuente: FMI (WEO)

Figura 6 - Deuda pública (% del PIB)



Fuente: FMI (WEO)

La experiencia de Ecuador ilustra claramente que la dolarización total no necesariamente conduce a la disciplina fiscal a largo plazo. Paradójicamente, el banco central del país abandonó su función de prestamista de última instancia en medio de una importante crisis bancaria. El país había implementado varias reglas de prudencia fiscal y diferentes fondos o esquemas de estabilización petrolera durante el período 2002-2006, pero la mayoría fueron abandonados posteriormente, entre 2007 y 2014, cuando el país adoptó una postura fiscal procíclica en un entorno externo altamente favorable (Cueva *et al.*, 2018). A partir de 2007, en un entorno internacional muy favorable con precios del petróleo y de las materias primas muy elevados, gastos públicos se disparó, alcanzando el 43,5 % del PIB en 2014, y se mantuvo elevado incluso después de la crisis del precio del petróleo, con el 37 % del PIB en 2018, por ejemplo (Figura 5). En paralelo, la deuda pública aumentó rápidamente hasta llegar a ser prácticamente insostenible, con el 45,8 % del PIB en 2018 (Figura 6). El FMI espera que la deuda pública alcance un pico en 2020 en torno al 50 % del PIB, muy por encima del techo de sostenibilidad del 40 % del PIB. De hecho, el FMI (2019a) sugiere que, dada la volatilidad de los ingresos fiscales y las dificultades pasadas para establecer recortes duraderos del gasto, el techo de la deuda en Ecuador debería ser más bajo que el límite máximo establecido para otras economías emergentes. Por lo tanto, según la recomendación del Fondo, “un techo de deuda prudente en Ecuador no debería ser superior al 40 % del PIB y sería idóneo reducir el techo de deuda cerca del 30 % a largo plazo”. Finalmente, en 2018, las necesidades brutas de financiación del gobierno ascendieron a 9100 MUSD (8,5 % del PIB), de los cuales 7800 MUSD (7,3 % del PIB) se destinarían a la amortización de la deuda existente.

3. Mecánica de la dolarización total en Ecuador: funcionamiento

Antes de profundizar sobre los mecanismos específicos que Ecuador implementó, primero debemos aclarar qué incluyen realmente las “reservas internacionales” en una economía oficialmente dolarizada. Para un país con su “propia” moneda, las reservas de divisas corresponden a activos líquidos en moneda extranjera en poder de un banco central, como bonos, letras del tesoro y otros títulos gubernamentales extranjeros. En general, las reservas internacionales ofrecen a la autoridad monetaria un amortiguador contra shocks idiosincráticos. Así pues, las reservas internacionales se utilizan principalmente para respaldar los pasivos en moneda extranjera y (si es necesario) para defender el tipo de cambio de la moneda local. Por otro lado, en una economía oficialmente dolarizada, la de Ecuador, por ejemplo, las “reservas internacionales” corresponden solamente a los créditos sobre fuentes líquidas de no residentes, aunque todo el balance total del banco central está denominado en dólares estadounidenses. En otras palabras, los créditos sobre entidades nacionales o el gobierno no se contabilizan como reservas internacionales.

3.1 – ¿Quién desempeña la función de prestamista de última instancia en Ecuador?

La adopción de la dolarización oficial en Ecuador significa que el banco central ya no puede emitir dinero y ejercer de prestamista de última instancia para la economía. Sin embargo, esta capacidad de imprimir dinero es lo que garantiza que todos los créditos (en moneda nacional) se satisfagan íntegramente en caso de crisis financiera. Así, pues, en los países totalmente dolarizados, el gobierno y los bancos se ven obligados a acumular reservas considerables para hacer frente a las tensiones de liquidez. Esta es una de las razones por las que los bancos ecuatorianos se enfrentan a importantes requisitos de liquidez, que a veces pueden lastrar su actividad de intermediación financiera.

Para saber quién es el prestamista de última instancia efectivo en Ecuador, presentaremos dos instituciones encargadas de construir colchones de liquidez para el sistema financiero.

El Sistema de Garantía de Depósitos se implementó en 2008, basado en la Agencia de Garantía de Depósitos creada en 1998. El sistema garantiza^[20] los fondos que estarían disponibles para los depositantes en el caso de que una institución financiera no pudiera cumplir con sus obligaciones. Sin embargo, actualmente la mayor parte de los activos del plan de seguros se invierte en bonos del gobierno, lo que puede afectar al acceso a la liquidez en tiempos difíciles.

El Fondo de Liquidez, creado en 2009, es el principal actor capaz de ejercer de prestamista de última instancia y responder a las necesidades de liquidez de las instituciones financieras. Los principales recursos del Fondo comprenden las aportaciones de las instituciones financieras, los rendimientos de las inversiones y las ganancias anuales en efectivo, las donaciones, los préstamos o las líneas de contingencia utilizadas para financiar sus actividades. Cabe destacar que todos los recursos del Fondo deben invertirse de acuerdo con criterios similares a los de las reservas internacionales (es decir, en organizaciones multilaterales o supranacionales con una calificación internacional AA o superior), con inversiones realizadas a través del banco central (y principalmente en activos emitidos por el Banco de Pagos Internacionales y el Fondo Latinoamericano de Reservas).

El Fondo de Liquidez constituye un colchón importante para la liquidez bancaria (para necesidades a muy corto plazo y de hasta un año), con estrictas reglas de retirada. Los activos del Fondo son privados y no pueden ser objeto de embargo. El Fondo ofrece líneas de crédito renovables de un día para cubrir las deficiencias de las cámaras de compensación gestionadas por el banco central. También ofrece préstamos de hasta un año para cubrir necesidades extraordinarias de liquidez de las instituciones financieras. El Fondo de Liquidez, que sería la línea de ayuda de emergencia para las instituciones en crisis, ha acumulado considerables recursos desde su creación. Ascendieron a 2 900 MUSD en septiembre de 2019 (alrededor del 2,7 % del PIB), cifra que representa el 9,5 % de los depósitos, mientras que el objetivo es del 10 %. Para cada banco contribuyente, el 70 % de su contribución se

20 El Sistema de Garantía de Depósitos garantiza todas las cuentas corrientes, de ahorro y depósitos a plazo, hasta 32 000 USD en bancos privados e instituciones financieras que pertenecen al segmento 1 (es decir, con activos superiores a los 80 MUSD) y hasta 1 000 USD en otras instituciones financieras, con la obligación legal de cubrir a los depositantes en los 10 días posteriores a la liquidación forzosa de una institución financiera.

reserva para sus propias necesidades potenciales de liquidez, mientras que el 30 % restante se destina a un fondo mancomunado para apoyar a las instituciones financieras pequeñas.

Aunque ha acumulado considerables recursos desde su creación, el Fondo de Liquidez aún no se ha utilizado ante un riesgo sistémico. Si se produjera una pérdida de confianza generalizada y una retirada masiva y repentina de los depósitos bancarios, la capacidad del Fondo para garantizar la estabilidad de todos los sistemas de pago y asegurar el respaldo total de los depósitos bancarios podría verse comprometida.

Además del Fondo de Liquidez como primera línea de defensa para las dificultades financieras, las reservas internacionales del banco central representan un segundo salvavidas de liquidez. En una economía totalmente dolarizada, los shocks del sector financiero ejercen una presión inmediata sobre las reservas de divisas.

Sin embargo, en Ecuador, el banco central solo podría seguir actuando como "casi" prestamista de última instancia si tuviera suficientes reservas internacionales o si pudiera pedir prestado (USD) de fuentes externas, como inversores privados u organizaciones multilaterales (Davidson, 2002).

3.2 – Reservas internacionales y estructura del balance general del Banco Central

3.2.1 – ¿Para qué se utilizan las reservas internacionales en una economía totalmente dolarizada?

Tradicionalmente, al impedir la crisis de la balanza de pagos, las reservas internacionales de un país ayudan a preservar la estabilidad macroeconómica y financiera. Es decir, las reservas internacionales ofrecen a la autoridad monetaria liquidez preventiva para reaccionar ante los shocks y las condiciones desordenadas del mercado. Sin embargo, mantener reservas internacionales generalmente conlleva costes de oportunidad porque generan rendimientos más bajos que las inversiones alternativas.

En una economía totalmente dolarizada, para evaluar la adecuación de las reservas internacionales es necesario tener en cuenta algunas particularidades. Para empezar, las economías totalmente dolarizadas no necesitan mantener reservas internacionales que defiendan el tipo de cambio de su moneda, suavicen sus fluctuaciones o sirvan de colchón para los desajustes monetarios. Sin embargo, sí necesitan acumular colchones de liquidez para hacer frente a episodios de volatilidad en los flujos de moneda extranjera (Davidson, 2002; FMI, 2015).

Cuando la financiación externa no es fácilmente accesible, las reservas internacionales devienen especialmente críticas para mitigar los shocks fiscales, y las reservas acumuladas en el banco central constituyen la principal fuente de financiación para el gobierno. En este sentido, una razón adicional para mantener las reservas es la de crear la capacidad para hacer frente a cambios inesperados en los ingresos o gastos fiscales en épocas complicadas (por ejemplo, en caso de desastres naturales). Evidentemente, las cuentas del sector público mantenidas en el banco central pueden servir como colchones de liquidez a corto plazo para el gobierno (incluso para solicitudes de financiación estacionales a corto plazo). Este aspecto es particularmente relevante en el caso de Ecuador, puesto que, como ya se ha explicado, el país aún carece de un fondo soberano de inversión activo y operativo u otro mecanismo de estabilización fiscal. La decisión política de no alimentar activamente el fondo de estabilización del petróleo durante el auge de los precios del petróleo en la década de 2000 agravó las fuertes debilidades externas durante la década siguiente.

Además de actuar como amortiguadores fiscales, las reservas internacionales de países totalmente dolarizados también sirven para mitigar los shocks vinculados al sector bancario. Como el banco central no puede emitir moneda de curso legal, los shocks financieros e incluso la escasez de liquidez estacional más trivial, por ejemplo durante las Navidades, podrían ejercer presión sobre las reservas internacionales del banco central. No hace falta decir que los shocks financieros más severos, como las estampidas bancarias, someterían las reservas de divisas a una presión fuerte y podrían ocasionar una crisis de balanza de pagos.

En resumen, además de absorber **los shocks de balanza de pagos y ejercer de prestamista de última instancia, las reservas internacionales en países totalmente dolarizados tienen la función clave de mitigar los shocks fiscales y financieros**. Por lo tanto, los países totalmente dolarizados deberían crear colchones de liquidez adecuados para amortiguar las grandes fluctuaciones presupuestarias y proteger la estabilidad de su sistema financiero.

3.2.2 – ¿Cómo están formadas las reservas internacionales en Ecuador?

La Ley para la Transformación Económica de Ecuador, promulgada inmediatamente después de introducirse la dolarización oficial en 2000, reorganizó el banco central en cuatro "sistemas" con balances generales separados. Ordenó las partidas del pasivo en prioridad ascendente y luego asignó activos para asegurar la equivalencia entre el activo y el pasivo. El saldo de estos cuatro sistemas, como unidades contables separadas e independientes, estaba comprendido en el balance general del banco central y se publicaba semanalmente:

1. **El sistema cambiario** incluye, en el bloque pasivo, todas las monedas y especies monetarias que el banco central emite^[21] (monedas pequeñas emitidas por motivos operativos); en el bloque activo incluye activos de reserva internacional para asegurar un respaldo del 100 % de dichos pasivos.
2. **El sistema de reservas financieras** incluye, en el bloque pasivo, los depósitos de todas las instituciones financieras públicas y privadas en el banco central, y en el bloque activo, los activos de reservas internacionales (además de los activos del primer sistema) para asegurar un respaldo del 100 % de dichos pasivos.
3. **El sistema de operaciones** incluye, en el bloque pasivo, los depósitos (o cualquier otro activo financiero) de instituciones del sector público no financiero mantenidos en el banco central y, en el bloque activo, los activos de reservas internacionales (además de los activos del primer y segundo sistemas anteriores) para respaldar dichos pasivos.

21 Ecuador no emite billetes en USD y depende de las emisiones estadounidenses. Sin embargo, el Banco Central del Ecuador acuña monedas de centavo de 1 c, 5 c, 10 c, 25 c, 50 c, que son idénticas en tamaño y valor a sus homólogos estadounidenses.

4. **El sistema de otras operaciones**, donde se registraron el resto de activos y pasivos, incluido el patrimonio neto.

En resumen, la estructura de estos sistemas de categorías de balance general^[22] se justifica por el objetivo de asegurar que los pasivos del banco central con el público general (sistema cambiario), con el sistema financiero (sistema de reservas financieras) y con las instituciones del sector público no financiero (sistema de operaciones) estén suficientemente respaldados por activos líquidos de reserva internacional, dado que el banco central no puede emitir moneda de curso legal por sí mismo. Cabe destacar que la Ley para la Transformación Económica de Ecuador implementó un sistema de balance general robusto y transparente para el banco central. La ley facultaba al banco central para mantener la calidad y liquidez de los activos a fin de que estos pudieran respaldar eficazmente los pasivos de los sistemas. Dicha ley especificaba que las reservas internacionales de Ecuador incluirían el capital neto en divisas del banco central (monetario y no monetario), las reservas de oro, la posición de reserva del banco central en los organismos monetarios internacionales y todas las inversiones líquidas y de bajo riesgo en instrumentos financieros extranjeros (emitidos por no residentes)^[23]. Las reservas internacionales debían estar disponibles para un uso inmediato sin restricciones a fin de respaldar completamente los tres primeros pasivos ya detallados de los sistemas de balance general. Además, el banco central tenía el mandato de gestionar adecuadamente las reservas internacionales para mitigar los riesgos de solvencia y liquidez del sistema financiero.

22 El orden de estos sistemas de balance general refleja la prioridad de dicho respaldo en lo que se refiere a la necesidad de mantener un colchón de liquidez para mitigar los cambios en la tenencia pública de monedas y especies monetarias emitidas por el banco central (sistema cambiario), la volatilidad de depósitos del sistema financiero (sistema de reservas financieras) y la necesidad de grandes fluctuaciones presupuestarias (sistema de operaciones).

23 La mayor parte de las reservas internacionales de Ecuador se denomina en dólares estadounidenses, pero también incluye otras monedas importantes, como el euro o los DEG. Se contabilizan a valor de mercado y siguen las prácticas contables internacionales.

3.2.3 – ¿Qué ocasionó la dramática erosión de las reservas internacionales de Ecuador después de 2009?

A partir de 2008, en un contexto de deterioro de las finanzas públicas, varios cambios legales modificaron progresivamente la estructura de cuatro sistemas del banco central. Más específicamente, estos cambios regulatorios limitaron gradualmente la independencia del banco central y sentaron las bases para que, en los años a venir, fuese el banco central quien financiase la deuda pública.

- En 2008 la nueva **Constitución eliminó la autonomía del banco central** y transfirió al **gobierno** la responsabilidad de elaborar la política monetaria, crediticia, cambiaria y financiera, la cual debería implementarse a través del banco central. De esta forma, el banco central se integró en el poder ejecutivo^[24], y todos los miembros del consejo fueron sustituidos por ministros de Estado en 2009. Es importante subrayar que a partir de diciembre de 2008 **el banco central dejó de publicar la estructura de balance general de cuatro sistemas**, como era habitual.
- La Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera fue creada por el Código Orgánico Monetario y Financiero de 2014. Como parte del Poder Ejecutivo del Gobierno, esta nueva junta tenía a su cargo la elaboración, regulación y supervisión de las políticas monetaria, crediticia, cambiaria, financiera y de valores. La Junta estaba formada por tres ministros (Finanzas, Política Económica y Producción), el jefe de planificación del desarrollo y un delegado presidencial, todos nombrados (y potencialmente destituidos) por el Presidente. **El Código colocó a la Junta por encima del banco central**, confirmó al banco central como parte del Poder Ejecutivo y **eliminó formalmente la estructura de cuatro sistemas**.
- Paralelamente algunos **otros cambios legales allanaron el camino para la financiación del gobierno por parte del banco central**. El Código Monetario y Financiero de 2014 **incluía, entre las funciones del banco central, la función de "adquirir títulos de deuda y bonos emitidos por el Ministerio de Finanzas"** e invertir en instrumentos financieros nacionales. La cantidad de activos que el banco central podría utilizar para este tipo de inversiones dependía del diagnóstico de la situación del banco central en coordinación con el Ministerio de Finanzas.
- El Código también establecía que **las instituciones del sistema financiero debían mantener una parte de su liquidez total en el país para disponer de "un nivel adecuado** que promueva el crecimiento y la creación de empleo en el país." La Junta debía determinar la parte que se mantendría internamente, canalizando así la liquidez bancaria hacia la financiación interna.

Durante los años de boom hasta el año 2014, Ecuador no consiguió acumular una cantidad suficiente de reservas internacionales. En parte, reflejaba niveles de inversión pública muy elevados (hasta el 15 % del PIB) financiados por ingresos petroleros excepcionalmente altos. Ahora bien, los importantes superávits comerciales permitieron que las reservas internacionales se acumularan durante estos años de boom, y alcanzasen los 6 700 MUSD en septiembre de 2014 (FMI, 2019a). Sin embargo, a partir de 2015—los años de caída del ciclo de las materias primas— las necesidades crecientes de financiación del gobierno central debían cubrirse con recursos distintos a las exportaciones de petróleo. Como resultado, el gobierno no solo comenzó a contraer un importante endeudamiento con fuentes internacionales, sino que también recurrió a las fuentes de financiación internas que tenía a su disposición. Por ejemplo, la seguridad social (a través del exceso de liquidez a corto plazo) y el banco central (es decir, recurriendo al endeudamiento directo o indirecto a través de bancos públicos) comenzaron a aportar financiación regular para el presupuesto.

24 En Ecuador la Constitución de 2008 define cinco poderes diferentes: ejecutivo, legislativo, judicial, electoral (consejo electoral) y la "quinta", categoría relativa a la participación y el control social. Este último incluye varias entidades de control, como la Contraloría General del Estado y la Superintendencia de Bancos, Seguros, Cooperativas, etc.

Finalmente, las reservas internacionales del banco central se agotaron gradualmente ante las necesidades de financiación del gobierno y la dificultad para acceder a fuentes de financiación externas. Aunque Ecuador pudo volver a los mercados internacionales de capital en 2004 (cinco años después del incumplimiento de la deuda de 1999), la administración del presidente Correa tomó en 2008, en un periodo de cuantiosos ingresos fiscales, la inusual decisión de incumplir con la deuda de los tenedores de bonos privados. El presidente argumentó la falta de voluntad (y no la incapacidad) de pagar una deuda que se consideraba "ilegítima", una decisión que no solo impidió significativamente el acceso del país a los mercados financieros, sino que también encareció la deuda (aumento de las primas de riesgo) cuando Ecuador recuperó el acceso a partir de 2014. Además, las relaciones del país con los organismos financieros multinacionales estuvieron limitadas durante los diez años de mandato de Correa (2007-2017), pero desde entonces han ido mejorándose.

La composición del balance general del banco central ha cambiado durante la última década a favor de los activos nacionales, especialmente los bonos del gobierno. En cuanto a la estructura del pasivo, los depósitos de los bancos comerciales se convirtieron en la principal fuente de liquidez del banco central. La consecuencia obvia fue la erosión de las reservas del banco central para la cobertura de los depósitos de los bancos comerciales por debajo del 100 %, lo que condujo a unas reservas internacionales netas negativas.

Las Figuras 7 y 8 ilustran claramente la erosión de la cobertura de reservas del banco central bajo diferentes sistemas a partir de 2009. En cuanto a los pasivos, las monedas emitidas por el banco central (sistema 1) son, por definición, una cantidad suficientemente pequeña para poder estar permanentemente cubiertas por las reservas internacionales. Sin embargo, cuando los depósitos del sistema 1 se suman a los de las instituciones financieras privadas mantenidas en el banco central (sistema 2), la cobertura de reservas internacionales ha disminuido con el tiempo (Figura 7).

Figura 7 - Cobertura de reservas internacionales de los sistemas de balance 1+2



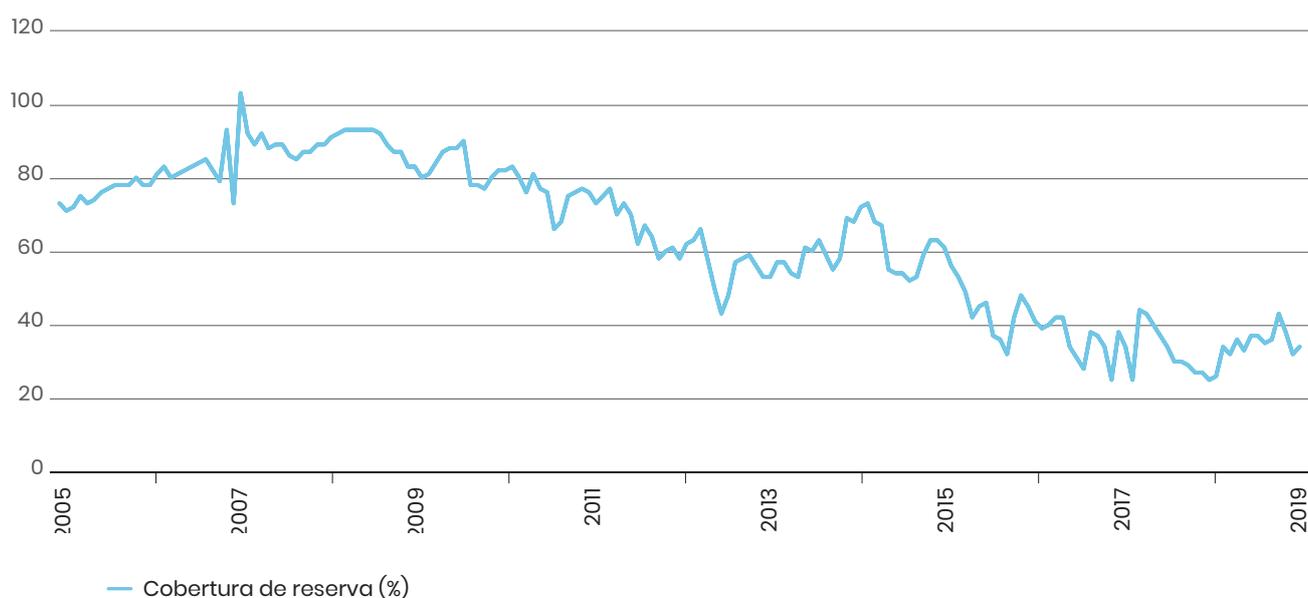
Fuente: Banco Central del Ecuador

En 2009, el porcentaje de cobertura de reservas internacionales del balance 1 + 2 inició una tendencia a la baja, pasando del 399 % en mayo de 2009 al 107 % en noviembre de 2015. A partir de diciembre de 2015 las reservas internacionales cubrían solo el 100 % de los balances 1 y 2 combinados, con contadas excepciones a lo largo del tiempo (noviembre de 2017, febrero, marzo de 2018). En diciembre de 2019, las reservas internacionales equivalían al 76 % de estos dos balances.

Tal y como muestra la Figura 8, cuando se combinan los balances 1, 2 y 3, **las reservas internacionales del banco central nunca han cubierto completamente estos pasivos desde 2005** (aunque con algunas fluctuaciones). Esto refleja el incremento de los préstamos al gobierno, ya que las tenencias de bonos del gobierno constituyen activos nacionales que no pueden incluirse en la definición de reservas internacionales. Desde enero de 2005 a abril de 2009, las reservas internacionales cubrían, de media, el 84 % de los balances 1, 2 y 3. Desde entonces esta cobertura ha seguido disminuyendo a niveles extremadamente bajos, con una cobertura media del 36 % desde diciembre de 2015 a diciembre de 2019 y alcanzando el 34 % en diciembre de 2019.

En resumen, en **una situación de fuerte predominio fiscal, la financiación del gobierno central por parte del banco central** (directa o indirectamente a través de bancos públicos) y el **acceso limitado a la organización de organismos internacionales (como el FMI o el Banco Mundial) se convirtieron en impulsores clave de la volatilidad de las reservas en Ecuador**. Los depósitos de las entidades del sector público en el banco central se mantuvieron relativamente elevados hasta 2014, ya que los altos precios del petróleo y la actividad interna sostenida durante el auge paralelo de las materias primas impulsaron los ingresos del sector público. A raíz de la caída de las materias primas de 2015, los ingresos fiscales se vieron muy afectados, pero los gastos fiscales no se redujeron en gran medida hasta 2017. Esto fue posible gracias a una combinación de financiación externa mediante la emisión de bonos, préstamos comerciales y un préstamo de financiación rápido del FMI de 364 MUSD vinculado al terremoto de 2016, junto con un uso creciente de la seguridad social y la financiación del banco central para el Gobierno.

Figura 8 - Cobertura de reservas internacionales de los balances 1+2+3



Fuente: Banco Central del Ecuador

Por otro lado, la regulación bancaria durante la última década ha requerido que los bancos comerciales creen reservas de liquidez considerables. El marco de requisitos de liquidez, cada vez más complejo para los bancos, desencadenó un círculo vicioso que debilitó el balance general del banco central. Según los reglamentos del sector bancario, los bancos comerciales están obligados a mantener una parte considerable de los depósitos de sus clientes en el banco central (que éste prestó al gobierno) o invertir su liquidez en valores emitidos por el gobierno y otras entidades públicas. En 2019 los bonos del gobierno central y los valores de los bancos públicos representaban hasta el 38 % de los activos netos de los bancos comerciales. El fortalecimiento del vínculo entre **el sector bancario y la deuda soberana también ha agudizado las debilidades financieras de Ecuador.**

En vista de estas debilidades, la reconstrucción de las reservas internacionales en Ecuador significaría una reducción progresiva de la posición negativa del gobierno con el banco central. Obviamente, esto solo será posible mediante **un fortalecimiento gradual de la posición fiscal y la implementación de un marco de supervisión bancaria que apoye tanto la liquidez como la actividad de intermediación del sector bancario.**

3.2.4 – ¿Cuál es el plan específico para reconstruir las reservas internacionales en Ecuador?

Actualmente las reservas internacionales de Ecuador se sitúan muy por debajo de los umbrales recomendados con el fin de consolidar la dolarización y mitigar posibles shocks económicos (FMI, 2019b). A finales de 2018, el stock de reservas internacionales brutas ascendía a 2 100 MUSD (alrededor de 1¼ meses de importaciones y el 12 % de la métrica de la evaluación de la adecuación económica de la liquidez). Las reservas internacionales netas (excluyendo los depósitos de los bancos comerciales en el banco central) tenían un saldo negativo de 1700 MUSD a finales de 2018, lo que generó serias preocupaciones sobre la estabilidad del sistema financiero. Considerando un conjunto de criterios estándares y no estándares, el FMI (2019a) señala que los colchones de liquidez internacional de Ecuador están muy por debajo de los niveles prudentes (no solo para las economías dolarizadas sino para todas las economías).

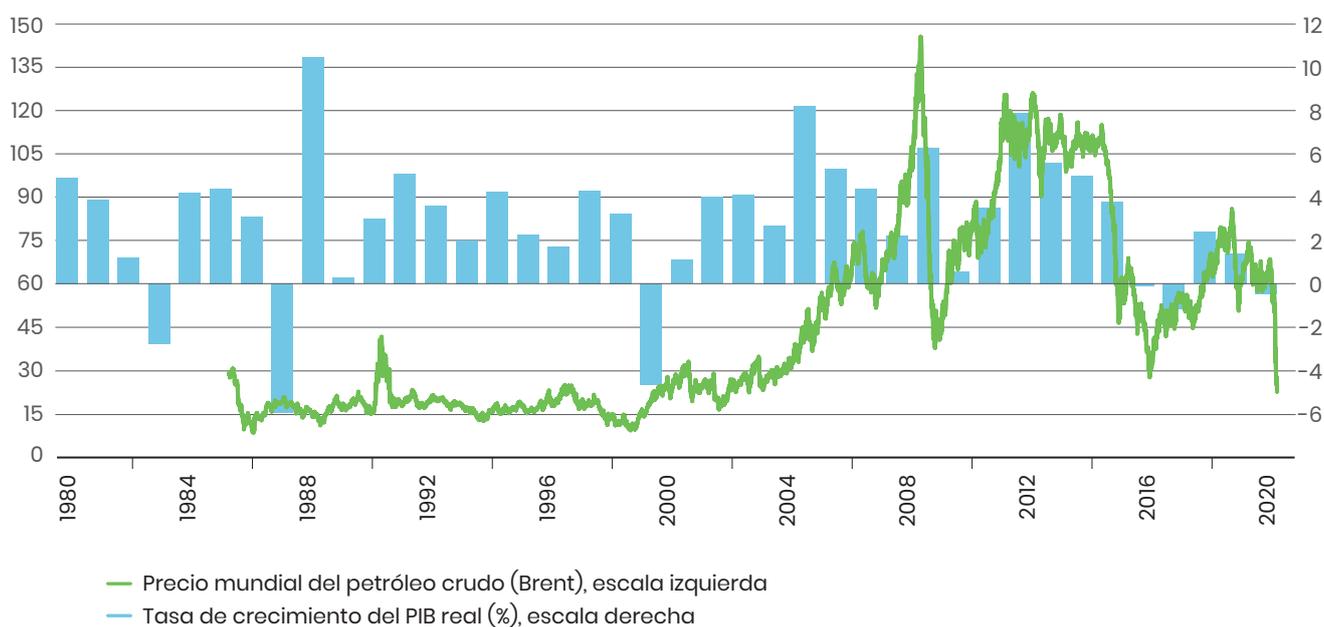
De cara al futuro, el programa macroeconómico existente del gobierno, respaldado por un Acuerdo de Servicio Ampliado del FMI (marzo de 2019), ha establecido la prioridad de reconstruir las reservas internacionales a través de las siguientes vías:

- Garantizar el reembolso gradual de la financiación del banco central por parte del gobierno central.
- Establecer mecanismos fiscales para tener en cuenta las fluctuaciones del precio del petróleo, a fin de proteger las reservas internacionales y el balance general del banco central del ciclo fiscal.
- Recuperar gradualmente la cobertura de reservas adecuada para los activos del sector privado frente al banco central (los saldos 1 + 2 ya citados).
- Restablecer la independencia del banco central y reinstaurar la estructura de cuatro sistemas del banco central (o un sistema similar) para facilitar reglas y prioridades transparentes de gestión de reservas.

Es importante destacar que una nueva ley (Ley de Fomento Productivo), promulgada en mayo de 2018, prohíbe al banco central comprar bonos y/u otros instrumentos financieros emitidos por el Ministerio de Finanzas o cualquier otra institución pública. Con esta ley, se elimina la posibilidad de que el banco central se convirtiera en el futuro en un prestamista de peso para el gobierno central, mientras que se espera que todos los bonos preexistentes sean reembolsados al vencimiento. Además, como indica el FMI (2019b), una de las reformas estructurales que contempla el Acuerdo de Servicio Ampliado del Fondo es la reforma del Código Orgánico Monetario y Financiero con el fin de alinearlos con las mejores prácticas de los bancos centrales en las economías dolarizadas, y especialmente para garantizar una mayor autonomía y responsabilidad, una junta independiente y la implementación de las vías mencionadas anteriormente.

4. Impacto en el sector externo y competitividad

Figura 9 - Crecimiento del PIB y precios del petróleo



Fuente: FMI, ICE

4.1 – Mayor fragilidad después de 2008 y baja competitividad

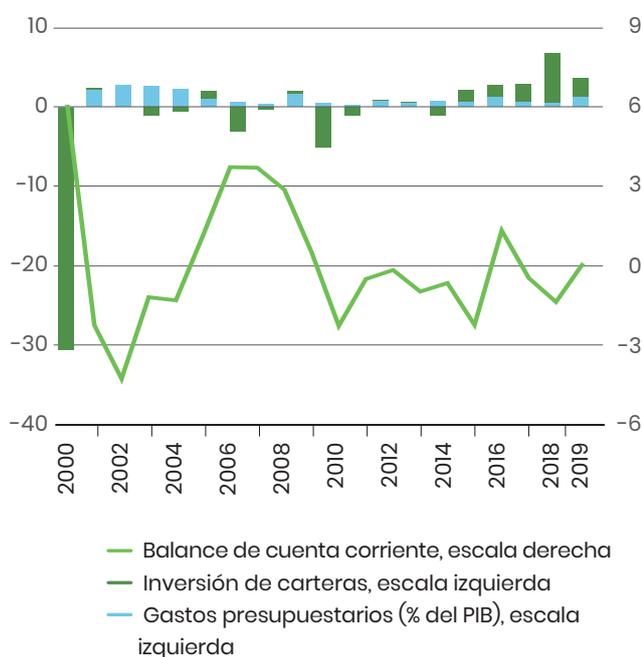
Como pequeño país exportador de petróleo, económicamente Ecuador está muy expuesto a las evoluciones del mercado petrolero. Esta fuerte dependencia de las exportaciones de petróleo se pone de manifiesto en la volatilidad del crecimiento económico del país (Figura 9). A pesar de su continua tendencia a la baja desde la década de 2000, el sector petrolero representó el 36 % de las exportaciones totales de Ecuador en 2019 (frente al 57 % en 2013) y aproximadamente un tercio de los ingresos totales del gobierno. Además de petróleo, Ecuador exporta principalmente productos básicos y materias primas que son muy sensibles a las variaciones de los precios internacionales^[25].

Otra de las características destacadas de las cuentas externas de Ecuador es su régimen cambiario. En un contexto de dolarización total, el país no puede abordar una crisis de balanza de pagos con las herramientas convencionales, puesto que no está expuesto a un "desajuste monetario" en las transacciones internacionales. Sin embargo, un fuerte deterioro en términos de intercambio imposibilitaría los ingresos de exportaciones en dólares y, en consecuencia, reduciría la oferta monetaria nacional y pondría al sistema financiero bajo presiones de liquidez.

El mecanismo de ajuste de shock de una economía dolarizada es muy diferente al de una economía con su propia moneda. Las autoridades, privadas de una política monetaria y un "prestamista de última instancia", solo pueden confiar en la política fiscal, la financiación externa y la gestión de la liquidez del banco central a través de las reservas de divisas para mitigar el impacto de los shocks en términos de intercambio y gestionar las presiones de liquidez asociadas.

25 Ecuador sigue siendo el principal exportador mundial de camarones (15,6 % del total de las exportaciones ecuatorianas en abril de 2019), plátanos (15,6 %), pescado enlatado (5,3 %) y flores naturales (4,6 %). Los principales socios comerciales son los Estados Unidos y los países de América Latina, seguidos de los países asiáticos y europeos.

Figura 10 - Flujos de cuenta corriente y de inversión extranjera (% del PIB)

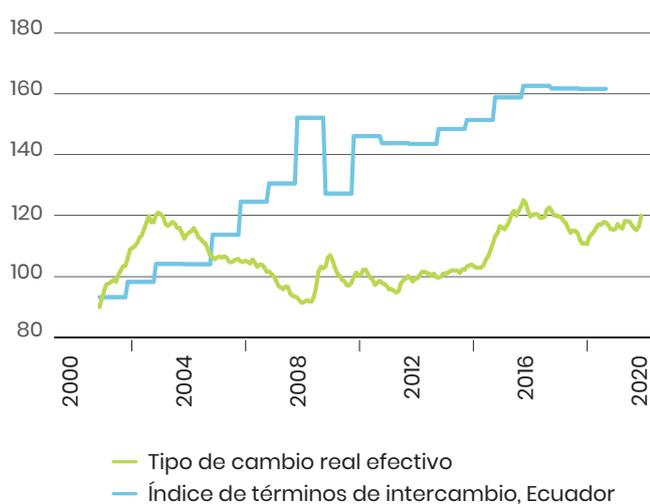


Fuente: FMI (ISF, WEO)

4.1.1 – Las condiciones externas favorables impulsaron la cuenta corriente después de la dolarización total

- En el transcurso del año 2000 (después de la adopción de la dolarización total), la inflación aumentó inicialmente en Ecuador, reflejando el traspaso de la gran depreciación de 1999 y cierta liberalización de precios. Como resultado, Ecuador experimentó una apreciación del tipo de cambio real acompañada por un fuerte deterioro de la cuenta corriente. Así pues, el superávit del año 2000 del 2,3 % del PIB se convirtió en un déficit del 2,5 % del PIB en 2002 (Figuras 10 y 11).
- Un contexto internacional favorable apoyó la cuenta corriente hasta 2002. Durante este periodo, los precios de las materias primas aumentaron y las tasas de interés internacionales eran bajas, puesto que Ecuador se beneficiaba de una política monetaria estadounidense acomodaticia. Esta situación ayudó a atraer al país flujos de capital procedentes de inversores que buscaban altos rendimientos. La depreciación del tipo de cambio del dólar estadounidense frente a las principales monedas también favoreció la competitividad de precios de las exportaciones ecuatorianas.

Figura 11 – Términos de intercambio y tipo de cambio efectivo real



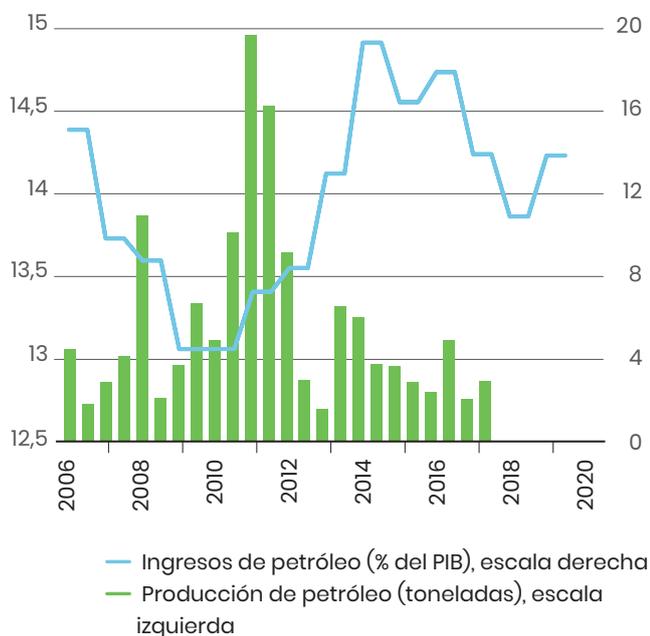
Fuente: UNCTAD

Aunque inicialmente provocada por la postura acomodaticia de la Reserva Federal de los Estados Unidos, la depreciación del dólar continuó. De hecho, la expansión económica en los Estados Unidos creó un exceso de demanda agregada, y la consiguiente acumulación de desequilibrios externos debilitó el tipo de cambio del dólar estadounidense. Beneficiándose de esta evolución favorable en los Estados Unidos, el tipo de cambio efectivo real de Ecuador experimentó una notable depreciación entre 2003 y 2008 y se mantuvo bastante competitivo hasta 2013 (Figura 11). Mientras tanto, la cuenta corriente registró un superávit medio del 2,8 % del PIB entre 2005 y 2008. Durante estos años, Ecuador se benefició de la mejora de los términos de intercambio (debido al aumento del precio del petróleo y otras materias primas) y de una depreciación del tipo de cambio real. Mientras que el primero se tradujo en mayores ingresos petroleros, el segundo respaldó la competitividad de otros productos de exportación.

4.1.2 – La cuenta corriente comenzó a deteriorarse a partir de 2008

Esta evolución favorable llegó a su fin en 2008 con la crisis financiera mundial, que desencadenó una caída de los precios del petróleo (menor demanda mundial) y una apreciación del dólar estadounidense (considerado por los inversores internacionales como moneda refugio). Como resultado, Ecuador experimentó una caída en sus términos de intercambio, lo que provocó un deterioro paulatino de su competitividad. A pesar de cierta resistencia en los ingresos por exportaciones, la cuenta corriente del país comenzó a erosionarse gradualmente a partir de 2008 y en 2010 se volvió negativa (-2,2 % del PIB). Además de los shocks adversos de las exportaciones, las políticas públicas expansivas del presidente Correa impulsaron la demanda de productos extranjeros y los grandes proyectos de inversión en las industrias petrolera y minera estimularon las importaciones de servicios.

Figura 12 – Producción de petróleo e ingresos petroleros del gobierno



Fuente: FMI, BP Statistical Review of World Energy

4.1.3 – Los desequilibrios externos aumentaron aún más debido a la dramática caída de los precios del petróleo

La drástica caída de los precios del petróleo, a mediados de 2014, redujo los ingresos relacionados con el petróleo de Ecuador y acrecentó los desequilibrios externos existentes (Figura 12). Además, durante este período, el país experimentó una apreciación significativa del tipo de cambio inducida por la normalización de la política monetaria estadounidense tras un largo período de adaptación. A pesar de la caída de los precios del petróleo, la fuerte apreciación del tipo de cambio real efectivo de Ecuador a partir de 2014 provocó un aumento en términos de intercambio. El deterioro de los términos de intercambio afectó negativamente a la competitividad de los precios de exportación del país en productos no petroleros y redujo los volúmenes globales de exportación.

Cabe destacar que la caída de los precios del petróleo a partir de 2014 ha expuesto las debilidades estructurales del modelo de crecimiento de Ecuador. El gasto público, extremadamente elevado, supuso un desplazamiento de la inversión privada mientras la productividad total de los factores se estancaba (FMI, 2019b). Este shock negativo aumentó considerablemente la presión macroeconómica y sometió a Ecuador a desafíos políticos clave. Al igual que otros exportadores de materias primas, Ecuador se vio obligado a reducir su gasto interno agregado, en línea con los menores ingresos de las exportaciones. Sin embargo, el impacto tardó varios años en notarse debido al fuerte recurso a la financiación externa (mercados internacionales de capital, acuerdos de preventa de petróleo y préstamos respaldados por petróleo con China, así como préstamos respaldados) y una mayor utilización de la financiación interna (seguridad social y banco central). Posteriormente, una fuerte caída del gasto público trasladó el shock del precio del petróleo al sector real. El sector privado, limitado por rigideces estructurales y subinversión, no fue capaz de amortiguar la caída de la actividad. En 2016 Ecuador registró un superávit en cuenta corriente de corta duración del 1,1 % del PIB,

debido principalmente a una fuerte contracción de las importaciones (-23 % interanual) en un contexto de recesión económica (crecimiento del PIB real de -1,2 %). Tras este superávit temporario, la cuenta corriente volvió a números negativos en 2017 (-0,1 % del PIB), 2018 (-1,2 % del PIB) y 2019 (-0,1 % del PIB).

En Ecuador la financiación del déficit en cuenta corriente también revela las fragilidades estructurales de la economía. Puesto que el financiamiento del déficit del país se basa principalmente en flujos de capital a corto plazo, las cuentas externas son muy sensibles a los cambios de humor de los inversores internacionales y están expuestas al riesgo de paradas repentinas. De hecho, en la década de 1990 Ecuador se enfrentó a un fenómeno de auge y caída. Al repunte de las entradas de capital y del crédito interno en 1993 y 1994 le siguió una interrupción repentina de los flujos financieros en 1995 y 1996. En esos años, la sobreexposición de Ecuador a flujos de capital volátiles sentó las bases para una crisis financiera sin precedentes a finales de 1998. Por el contrario, la financiación de la cuenta externa a largo plazo se ha mantenido limitada, incluso después de la dolarización total. La IED sigue siendo estructuralmente débil (1000 MUSD, 0,9 % del PIB en 2019) y no es suficiente para cubrir el déficit en cuenta corriente^[26]. El deterioro del balance de la cuenta corriente ha incrementado gradualmente las necesidades de financiación externa de Ecuador, en particular la necesidad de amortizar la creciente deuda externa y cubrir el déficit fiscal. Las necesidades de financiación externa del país, estimadas en 2019 en 10 000 MUSD (9,3 % del PIB), se cubrieron principalmente con la deuda pública del sector privado y de los organismos internacionales multinacionales y bilaterales. La deuda externa (pública y privada) ha continuado en niveles casi insostenibles desde la crisis del petróleo de 2014 hasta alcanzar el 41 % del PIB en 2018 (frente al 25,2 % en 2014). La mayor parte de esta deuda es emitida por el sector público (33,6 % del PIB), mientras que la deuda externa del sector privado sigue siendo moderada (7,5 % del PIB).

4.2 – ¿Cuáles son los desafíos específicos para los desequilibrios externos en Ecuador?

Si analizamos el ajuste de la cuenta externa, el caso de Ecuador es específico principalmente por tres motivos:

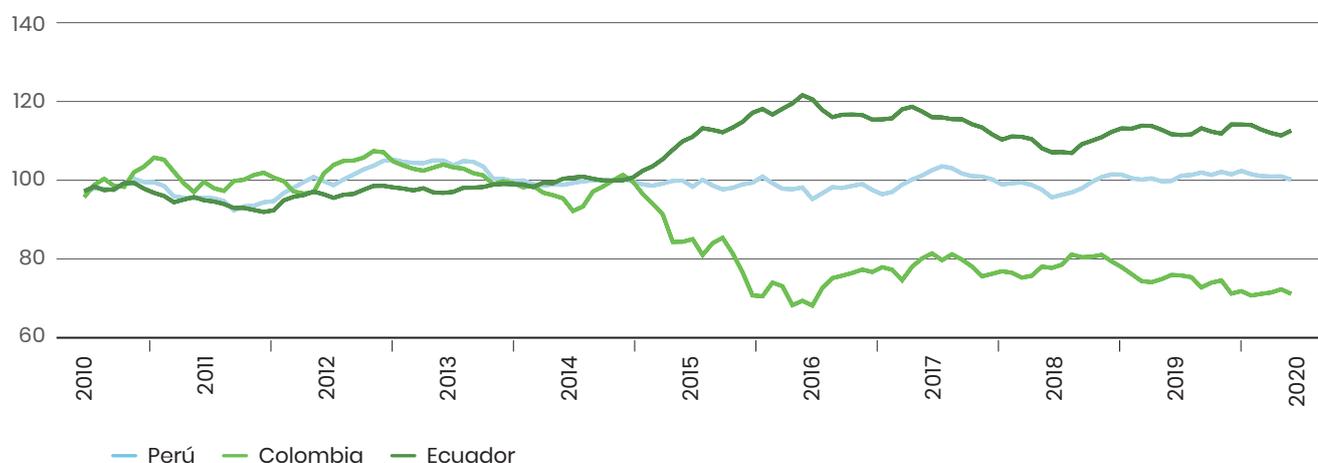
1. La dolarización impide que el país utilice un mecanismo de ajuste para influir en los movimientos del tipo de cambio y penaliza la competitividad.
2. Las cuentas externas del país dependen en gran medida de los ingresos del petróleo, que fluctúan en consonancia con sus precios altamente volátiles.
3. Los cambios en la postura fiscal durante la última década han puesto en riesgo las cuentas externas debido al aumento de las importaciones, lo que ha deteriorado la balanza comercial, y han aumentado la carga de la deuda externa debido a la elevada deuda pública de los inversores extranjeros.

Cada uno de estos aspectos supone un desafío específico para Ecuador.

Primero, en lo que respecta al **régimen cambiario**, hemos visto que inicialmente la dolarización trajo importantes beneficios para Ecuador. Aunque los primeros años de la década de 2000 fueron particularmente favorables para una economía exportadora de petróleo totalmente dolarizada, el período reciente también ha demostrado que la dolarización podría presentar un desafío mayor en un entorno internacional más adverso. En los países que emiten su propia moneda, el tipo de cambio se deprecia tras un shock negativo, lo que provoca un cambio en los precios relativos y favorece la producción interna y las exportaciones. Por el contrario, en una economía dolarizada, el tipo de cambio deja de funcionar como amortiguador y la actividad económica tiene que absorber todo el impacto de los shocks externos (De la Torre *et al.*, 2020). Por ejemplo, en otros países latinoamericanos exportadores de materias primas, cuando los precios de éstas bajaron en 2014-2015, sus tipos de cambio se depreciaron gracias a regímenes cambiarios flexibles y una inflación baja (lo que refleja la credibilidad de las instituciones monetarias). Como país oficialmente dolarizado, Ecuador no tenía capacidad para devaluar su moneda y

26 Por otro lado, las remesas netas de los migrantes (2,5 % del PIB en 2018), la mayor parte de Estados Unidos y España, contribuyen al financiamiento del déficit en cuenta corriente.

Figura 13 - Términos de intercambio



Fuente: JP Morgan

así ganar competitividad frente a sus principales competidores, como Perú o Colombia (Figura 13).

En una economía totalmente dolarizada sin capacidad para influir en el tipo de cambio, las siguientes soluciones alternativas se convierten en herramientas clave para recuperar la competitividad: (i) un ajuste a la baja de los salarios y los márgenes de ganancia (es decir, devaluación interna) y (ii) lograr ganancias significativas de productividad a través de reformas estructurales a gran escala.

Los cálculos del FMI (2019b) sugieren que el tipo de cambio efectivo real de Ecuador está sobrevalorado en aproximadamente un 32% y, por consiguiente, influye en la competitividad de los precios internacionales. Teniendo en cuenta estos datos, si Ecuador quiere reabsorber sus desequilibrios externos, se necesitan ajustes fuertes y rápidos. En términos generales, podemos distinguir dos tipos principales de ajuste de los desequilibrios externos para países en una situación similar, conocido como reorientación de los gastos o cambio de los gastos.

La reorientación de gastos requiere una depreciación de los tipos de cambio reales, lo que, **en ausencia de un tipo de cambio nominal, implica una fuerte devaluación interna, es decir, un período de dolorosa deflación y contención/reducción de salarios.** Además de la moderación salarial, otra forma de restaurar **la competitividad sería mejorar notablemente la productividad.** Debemos tener en cuenta que reducir los salarios nominales y ajustar a la baja los precios internos solo sería posible en economías **con mercados laborales y de productos flexibles.** Sin embargo, en Ecuador, la rigidez laboral es bastante alta (contrato laboral uniforme, elevados costes de despido), la movilidad laboral es limitada y los aumentos del salario mínimo y del sector público durante la última década fueron mucho más altos que las mejoras de productividad. Por tanto, las empresas no pueden ajustar sus costes de producción cuando es necesario. Ecuador es deficiente en muchos aspectos de la **competitividad internacional.** El Informe de Competitividad Global 2019 elaborado por el Foro Económico Mundial (WEF) situó a Ecuador en la posición 90 de un total de 141 países, por detrás de otras economías latino-

americanas como México (posición 48), Colombia (posición 57), Perú (posición 65) y Brasil (posición 71). El informe destacaba la falta de dinamismo en el mundo empresarial, las rigideces en los mercados laborales y de productos y la mala calidad de las instituciones como los principales obstáculos para la competitividad del país.

Cuando la reorientación de los gastos se ve obstaculizada por cuestiones estructurales, los ajustes externos podrían producirse mediante **la reorientación de los gastos, es decir, mediante una reducción de la demanda agregada que provoque una fuerte contracción de las importaciones**. Como lo que sucedió en Ecuador en 2016-17, este ajuste normalmente se traduce en una recesión económica severa. **Esta situación es similar a la que vivieron los países más vulnerables de la zona euro durante la crisis soberana de 2011**, donde el ajuste externo registró contracciones drásticas del PIB ante la ausencia de tipos de cambio específicos de cada país o mercados laborales y de productos flexibles.

El segundo desafío para Ecuador está ligado a la **falta de diversificación de las exportaciones**. Con una gran dependencia de los ingresos del petróleo, el país es vulnerable ante los shocks del mercado petrolero que provocan una caída en los precios del petróleo o reducen su demanda. Debido a la gran participación de la producción de petróleo en el PIB, la economía ecuatoriana es muy volátil y los ciclos económicos se ven amplificados por las fluctuaciones del precio del petróleo. Durante el período 2000-2019, la desviación estándar del crecimiento del PIB real era del 2,6 en Ecuador, notablemente superior a la de Chile, Colombia y Perú.

Además, como históricamente **el precio de petróleo tiende a estar inversamente relacionado con el tipo de cambio del dólar estadounidense**^[27], Ecuador, como economía dolarizada, debe lidiar con ciclos de amplificación en los precios del petróleo. Por ejemplo, en época de bonanza (como en 2002-2008), la economía se benefició de un aumento de los ingresos petroleros vinculados a los precios más altos del petróleo y también de una depreciación del dólar estadounidense que impulsó la competitividad de los productos no derivados del petróleo en los mercados externos. En condiciones más adversas (como en 2008 o en 2014), la caída de los precios del petróleo vino acompañada de una apreciación del dólar estadounidense, y provocó una disminución de los ingresos petroleros deteriorando la competitividad externa.

Como hemos analizado anteriormente, el problema de la competitividad puede abordarse mediante reformas estructurales destinadas a flexibilizar los mercados laborales y de productos y estimular el aumento de la productividad. La reducción de la dependencia de las cuentas externas de las fluctuaciones de los precios del petróleo solo se podría conseguir diversificando la base de exportación hacia productos más sofisticados (es decir, de gran valor añadido). Las reformas estructurales también podrían fomentar las entradas de capital a largo plazo (en particular los proyectos de IED) que apoyarían el desarrollo de las industrias manufactureras, ampliarían la especialización del país y aumentarían las transferencias de tecnología. Además de hacer que el país sea más resiliente ante las repentinas paradas de los flujos de capital volátiles, estos flujos de IED serían capitales para que Ecuador se orientara hacia la producción de productos de mayor valor.

27 Se han proporcionado varias explicaciones en la literatura para explicar esta correlación negativa. En primer lugar, los cambios en el tipo de cambio del USD pueden influir en los precios del petróleo porque afectan a la demanda mundial de petróleo y conducen a un cambio en el comportamiento de fijación de precios por parte de los productores de petróleo. Los cambios en los precios del petróleo también podrían afectar al tipo de cambio del USD, ya que pueden dar lugar a revisiones en las perspectivas de crecimiento mundial y de los Estados Unidos y podrían influir en la asignación global de capital y los flujos comerciales. Para más información, véase Coudert, *et al.* (2008).

El último desafío específico para Ecuador está relacionado con la necesidad de recuperar la sostenibilidad fiscal. Desde 2008 la política fiscal ha contribuido activamente a la acumulación de los desequilibrios externos en Ecuador. En particular, el aumento de los gastos públicos ha incrementado directamente la importación de servicios destinados a grandes proyectos en la industria petrolera y minera y ha contribuido al deterioro de la cuenta corriente externa. Además, en el caso de una economía dolarizada, los desequilibrios fiscales se traducen en una disminución de las reservas internacionales que, cuando son excesivas, pueden desembocar en una crisis de liquidez. Como se muestra más arriba, el creciente crédito al sector público a través de tenencias de bonos del gobierno ha erosionado continuamente las reservas internacionales del banco central. Independientemente de la fuente de un desequilibrio externo, la política fiscal suele desempeñar un papel clave en el proceso de ajuste externo. Esta tendencia cobra aún más importancia en una economía dolarizada, donde la política fiscal es clave para preservar un nivel de reservas internacionales suficiente para asegurar la viabilidad del sistema financiero. Puesto que la financiación monetaria de la deuda pública es imposible, mantener el equilibrio fiscal sigue siendo fundamental para garantizar un sistema que funcione correctamente y preserve la liquidez de la economía. En esta línea, para Ecuador, disponer de un fondo soberano alimentado activamente con ingresos petroleros durante los “tiempos de bonanza” (cuando los precios son altos), ciertamente representaría un cambio sustancial en el caso de tener que afrontar una recesión económica. Sin embargo, sin apenas contar con un colchón fiscal, Ecuador **necesita pasar por un estricto proceso de ajuste fiscal que implica un elevado coste social**. La fallida eliminación repentina de los subsidios a los combustibles en octubre de 2019, que generó un fuerte malestar social y político, subraya la importancia de lograr un consenso social para las difíciles medidas fiscales teniendo en cuenta su impacto en los segmentos vulnerables de la población en un país con un alto componente de desigualdad^[28]. Por otra parte, sumadas a las rígidas regulaciones del mercado laboral, las medidas de austeridad podrían generar efectos secundarios negativos, como el de empujar

a la fuerza laboral hacia el ya de por sí importante sector informal. Esto significa que el ajuste fiscal debe basarse en la combinación adecuada de recortes de gastos y medidas para mejorar los ingresos. Diversificar los ingresos fiscales, instaurar programas para mejorar su estabilidad y reducir la volatilidad de los desarrollos cíclicos son medidas igual de importancia que controlar gastos para mantener la sostenibilidad de las finanzas públicas.

4.3 – ¿Cómo afecta el brote de COVID-19 a la economía de Ecuador?

Aunque este artículo se escribió principalmente antes de la crisis de Covid-19, un suceso de semejante magnitud merece ser comentado para resaltar cómo un contexto tan negativo puede acrecentar la mayoría de las debilidades que Ecuador ha ido acumulando en las últimas décadas. La crisis de Covid-19 ha afectado a la mayoría de países latinoamericanos en términos del impacto dramático que ha tenido en la demanda internacional de bienes y servicios. Debemos sumarle una fuerte reducción de la oferta nacional vinculada a las medidas de confinamiento implementadas para contener el contagio del virus y reducir la presión sobre los sistemas de salud locales generalmente débiles.

Para Ecuador, la crisis también ha significado una reducción drástica de los ingresos del gobierno debido a la fuerte caída de los precios internacionales del petróleo, menores ingresos fiscales en un escenario deprimido y la pérdida de ingresos previstos tras la transferencia de activos públicos en el sector energético hacia la gestión privada. El efecto combinado de estos impactos se estima en un 7 % del PIB. Además, el país necesita aumentar los gastos de asistencia sanitaria de emergencia para ayudar a sus poblaciones pobres y los grupos vulnerables, cuya subsistencia suele depender de su trabajo diario. También debe intentar minimizar el impacto en el empleo y las empresas, especialmente las micro, pequeñas y medianas empresas.

28 En septiembre de 2019 el empleo adecuado (es decir, la población con contratos de trabajo adecuados a tiempo completo y con protección social) alcanzó el 38,5 % de la población económicamente activa, 10 puntos porcentuales menos que 5 años antes.

Ecuador es considerado uno de los países más vulnerables de la región ante la crisis de la Covid-19. El país se enfrenta a varios desafíos que anteriormente se documentaron simultáneamente: 1) ausencia de espacio fiscal, ya que el programa económico ya sufría escasez de financiación; 2) ausencia de fondo soberano de inversión; 3) falta de acceso a los mercados internacionales de capital, dicho acceso ya era limitado y muy costoso, y desde entonces se ha vuelto inexistente; 4) falta de capacidad para la financiación del banco central, como se refleja en el debilitamiento documentado de su balance; y 5) falta de capacidad para utilizar la depreciación de la moneda para recuperar la competitividad en el corto plazo.

Varios países latinoamericanos han anunciado grandes paquetes fiscales y monetarios contracíclicos para atenuar el impacto de la crisis, financiados a través del acceso al mercado local o internacional, amortiguadores fiscales preexistentes y el uso de la emisión de moneda. Sin embargo, el margen de maniobra de Ecuador es muy limitado. Las relaciones con el FMI, tras la aprobación en el 1 de mayo de 2020 de 643 millones de dólares en asistencia de emergencia para abordar la pandemia, deberán renegociarse con miras a acordar un nuevo Acuerdo de Servicio Ampliado del Fondo. Mientras tanto, el país ha estado buscando financiación externa excepcional disponible para resistir a este shock. El uso renovado de la financiación externa combinado con una disminución prevista del PIB real del 6 %

como mínimo, y potencialmente mucho más según diferentes instituciones, incluido el FMI y el Banco Mundial, probablemente generaría un aumento sustancial del ratio deuda/PIB. Además, Ecuador decidió no pagar intereses sobre sus obligaciones comerciales externas. Esta decisión, tras el acuerdo de la mayoría de los tenedores de bonos de participar en procedimientos amistosos de renegociación de la deuda, destaca que la dolarización total no protege sistemáticamente a los países contra incumplimientos soberanos.

Aunque hasta el momento la retirada de depósitos se ha mantenido en niveles razonables, y en vista de la cantidad limitada de reservas internacionales, el Fondo de Liquidez y los activos externos netos de los bancos privados han sido fundamentales para gestionar la primera respuesta a la crisis. La capacidad del sistema financiero para resistir a la crisis dependería de varios factores, entre ellos (i) la duración de la crisis internacional y las medidas locales de protección sanitaria; (ii) la capacidad de las empresas (en particular las micro, pequeñas y medianas empresas) de reinventarse y llegar a acuerdos con sus diferentes grupos de interés para preservar el mayor número de puestos de trabajo y garantizar la viabilidad financiera; (iii) la capacidad de la sociedad ecuatoriana para alcanzar un consenso mínimo para compartir los costes de la crisis; y (iv) la disponibilidad de suficiente financiación externa. Este es sin duda un momento crítico para observar la capacidad de la dolarización para resistir a un shock sin precedentes.

Conclusiones

Aunque fue un tema ampliamente debatido a principios de la década de 2000, desde entonces se ha realizado poca investigación sobre las economías que han adoptado oficialmente una moneda extranjera como moneda de curso legal. La experiencia de Ecuador, con diferencia la mayor economía totalmente dolarizada, aporta información específica para otros países que se plantean un cambio de política monetaria tan radical. Desde un punto de vista empírico, veinte años es un período de tiempo corto para analizar cuestiones de largo plazo como la sostenibilidad de las finanzas públicas y las cuentas externas. A pesar de estas salvedades, podemos extraer algunas ideas interesantes del análisis basado en hechos de la experiencia ecuatoriana.

En el año 2000 Ecuador adoptó la dolarización total, en medio de una fuerte crisis económica y financiera. La dolarización total aportó importantes beneficios inmediatos al estabilizar la economía y proporcionar una ancla monetaria nominal fiable. **En general, entre 2000 y 2008 la experiencia de la dolarización resultó ser un éxito evidente ya que se dieron las siguientes condiciones:** precios elevados del petróleo, cierto grado de disciplina presupuestaria, un banco central independiente y un tipo de cambio real efectivo competitivo (gracias a una política monetaria de los Estados Unidos acomodaticia). **Sin embargo, después de 2008, Ecuador comenzó a perder, una tras otra, dichas condiciones favorables.**

Para empezar, los gastos públicos se disparó entre 2009 y 2013, mientras que el aumento de los ingresos públicos (principalmente de las exportaciones de petróleo) se mantuvo moderado. Durante este período, el banco central perdió su independencia y comenzó a otorgar préstamos masivos al gobierno, erosionando gradualmente las reservas de divisas del país. En segundo lugar, como exportador de materias primas, Ecuador se vio dramáticamente afectado por la caída de los precios del suelo en 2014. Durante el mismo período, la apreciación del tipo de cambio real efectivo alteró significativamente la competitividad externa de las exportaciones de productos no petroleros. Mientras que los ingresos del gobierno disminuyeron significativamente, la ausencia de un fondo de riqueza soberano estabilizador activo (normalmente común en los países exportadores de petróleo) y de reglas fiscales prudentes impulsaron los desequilibrios del sector público. En consecuencia, el sistema financiero se vio sometido a una fuerte presión de liquidez y las necesidades de financiación externa del país siguieron aumentando.

Sin embargo, sería erróneo afirmar que la dolarización oficial es el principal culpable de los problemas económicos de Ecuador. Primero, a pesar de que la dolarización completa eliminó el riesgo de tipo de cambio, Ecuador no logró atraer grandes flujos de inversión extranjera directa ni captar liquidez internacional a través de su sector bancario. Sin duda, numerosas barreras políticas y regulatorias impidieron a Ecuador aprovechar al máximo el beneficio de tener el dólar estadounidense como moneda de curso legal. Como muestra la experiencia panameña de más de cien años de dolarización total, garantizar un respaldo internacional sólido para el sistema bancario es clave en ausencia de un prestamista tradicional de última instancia (es decir, el banco central).

En segundo lugar, **algunos de los problemas económicos a que se enfrenta Ecuador son comunes a muchos pequeños exportadores de materias primas, independientemente de si están o no oficialmente dolarizados.** En términos generales, estas economías son altamente vulnerables a shocks repentinos de precios que también deterioran sus ingresos fiscales con el tiempo. Es verdad que, **en Ecuador, la dolarización total agravó la vulnerabilidad ante los shocks externos, ya que los ajustes del tipo de cambio nominal y la creación de dinero ya no eran opciones posibles.** Sin embargo, incluso en las economías totalmente dolarizadas, estos problemas se pueden tratar de tres maneras principales: (i) extendiendo la base de exportación a bienes de gran valor añadido para reducir la dependencia al petróleo, (ii) flexibilizando los mercados laborales y de productos para permitir ajustes de precios relativos a través de la devaluación interna y (iii) creando amortiguadores fiscales durante los años de bonanza (p. ej., creación de un fondo de riqueza soberano activo) e implementando una política fiscal sólida (sin recurrir a la financiación del banco central) para evitar crisis de liquidez.

Con todo, la experiencia de veinte años de Ecuador sugiere que la dolarización total ayudó a superar una grave crisis económica en 1999 aportando una solución rápida para la inestabilidad financiera y cambiaria. Además, la dolarización total resultó ser un éxito evidente para derrotar la hiperinflación y asegurar la estabilidad de precios. Sin embargo, esta dolarización total no impulsó sistemáticamente el crecimiento económico ni condujo a la disciplina fiscal. En otras palabras, la dolarización por sí sola no fue un sustituto ni un **catalizador suficiente para políticas fiscales y financieras sólidas y reformas estructurales orientadas al crecimiento.** Un aspecto aún más preocupante es que con la aparición de la pandemia de Covid-19, Ecuador se enfrenta a un shock económico sin precedentes en 2020 y las autoridades tienen muy poco margen fiscal y monetario para mitigar su impacto. Aún es demasiado pronto para saber si la dolarización total permitirá al país evitar un incumplimiento soberano.

Dicho esto, la elección de la dolarización oficial sigue teniendo un gran respaldo en Ecuador, y el debate en torno a una posible desdolarización es prácticamente inexistente. Para la mayoría de los ecuatorianos, la idea de que el país emita su propia moneda se asocia a una credibilidad monetaria débil, hiperinflación y fuertes devaluaciones que erosionaron drásticamente sus ahorros e ingresos en 1999. Además, la experiencia internacional sugiere que no existe una manera sencilla u ordenada para abandonar la dolarización, y tal reversión implicaría costes enormes y un resultado impredecible.

La dolarización en Ecuador se adoptó “contra las cuerdas”, sin las condiciones previas necesarias para garantizar su sostenibilidad. En general, antes de dar un paso de política monetaria tan radical, los países deben evaluar seriamente su capacidad para afrontar los desafíos específicos que surgirían al abandonar su propia moneda.

Referencias

- BANCO CENTRAL DEL ECUADOR (2017), *Noventa Años del Banco Central del Ecuador – Series Estadísticas Históricas 1927–2017*.
- BECK T., A. DEMIGÜÇ-KUNT, R. LEVINE (2007) “Finance, inequality and the poor”, *Journal of economic growth*, Vol. 12 (1) p. 27–49.
- BECKERMAN P. (2001), “*Dollarization and SemiDollarization in Ecuador*”, documento de trabajo del Banco Mundial N.º. 2643.
- BECKERMAN P. y A. SOLIMANO (eds) (2002), *Crisis and Dollarization in Ecuador: Stability, Growth and Social Equity*, World Bank, Washington D.C.
- BERG A. y E. BORENSZTEIN (2000), “The Pros and Cons of Full Dollarization”, documento de trabajo del FMI WP/00/50, Washington D.C.
- COUDERT V., V. MIGNON y A. PENOT (2008), “Oil Price and the Dollar”, *Energy Studies Review*, 15(2).
- CUEVA S., J.P. DIAZ (2019), *The Monetary and Fiscal History of Ecuador: 1960–2017*, Working Paper, Becker-Friedman Institute, University of Chicago.
- CUEVA S., R. MOSQUERA, ORTIZ M.C. (2018), “*Ciclicalidad de la política fiscal ecuatoriana desde la dolarización*”, in DIAZ-CASSOU J., M. RUISARRANZ (eds), *Reformas y desarrollo en el Ecuador contemporáneo*, BID.
- DAVIDSON P. (2002), “*Dolarización, las funciones de un Banco Central y la economía ecuatoriana*”, *Cuestiones económicas*, Vol. 18, Quito.
- DE LA TORRE A., S. CUEVA, M.A. CASTELLANOSVASCONEZ (2020), “The Macroeconomics of the Commodities Boom in Ecuador: A Comparative Perspective”, in SANCHEZ F., PACHANO S. (eds) *Assessing the Left Turn in Ecuador. Studies of the Americas*. Palgrave Macmillan, Cham.
- DE LA TORRE A., R. GARCIA-SALTOS y Y. MASCARO (2001), *Banking, Currency, and Debt Meltdown: Ecuador Crisis in the Late 1990s*, World Bank working paper, World Bank, Washington D.C.
- DEL NEGRO M., A. HERNANDEZ-DELGADO, O. HUMPAGE y E. HUYBENS (2001), “Introduction: Context, Issues and Contributions”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 33 (2), Parte 2, p. 303–11.
- EICHENGREEN B. (2000), “When to Dollarize?”, documento presentado en una conferencia sobre dolarización organizada por el Banco de la Reserva Federal de Dallas, 6–7 de marzo de 2000.
- FISCHER S. (2001), “Ecuador and the International Monetary Fund”, in ALESINA A. y BARRO, R.J. (eds), *Currency Unions*, Hoover Institution Press Publication, p. 1–10, Stanford California.
- FISCHER S. (1982), “Seigniorage and the Case for a National Money”, *Journal of Political Economy*, Vol. 90 (2), p. 295–313.
- FRANKEL J. A. y A. K. ROSE (1998), “The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria”, *The Economic Journal*, 108 (Julio), p. 1009–25.
- Junta de Política y Regulación Monetario y Financiera. Resoluciones N.º. 176–2015–F; 203–2016–F; 243–2016–F; 433–2017–G (Estatuto Banco Central del Ecuador 2018); 451–2018–F; 465–2018–M; 466–2018–G.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2019a), *FMI Staff Report for the 2019 Article IV Consultation and Request for an Extended Arrangement under the Extended Fund Facility*, Informe de país del FMI N.º. 19/79, marzo de 2019.
- FMI (2019b), *Ecuador: Selected Issues Paper and Analytical Notes*, Informe de país N.º. 19/80, marzo de 2019.
- FMI (2019c), *Ecuador: First Review Under the Extended Fund Facility Arrangement*, Informe de país del FMI N.º 19/210, julio de 2019.
- FMI (2015), *Assessing Reserve Adequacy – Specific Proposals*, abril de 2015.
- JACOME L. (2004), *The Late 1990s Financial Crisis in Ecuador: Institutional Weaknesses, Fiscal Rigidities, and Financial Dollarization at Work*, Documento de trabajo del FMI WP/04/12.
- KOSE M. A. (2002), “Explaining business cycles in small open economies: How much do world prices matter?”, *Journal of International Economics* 56, p. 299–327.
- Ley de Régimen Monetario y Banco del Estado, Codificación. (2010).

MENDOZA E. (1995), "The Terms of Trade, the Real Exchange Rate, and Economic Fluctuations", *International Economic Review* 36, Febrero, p. 101-137.

NARANJO M. (2003), "La dolarización de la economía del Ecuador: tres años después", *Cuestiones económicas*, Vol. 19.

ROSE A. K. y C. ENGEL (2000), *Currency Unions and International Integration*, Documento de trabajo del NBER N° 7872, septiembre.

SINNOTT E., J. NASH y A. DE LA TORRE (2010), *Natural Resources in Latin America and the Caribbean - Beyond Booms and Busts?*, Banco Mundial, Washington.

WINKLER A., F. MAZZAFERRO, C. NERLICH y C. THINMANN (2004), *Official dollarization/euroisation - motives, features and policy implications of current cases*, *European Central Bank Occasional Paper Series*, N° 11, febrero de 2004.

¿Qué es la AFD?

La Agence française de développement (Agencia francesa de desarrollo) es una entidad pública que financia, acompaña e impulsa las transiciones hacia un mundo más justo y sostenible. Como plataforma francesa de ayuda exterior para el desarrollo sostenible y la inversión, nosotros y nuestros socios creamos soluciones compartidas, con y para la gente del Sur global.

La AFD interviene en más de 4 000 proyectos en los territorios franceses de ultramar y en unos 115 países. Nuestros equipos promueven la salud, la educación y la igualdad de género, y trabajan para proteger nuestros recursos comunes: paz, educación, salud, biodiversidad y un clima estable.

Es nuestra manera de honrar el compromiso que Francia y el pueblo francés han contraído para cumplir los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

Hacia un mundo en común.

Director de la publicación Rémy Rioux
Editor jefe Thomas Mélonio
Diseño gráfico MeMo, Juliegilles, D. Cazeils
Diseño y producción Luciole

Depósito legal 3^{er} trimestre de 2020

© AFD

Impreso por el servicio de reprografía de la AFD

Consulte más publicaciones de la AFD:
<https://www.afd.fr/en/ressources-accueil>