



Documento de Trabajo No. 2015-03

[Working Paper]

¿Es la dolarización compatible con el crecimiento y bienestar de largo plazo? Un análisis port keynesiano

por

Sebastián Carvajal

Centro de Estudios Fiscales - SRI [scarvajal@sri.gob.ec]

Diciembre 2015

La serie Documentos de Trabajo del Centro de Estudios Fiscales tiene por objeto difundir investigaciones sobre temas fiscales, tributarios y de teoría y política económica en general que sean de especial relevancia para el Ecuador.

El presente artículo es de exclusiva responsabilidad de sus autores y no necesariamente representa la posición oficial del Centro de Estudios Fiscales ni del Servicio de Rentas Internas. El contenido se puede difundir siempre que sea sin fines comerciales y con la condición de reconocer los créditos correspondientes refiriendo la fuente bibliográfica.



...le hace bien al país!

García Moreno y Sucre Teléfono (593 2) 2582 282

www.cef.sri.gob.ec

Quito - Ecuador

Resumen

En este artículo se discuten algunos aspectos sensibles del régimen de dolarización desde un enfoque de teoría económica heterodoxa, específicamente desde la teoría post keynesiana. Entre los postulados más importantes de la teoría post keynesiana se destaca el de dinero endógeno, donde la oferta monetaria no está determinada por los bancos centrales sino por los bancos privados. Bajo este enfoque, se sostiene que los bancos privados tienen la capacidad de crear dinero de la nada, *ex nihilo*, mediante la emisión de créditos, y con procesos distintos a los del tradicional multiplicador monetario. Otros dos postulados importantes son: a) un gobierno con soberanía monetaria siempre puede financiar su gasto, es más, en estricto sentido, no es necesario que genere ingresos (como impuestos) para poder gastar; y b) es imposible que un gobierno caiga en default cuando su deuda está denominada en su moneda nacional.

En función de los 3 postulados citados, es posible explicar las trampas fiscales de los regímenes monetarios no-soberanos, como el de la dolarización en Ecuador. Estas trampas fiscales consisten en la imposibilidad que tienen los gobiernos para garantizar sus pagos, lo cual conduce a un endeudamiento creciente que puede volverse insostenible y derivar en serias crisis económicas en el momento en que efectivamente no se puedan cumplir con dichos pagos. El núcleo central de este documento es explicar por qué la política fiscal es un componente del régimen monetario y por qué al momento de abandonar la soberanía monetaria se dejó en situación crítica a las herramientas fiscales. Este análisis permite sustentar la hipótesis de que la dolarización puede no ser coherente con el crecimiento y bienestar de largo plazo.

Palabras Clave: Dolarización, Política Monetaria, Dinero Endógeno, Política Fiscal, Deuda Pública, Default, Economía Post Keynesiana.

Contenido

1. Introducción	4
2. Creación Monetaria: el enfoque post keynesiano.....	5
3. Operaciones del banco central y financiamiento del gasto público	10
4. Trampas fiscales del régimen de dolarización	15
5. Necesarias aclaraciones: a modo de conclusión	22
Bibliografía	25

1. INTRODUCCIÓN

El presente artículo tiene por objeto discutir aspectos sensibles del régimen de dolarización desde un enfoque de teoría económica heterodoxa.

La teoría *post keynesiana* ha defendido durante décadas la *endogeneidad monetaria*, no solamente como un proceso de creación monetaria distinto a la visión tradicional de *exogeneidad monetaria*, sino como un proceso distinto de todo el funcionamiento mismo de la economía. El presente artículo se sustenta en el mencionado enfoque post keynesiano.

Algunos postulados importantes de la teoría post keynesiana de dinero endógeno son por ejemplo que la oferta monetaria no está determinada por los bancos centrales sino por los bancos privados, existe una suerte de privatización de la oferta monetaria. Y esto no tiene nada que ver con el tradicional multiplicador monetario. Desde este enfoque, los bancos privados tienen la capacidad de crear dinero de la nada, *ex-nihilo*, mediante la emisión de créditos.

Este proceso de creación endógena de dinero se explica en la siguiente sección de este artículo. Con este insumo es posible comprender cómo operan los bancos centrales y cuáles son sus funciones en la realidad. Estas operaciones permiten explicar cómo funciona el financiamiento público y cuál es el rol tanto de la banca privada como de los bancos centrales para este propósito.

De este análisis surgen otros dos interesantes postulados de la teoría post keynesiana: a) un gobierno con soberanía monetaria¹ siempre puede financiar su gasto, es más, en estricto sentido, no es necesario que genere ingresos (como impuestos) para poder gastar; y b) es imposible que un gobierno caiga en *default* cuando su deuda está denominada en su moneda nacional. En la tercera sección se explican todos los mecanismos que permiten llegar a estos postulados que, a primera vista, pueden parecer descabellados.

Una vez revisados los procesos de creación monetaria endógena, operaciones del banco central y financiamiento público, es posible explicar las trampas fiscales de los regímenes monetarios no-soberanos, como el de la dolarización en Ecuador. En esta sección se explica por qué la política fiscal es un componente del régimen monetario y por qué al momento de abandonar la soberanía monetaria las herramientas fiscales quedan gravemente disminuidas.

Esta particularidad de las economías sin moneda representan un verdadero riesgo a la estabilidad económica. Es más, permite proponer la hipótesis de que la dolarización puede no ser compatible con el crecimiento y bienestar de largo plazo.

¹ Soberanía monetaria en un sentido amplio: moneda nacional, no *independencia* del banco central y tipo de cambio libre.

Si bien todos estos enunciados se sustentan en las siguientes secciones, es importante advertir de inicio que el presente artículo no debe ser tomado como un llamado a abandonar la dolarización y mucho menos como un artículo que encuentre en la soberanía monetaria una panacea. Sin embargo, es de suma importancia comprender cómo realmente funcionan las relaciones monetarias en las economías modernas como base para discusiones sobre temas de mayor envergadura como la restricción externa de economías pequeñas, la inflación, los ciclos económicos, la matriz productiva y otros.

Al ser las economías capitalistas inherentemente cíclicas, nunca hay que descartar la posibilidad de entrar en una fase de desaceleración económica. Por esta razón, y más aún en una economía dolarizada, resulta de suma importancia discutir elementos de teoría y política económica desde el lado monetario.

El debate siempre será sano, pero sobre todo servirá para evaluar la pertinencia de ciertas recomendaciones de política que usualmente aparecen cuando las economías atraviesan por fases de desaceleración. En especial aquellas recetas neoliberales de ajuste estructural que han fracasado en nuestro país y fracasan actualmente en economías de características similares a la ecuatoriana como la griega. La austeridad y restricción de demanda agregada que sugieren este tipo de políticas solamente conducen a verdaderas economías del desastre social.

2. CREACIÓN MONETARIA: EL ENFOQUE POST KEYNESIANO

La oferta monetaria está compuesta por las especies monetarias (billetes y monedas) y los depósitos bancarios. Ambos son parte de la definición de dinero, principalmente, porque permiten realizar pagos. De estos dos tipos de dinero, los depósitos bancarios constituyen la gran mayoría (73% de la oferta monetaria en Ecuador²), razón por la cual es prioritario comprender cómo se crean.

La exogeneidad monetaria estipula que los bancos privados necesitan tener depósitos o reservas para poder realizar préstamos. La idea es que el banco central coloca de manera exógena una cantidad definida de dinero en los bancos privados y éstos lo multiplican emitiendo crédito. De esta forma, el banco central controla la oferta monetaria y los bancos privados son meros intermediarios financieros.

Por su parte, la endogeneidad monetaria plantea que los bancos centrales no controlan la oferta monetaria y que los bancos privados no necesitan de ningún tipo de depósito previo o reservas para emitir créditos, los pueden emitir de la nada. Esta postura ha estado relegada del pensamiento dominante, el cual ha confiado de manera excesiva en la exogeneidad monetaria

² Se tomó como oferta monetaria a la variable *liquidez total* de los boletines estadísticos del Banco Central del Ecuador, dato a julio de 2015.

como la teoría más plausible. El Banco Central de Inglaterra (Bank of England), sin hablar de manera explícita de "endogeneidad monetaria", en su boletín del primer trimestre de 2014, lo explica de la siguiente manera:

En la economía moderna, la mayor parte del dinero toma la forma de depósitos bancarios. Pero cómo se crean estos depósitos bancarios es a menudo incomprendido: la principal forma es a través de los préstamos otorgados por los bancos comerciales. Cada vez que un banco hace un préstamo, crea simultáneamente un depósito correspondiente en la cuenta bancaria del prestatario, y por lo tanto crea nuevo dinero.

La realidad de cómo se crea el dinero hoy en día difiere de la descripción que se encuentra en algunos libros de textos de economía:

- *En lugar de los bancos recibir depósitos de los ahorros de los consumidores para poder emitir créditos, es a partir de los créditos que se crean los depósitos.*
- *En tiempos normales, el banco central no fija la cantidad de dinero en circulación, ni es dinero del banco central el que se multiplica en más préstamos y depósitos.*

Que no sean los depósitos los que permiten crear crédito y que más bien sean los créditos los que crean depósitos puede sonar bastante extraño, lo mismo ocurre con la idea de que el banco central no controla la oferta monetaria.

La mejor forma de entender estos enunciados, y por ende la creación endógena de dinero, es usando hojas de balance. Una hoja de balance es un documento contable que registra la cantidad de activos, pasivos y patrimonio que posee cualquier unidad económica. Este instrumento tiene la siguiente forma:

Tabla 1.
Hoja de balance tipo

Activos	Pasivos y Patrimonio
Activos Financieros	Pasivos
Activos Reales	Patrimonio

Para hacer un buen uso de las hojas de balance hay que tomar en cuenta dos principios fundamentales de la contabilidad financiera. El primero es que las hojas de balance siempre están en equilibrio, por lo tanto, cualquier cambio en los activos, pasivos o patrimonio necesita un cambio similar y que lo compense en cualquiera de estas cuentas. El segundo es que todo activo financiero representa siempre un pasivo financiero en otra hoja de balance, es decir, el activo financiero de una unidad económica será siempre el pasivo financiero de otra unidad económica (Wray, 2012).

Al ser los bancos privados quienes crean dinero (en forma de depósitos), es importante empezar analizando su hoja de balance. En términos muy generales, ésta luce de la siguiente forma:

Tabla 2
Balance tipo de un banco privado

Activos	Pasivos Patrimonio
Créditos	Depósitos a la vista
Inversiones	Depósitos a plazo
Reservas	Otros pasivos
Otros activos	Patrimonio

Los activos suelen estar concentrados en los créditos e inversiones, y los pasivos en los depósitos. En Ecuador, por ejemplo, los créditos e inversiones concentran el 70% de los activos y los depósitos el 75% de los pasivos en el sistema de bancos privados³.

Cuando un banco emite un crédito se genera un incremento en sus activos. Por el lado del pasivo registra un depósito en la cuenta de prestatario. De forma intuitiva, cuando un banco privado emite un crédito, el beneficiario de dicho crédito recibe los recursos en forma de depósitos en su cuenta bancaria. La emisión de un crédito, por ejemplo de 100 unidades monetarias (UM), se registra de la siguiente forma en el balance de un banco:

Tabla 3
Emisión de un crédito de 100 UM

Banco Privado			
Créditos	+100	Depósitos	+100

En este sencillo ejemplo el banco privado ha creado un crédito y para esto no necesitó de ningún depósito previo ni reservas. Es más, en este ejemplo ni siquiera existe un banco central. Tal como indica el *Bank of England* en la nota citada previamente, es importante notar que es el crédito el que ha creado el depósito y no al revés como usualmente se piensa.

Por el segundo principio de la contabilidad financiera, este movimiento en la hoja de balance del banco privado necesariamente debe reflejar movimientos en la hoja de balance de otro agente, en este caso, en la del prestatario. El depósito, que para el banco privado es un pasivo, es un activo para el prestatario; y el crédito, que para el banco privado es un activo, es un pasivo para el prestatario, una deuda que debe ser cancelada. El activo financiero de 'uno' es siempre el pasivo financiero de 'otro'. La hoja de balance del prestatario registraría la operación así:

Prestatario			
Depósito	+100	Crédito	+100

³ Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros. *Boletín Financiero Bancos*, junio de 2014.

Este sencillo ejemplo permite realizar un cuestionamiento fundamental: ¿de dónde salió el dinero con el que el banco privado emitió el crédito y que ahora permite tener depósitos al prestatario? La respuesta a esta pregunta se la puede resumir en los siguientes puntos planteados por Wray (2012):

1) El dinero no salió de ninguna parte. El crédito, y por lo tanto el depósito, fueron creados de la nada, *ex nihilo*, simplemente mediante un registro contable. En el pasado los bancos podían emitir sus propios billetes, lo que validaba el registro contable, pero ahora solo los bancos centrales pueden hacerlo. Posteriormente, los bancos pasaron a emitir cheques y actualmente, gracias a los avances en las tecnologías de la comunicación e información, es necesario solamente un registro electrónico. En la economía moderna, los créditos, y por lo tanto los depósitos, son creados mediante la mera digitación de un número en una computadora.

2) Para crear dinero el banco no necesitó dinero en sus bóvedas o en sus reservas en el banco central. Tampoco necesitó depósitos previos, como sugiere la teoría del multiplicador monetario de la economía tradicional.

3) Al emitir un crédito, el banco no está prestando algo que tenga, simplemente crea dinero en forma de depósitos.

4) Los depósitos son una obligación para los bancos, por eso figuran en los pasivos. Por lo tanto, al crear dinero, el banco asume una obligación, la cual consiste en comprometerse a convertir los depósitos en efectivo (billetes y monedas) y a realizar pagos cuando el propietario de la cuenta lo solicite.

Cuando los bancos privados emiten créditos, crean dinero de la nada; la creación del depósito es el resultado contable natural de la emisión del crédito. Esto es posible porque el dinero es, en realidad, una simple obligación, un simple pagaré, es crédito, es un instrumento que lleva consigo la promesa de convertirse en algo, pero que tiene una importante particularidad: sirve, y es socialmente aceptado, como medio de pago⁴.

Bajo el régimen de Patrón Oro los bancos centrales emitían dinero respaldado en oro, los billetes y monedas emitidas eran simples pagarés que servían de medio de pago pero que llevaban consigo la obligatoriedad de ser cambiados a oro cada que el tenedor lo demandase. Una vez que se abandonó el Patrón Oro, los billetes y monedas emitidos por un banco central dejaron de ser convertibles (al menos que haya tipo de cambio fijo). En la actualidad, el dinero emitido por los bancos centrales no tiene ningún respaldo en el sentido tradicional del término. Por ejemplo, si una persona se acerca al Banco Central de Inglaterra con un billete de 10 libras esterlinas, el banco central no tiene la obligación de entregar oro ni nada. Por esta razón es que al dinero que emiten los bancos centrales se lo conoce en la actualidad como dinero

⁴ El objetivo de este artículo no es discutir qué es el dinero. Sin embargo, si el lector desea consultar este enfoque, denominado *cartalista*, puede revisar, Innes (1913, 1914), Knapp (1924), Bell (2001), Tcherneva (2006), Wray (2010)

fiduciario (*fiat money*), es decir, dinero que representa un valor que intrínsecamente no tiene.

Los depósitos bancarios también son simples pagarés que sirven como medio de pago, pero éstos sí son convertibles. Los bancos privados tienen la obligación de convertir sus depósitos en billetes y monedas cada que el dueño del depósito así lo demande.

Bajo esta lógica, y como Minsky varias veces apuntó, quién sea puede crear dinero, el problema es que este sea aceptado (Minsky, 1986).

Los depósitos son aceptados también porque los gobiernos y la legislación los reconocen como medio de pago. Los gobiernos brindan protecciones específicas a los bancos para que su dinero sea ampliamente aceptado. Son las leyes las que permiten que los cheques y tarjetas de crédito y débito sean aceptados como medio de pago. Además, los bancos son las únicas instituciones del sector privado que tienen acceso directo al banco central, lo cual genera confianza. Los bancos son especiales y tienen la capacidad de que su dinero sea socialmente aceptado porque están respaldados por los gobiernos soberanos (McCulley, 2009).

Un caso particular es que los gobiernos aceptan el pago de impuestos con dinero bancario. Cuando una persona paga impuestos pide que simplemente se haga un débito de su cuenta bancaria y que se transfieran los recursos a la cuenta del gobierno, transacción que se realiza sin necesidad de ningún tipo de dinero físico del banco central —que es lo que comúnmente se entiende por dinero—.

El proceso descrito aquí es conocido como endogeneidad monetaria porque la oferta monetaria depende de la demanda de crédito, y no de lo que exógenamente fije un banco central. En este enfoque, los depósitos son simples registros de cuánto debe el banco a sus clientes. Son un pasivo para los bancos, no un activo (reservas, por ejemplo) que pueda ser prestado (Keen, 2014).

Uno de los principios fundamentales de la endogeneidad monetaria es que son los créditos los que crean depósitos, y no al revés, como se suele pensar. Esto no significa que no sea importante para los bancos recibir depósitos. Los bancos de hecho reciben depósitos, pero la idea que se quiere transmitir es que éstos no restringen la emisión de nuevo crédito o creación monetaria (Fullwiler, 2008).

El proceso descrito aquí tampoco implica que no existan límites a la creación de dinero por parte de los bancos privados. El principal límite a este proceso es la cantidad de crédito demandado por prestatarios solventes. Esto depende del deseo por adquirir endeudamiento de los prestatarios, de cuán rentable resulte el crédito para el banco y del deseo de los bancos por conceder el estatus de *solvente* a sus clientes (Lavoie, 2000; Bank of England, 2014)

Una vez que se han revisado los procesos de creación endógena de dinero, se revisará a continuación cuáles son las reales operaciones de los bancos centrales y las relaciones con el financiamiento público. Con esto es posible analizar por qué la política fiscal es en realidad un componente del régimen monetario.

3. OPERACIONES DEL BANCO CENTRAL Y FINANCIAMIENTO DEL GASTO PÚBLICO

Al igual que los bancos privados, los bancos centrales también crean dinero de la nada. Esto puede resultar más intuitivo porque es aquí donde se crean billetes y monedas. Para crear dinero, al igual que los bancos privados, el banco central genera un pasivo acompañado del activo respectivo que lo respalda. Por esta razón, el concepto de *dinero sin respaldo o inorgánico* es errado. Al crearse el pasivo necesariamente se debe respaldar con un activo.

Las mismas hojas de balance permiten observar cómo se crea dinero en los bancos centrales. El balance de un banco central, en términos generales, luce de la siguiente forma:

Tabla 5

Balance Banco Central	
Activos	Pasivos Patrimonio
A1. Instrumentos del mercado de crédito (principalmente bonos del gobierno).	P1. Dinero en circulación.
A2. Préstamos a bancos locales.	P2. Reservas de bancos privados.
A3. Oro y moneda extranjera.	P3. Cuenta del tesoro (Min Finanzas).
A4. Otros activos financieros.	P4. Cuentas de extranjeros.
A5. Activos reales.	P5. Otros pasivos y patrimonio.

El dinero en circulación (P1) y las cuentas corrientes de bancos privados, del gobierno y de extranjeros en el banco central (P2, P3 y P4) son pasivos para el banco central, pero son activos para todo el resto de unidades económicas.

La base monetaria está constituida por la cantidad de billetes y monedas en posesión del público (P1) más las reservas que tienen los bancos privados en el banco central (P2).

Con estos dos ítems del balance del banco central se puede escribir la ecuación de “base monetaria” o de “dinero de alto poder expansivo”. Como una

hoja de balance siempre está *balanceada* la siguiente ecuación siempre se debe cumplir:

$$P_1 + P_2 = A_1 + A_2 + A_3 + A_4 + A_5 - P_3 - P_4 - P_5 \quad (1)$$

Por lo tanto, cambios en cualquier componente del lado derecho de la ecuación (1) generarán cambios en la base monetaria.

Las principales fuentes de inyección de base monetaria son la compra de instrumentos de crédito (A1), llamadas *operaciones de mercado abierto*, y los préstamos a bancos locales (A2), llamadas *operaciones de ventana de descuento*.

Los instrumentos de crédito (A1) que los bancos centrales obtienen a través de las *operaciones de mercado abierto* son principalmente papeles emitidos por el gobierno central (letras del tesoro y bonos del tesoro). En casos poco convencionales, los bancos centrales también pueden adquirir cualquier tipo de activo financiero de los bancos comerciales u otras instituciones. Esto es lo que ha hecho la Reserva Federal de los Estados Unidos durante los últimos años y se ha dado a conocer bajo el nombre de *quantitative easing* (Lavoie, 2010).

Supongamos que un banco privado tiene bonos del gobierno por un valor de 100 UM y decide venderlos al banco central. Esta venta se registra en el balance del banco central de la siguiente forma

Tabla 6

Banco Central			
A1	+100	P2	+100

El banco central aumenta sus activos “instrumentos del mercado de crédito” a la vez que ha dotado de reservas al banco privado. Con esta operación, que no es más que un registro contable, el banco central ha aumentado la base monetaria, ahora el banco privado cuenta con 100UM en sus reservas.

¿De dónde ha sacado los fondos el banco central para aumentar la base monetaria? De ninguna parte, las reservas de la banca privada son un pasivo para el banco central, por lo tanto puede crearlas en cantidades ilimitadas (Lavoie, 2011). No se necesita oro, mayores ingresos tributarios, exportaciones de algún *commodity*, ni nada, se crea dinero solamente generando un pasivo, de la misma forma como lo hacen los bancos privados.

A este respecto, resultan bastante ilustrativas las palabras del ex director de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Ben Bernanke. En una entrevista concedida a CBS en marzo de 2009, a propósito de las ingentes cantidades de dinero que la Fed estaba inyectando a la economía vía reservas bancarias como medida de estabilización ante la crisis, tuvo lugar el siguiente diálogo:

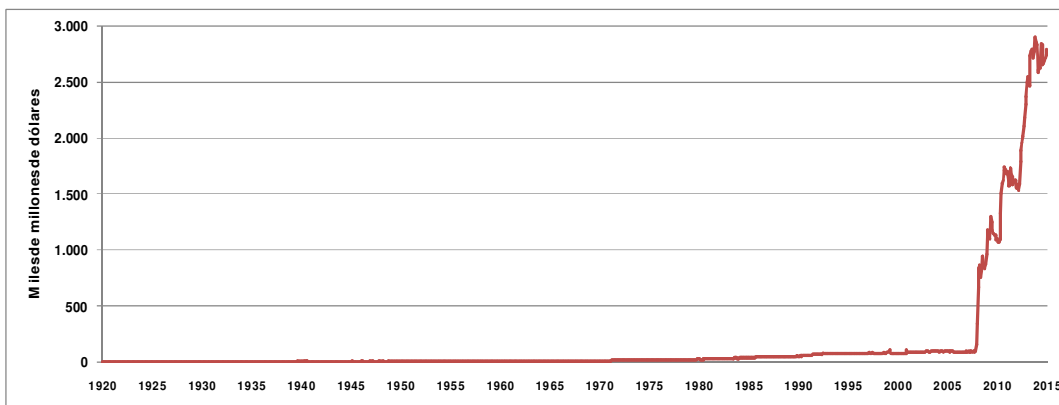
Entrevistador: ¿es el dinero de los impuestos el que la Fed está gastando?

Bernanke: No es dinero proveniente de los impuestos. Los bancos tienen cuentas en la Fed de manera muy similar a las cuentas que usted tiene en un banco co-

mercial. Por lo tanto, para prestar reservas a un banco, solamente usamos el computador y marcamos el tamaño de las cuentas que los bancos tienen en la Fed.

Las declaraciones de Bernanke pasaron ampliamente desapercibidas, pero el mensaje que dio es muy potente. Solo así se puede entender que las reservas bancarias en EEUU, que nunca superaron los 100 mil millones de dólares, se hayan incrementado hasta los 2,8 billones entre 2008 y octubre de 2015, un incremento inverosímil en apenas siete años, tal como se puede observar en el gráfico 1.

Gráfico 1
Reservas Bancarias de Estados Unidos (1920 - 2015)



Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED2)

Elaboración: Propia

Todo agente económico puede emitir pasivos en la cantidad que desee, el punto es que sea aceptado. Como los pasivos del banco central son los más aceptados, éste puede emitir pasivos en cantidades ilimitadas, razón por la cual, las reservas bancarias pueden ser cualquier número (Lavoie, 2011).

Como se muestra en la tabla 6 el banco central solamente debe generar un registro contable en su hoja de balance que, como llama la atención Bernanke, en las economías actuales son meras pulsaciones de teclado en una computadora. Además, como queda claro, el aumento de la base monetaria no tiene nada que ver con recaudación de impuestos o con cualquier otra fuente de ingresos públicos.

Si bien no es objeto de este artículo, es preciso mencionar que labor de los bancos centrales no radica en determinar la oferta monetaria. En realidad radica en proveer reservas al sistema financiero para cumplir dos objetivos: garantizar el funcionamiento de los sistemas de pagos y mantener una tasa de interés objetivo.⁵

Así como los bancos privados tienen el privilegio de tener cuentas en el banco central, los gobiernos también lo tienen. Por esta razón, cuando un go-

⁵ El lector interesado en las operaciones de los bancos centrales puede consultar Fullwiler 2008 y 2013.

bierno incurre en déficit también podría obtener los recursos necesarios para mantener su gasto directamente del banco central.

Lavoie (2011) plantea un par de ejemplos que son muy ilustrativos a este respecto. La tabla 7 muestra cómo el gobierno puede financiar su gasto cuando cuenta con soberanía monetaria. El primer paso, que se muestra en la primera fila, muestra la emisión de bonos por parte del gobierno (BG), y la compra de éstos por el banco central. En el ejemplo, estos bonos tienen un valor de 100 UM. Con esta venta, el gobierno recibe el respectivo depósito en su cuenta en el banco central (CG).

El siguiente paso, mostrado en la segunda fila, es la ejecución del gasto por parte del gobierno, digamos para financiar pensiones de maternidad dignas, pensiones jubilares, seguro de desempleo, servicios públicos de calidad o cualquier otro gasto digno de cualquier condición mínima de un Estado de Bienestar. En esta instancia el gobierno ordena al banco central transferir los recursos de su cuenta (CG) a la cuenta que los bancos privados tienen en el banco central (CBP) para que éstos a su vez acrediten los fondos en las cuentas de los beneficiarios.

Este movimiento se registra como un cambio de pasivos en el banco central (aumento de CBP y disminución de CG) que mantiene el balance. Este aumento en la cuenta de los bancos privados necesariamente debe reflejarse en la hoja de balance del banco privado, esto registra como un aumento de sus reservas en el lado del activo, y el pasivo correspondiente son los depósitos de los hogares beneficiarios del gasto del gobierno.

Por último, las hojas de balance de los hogares también registran la transacción. Ahora tienen depósitos en los bancos privados y como para esto no han incurrido en ningún tipo de deuda se registra un aumento de su patrimonio.

En el ejemplo, se supone que existe un requerimiento legal de reservas del 10% de los depósitos, es decir, 10 UM. En esta situación, el banco privado tendría reservas en exceso por 90 UM lo cual no le sirve de nada. Esto le permite al banco privado comprar bonos del gobierno que le generan rendimiento por un valor de 90 UM y mantener las 10 UM exigidas por la ley en reservas. A los bancos privados no les conviene mantener reservas más allá de lo legalmente establecido porque no generan ningún tipo de rendimiento, por esta razón es que les resulta más rentable adquirir bonos que generan retorno (Lavoie, 2011).

Estas operaciones se registran en la tercera fila de la tabla 7, se refleja un cambio en la composición del activo del banco privado, y el banco central se deshace de los bonos del gobierno (BG) y en su pasivo se reducen los depósitos del banco privado en el banco central (CBP).

La última fila de la tabla muestra los stocks finales de esta operación. El banco central termina con 10 UM en bonos que compensan el requerimiento de reservas de los bancos privados. Los bancos privados tienen 10UM en reservas exigidas por la ley y 90UM en bonos que les genera rendimientos. Estas

100 UM que tienen los bancos en el activo compensan su pasivo que son los depósitos de los hogares. Por último, los hogares tienen depósitos bancarios por 100UM que constituyen su patrimonio.

Tabla 7
Gasto del gobierno vía operaciones directas con el banco central

Banco Central		Banco Privado		Hogares	
Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
BG (A1) +100	CG (P3) +100				
	CG (P3) -100 CBP (P2) +100	Reser. +100	Dep. H +100	Dep. BP +100	Patr. +100
BG (A1) -90	CBP (P2) -90	Reser. -90 BG +90			
BG 10	CBP 10	Reser. 10 BG 90	Dep. H 100	Dep. BP 100	Patr. 100

Si bien operativamente es posible que los gobiernos con moneda soberana siempre puedan financiar su déficit con operaciones como la mostrada, en la mayoría de países la ley impide a los bancos centrales adquirir bonos de los gobiernos de forma directa. En la mayoría de países los gobiernos deben colocar sus bonos en el mercado privado y los bancos privados suelen ser los principales compradores. Esto es lo que se conoce como *independencia del banco central* (Lavoie, 2011; Wray, 2014).

La siguiente tabla, también ilustrada por Lavoie (2011), muestra esta variante. Como se puede observar, el resultado es exactamente el mismo. La única diferencia es que de partida el gobierno coloca sus bonos en la banca privada, luego ésta transfiere los recursos de la cuenta del gobierno a las cuentas de los hogares beneficiarios y al final el banco privado debe cumplir el requisito legal de reservas.

Tabla 8

Banco Central		Banco Privado		Hogares	
Activos	Pasivos	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
		BG +100	CG +100		
			CG -100 Dep. H +100	Dep. BP +100	Patr. +100
BG (A1) +10	CBP (P2) +10	Reser. +10 BG -10			
BG 10	CBP 10	Reser. 10 BG 90	Dep. H 100	Dep. BP 100	Patr. 100

Que los gobiernos deban colocar sus bonos en el sistema financiero privado, para poder financiar su presupuesto, otorga un enorme poder fáctico a los bancos y demás instituciones financieras. En países con sistemas financieros

desarrollados y competitivos es posible que este poder fáctico sea menor, pero mientras más concentrado esté el sistema financiero, mientras sean pocos bancos los que controlan la mayor parte del sistema, el poder de éstos sobre los gobiernos será considerablemente mayor.

De este análisis se desprenden dos lecciones de suma importancia. En primer lugar, un gobierno con soberanía monetaria⁶ siempre puede financiar su gasto. Es más, en estricto sentido, no es necesario que genere ingresos (como impuestos) para poder gastar. En países con soberanía monetaria, el verdadero problema no radica en recursos escasos o limitados para financiar el gasto público, sino en cómo se gasta de tal suerte de que no se generen distorsiones económicas como acumulación de riqueza, inflación, crisis de tipos de cambio, restricciones externas o agudización de los ciclos económicos. Lamentablemente, aún en los gobiernos con moneda soberana y fuerte en los mercados internacionales, la preocupación se sigue centrando en cómo financiar déficits (Lavoie, 2011; Wray, 2012).

La segunda lección importante es que es imposible que los gobiernos con moneda soberana caigan en default de su deuda pública, es decir, siempre podrán cumplir sus obligaciones siempre y cuando estén denominadas en su moneda. Esto explica por qué países como Estados Unidos y Japón que tienen niveles de deuda pública exorbitantes (en Japón cerca del 250% del PIB), las tasas de interés de sus bonos sean muy bajas (no superan el 2%) (Fullwiler, 2013; Lavoie, 2000 y 2011).

Por estas consideraciones es que para muchos post keynesianos la política fiscal es un componente del régimen monetario. Cuando se abandona la soberanía monetaria no solo se renuncia a las herramientas monetarias sino a las fiscales también. Lamentablemente, este es el caso del Ecuador y de otros países como los de la Unión Europea. La vulnerabilidad de estos países se materializa por las trampas fiscales ocasionadas cuando se abandona la soberanía monetaria, cuestión que se explica en la siguiente sección.

4. TRAMPAS FISCALES DEL RÉGIMEN DE DOLARIZACIÓN

Keynes definió al sistema capitalista como *inherentemente cíclico*. “[Cuando el sistema se mueve] en dirección ascendente, las fuerzas que lo empujan hacia arriba al principio toman impulso y producen efectos acumulativos unas sobre otras, pero pierden gradualmente su potencia hasta que, en cierto momento, tienden a ser reemplazadas por las operaciones en sentido opuesto; las cuales, a su vez, toman impulso por cierto tiempo y se fortalecen mutuamente hasta que ellas también, habiendo alcanzado su desarrollo máximo, decaen y dejan sitio a sus contrarias” (Keynes, 1936).

⁶ Soberanía monetaria en un sentido amplio: moneda nacional, no *independencia* del banco central y tipo de cambio libre.

Contribuir a la estabilización de la demanda agregada, para así disminuir los riesgos de los ciclos propios del sistema capitalista, es una de las mayores responsabilidades que tienen los gobiernos en materia de política económica.

Quando las economías entran en fase de recesión es necesario incentivar la demanda agregada. Por el lado monetario, la principal herramienta está en manos de los bancos centrales y consiste en reducir los tipos de interés para incentivar la demanda agregada vía crédito. Se espera con esto que el menor tipo de interés incentive el deseo de adquirir endeudamiento para inversión o consumo.

Esto es lo que han hecho países como Estados Unidos en los últimos años. Como se refirió anteriormente, la Reserva Federal de los Estados Unidos incluso ha implementado medidas no convencionales (como el llamado *quantitative easing*, o *QE*) para llevar los tipos de interés a niveles insólitamente bajos (cercaos al 0%) (Lavoie, 2010; Fullwiler, 2013).

Hay ocasiones en las cuales el esfuerzo monetario queda truncado por la imposibilidad del sistema financiero para dinamizar el crédito. La razón más importante tiene que ver con las expectativas. La decisión de invertir es una decisión de endeudarse y una unidad económica decide invertir cuando estima que ésta será rentable en el futuro. Si la economía está deprimida mucha gente tendrá expectativas pesimistas, al no estimar rentabilidad de las inversiones no tendrá deseo de endeudarse a pesar de tipos de interés muy bajos (Minsky, 1986).

Con el crédito para consumo, que también dinamiza la demanda agregada, ocurre algo similar. En escenarios de expectativas pesimistas, mucha gente no solo preferirá no hacer compras con crédito, sino que incluso ahorrará una mayor parte de sus ingresos, contribuyendo así a la contracción de la demanda agregada.

Lo mismo ocurre por el lado bancario. La decisión de aceptar una solicitud de crédito se basa en la solvencia del cliente y la expectativa de recuperación del crédito. Si la economía está deprimida los bancos se pueden mostrar reacios a ofrecer créditos debido a que no estiman rentabilidad de éstos. Peor aún, en escenarios de intereses bajos puede que los créditos no representen una fuente de rentabilidad atractiva para los bancos, reduciendo aún más su incentivo para ofrecer crédito (Minsky, 1986).

Las expectativas son determinantes para la eficacia de la política monetaria y el canal del crédito. Quando estas no despiertan a pesar de intereses cercanos a cero, la opción tradicional es la política fiscal.

La expansión fiscal, requerida en momentos de crisis o pre-crisis, se logra usualmente vía déficit. Sin embargo, para poder gastar vía déficit es necesario incurrir en uno de los peores males para la tradición económica: el endeudamiento público. El principal temor es que éste llegue a ser tan abultado que los gobiernos no puedan cumplir sus obligaciones y declaren el cese

del pago, lo que comúnmente se conoce como caer en default. Sin embargo, y suponiendo que caer en default es siempre malo, es apresurada la correlación positiva entre endeudamiento y riesgo de default.

El asunto esencial reposa en la denominación del endeudamiento público. Como se vio en la sección anterior, los países con moneda soberana que adquieren deuda en su propia moneda no pueden caer en default, es imposible. No hay razón alguna para que un gobierno no pueda cancelar obligaciones denominadas en su propia moneda. Las únicas restricciones que existen son aquellas auto-impuestas como techos al endeudamiento público establecidos en las leyes. Sin embargo, este tipo de restricciones no tienen nada que ver con la capacidad de un gobierno para honrar sus deudas en su propia moneda, son restricciones de carácter puramente político, e incluso moral, que varios gobiernos se imponen.

Sin embargo, cuando un gobierno adquiere deuda denominada en moneda extranjera el riesgo de caer en default es real, más aún cuando las economías son pequeñas. Para honrar este tipo de deudas los gobiernos necesitan conseguir la moneda en la cual está denominado el endeudamiento, por lo tanto no pueden garantizar poseer siempre la cantidad necesaria para cancelar dichas obligaciones. Las famosas crisis de deuda de los años 80 en América Latina o los problemas de deuda actuales de países como Grecia o España, por ejemplo, han sido sobre deudas denominadas en moneda exterior, en moneda que no controlan sus gobiernos.

Algunos ejemplos son muy ilustrativos para entender estas relaciones. La tabla 9 muestra las correlaciones entre tipos de interés de la deuda pública a 10 años con el ratio deuda pública/ PIB y el gráfico 2 las respectivas series. Si el aumento de deuda estaría relacionado con mayores riesgos de caer en default, como sugiere la ortodoxia económica, se esperaría que estos coeficientes siempre sean positivos. Sin embargo, como se puede observar, esto no es así para los países del ejemplo.

Tabla 9

Coeficientes de correlación entre deuda pública (% del PIB) y tipo de interés de bonos del gobierno a 10 años (1993-2013)

	Con soberanía monetaria*	Sin soberanía monetaria**
Estados Unidos	-0.605	-
Japón	-0.775	-
España	-0.379	0.529
Grecia	0.243	0.829

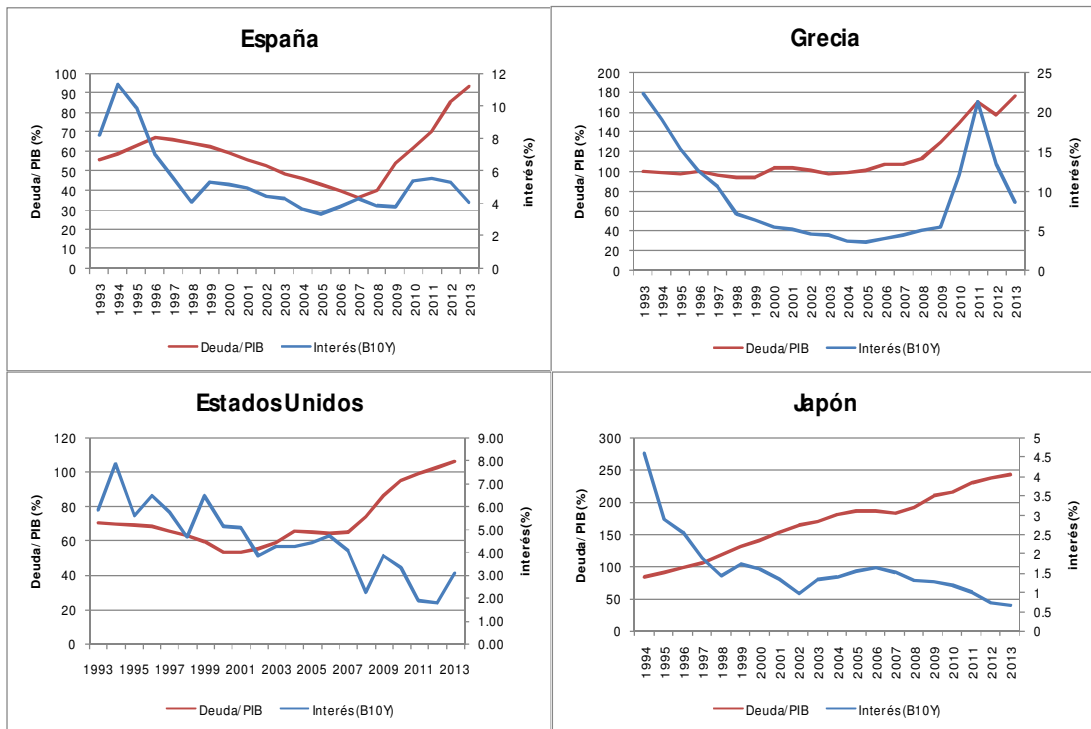
Fuente: Fondo Monetario Internacional, Banco Central Europeo, Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED2)

Elaboración: Propia

* Para España y Grecia hace referencia al periodo 1993-2000. Para Estados Unidos y Japón al periodo 1993-2013.

** Para España y Grecia hace referencia al periodo 2001-2013.

Gráfico 2
Deuda pública (% del PIB) y tipos de interés de los bonos públicos a 10 años.



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Banco Central Europeo, Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED2)

Elaboración: Propia

El caso de Estados Unidos y Japón, como bien refiere Lavoie (2011), es muestra de la imposibilidad de caer en default para los gobiernos que emiten deuda en su propia moneda. Ambos países, a pesar de tener niveles de endeudamiento que pueden parecer exorbitantes (Japón cerca del 250% de su PIB), tienen tasas de interés muy bajas; es más, el coeficiente de correlación entre ambas variables es significativamente negativo (tabla 8). "Obviamente, los mercados saben que Japón tiene la posibilidad y la capacidad para hacer pagos de intereses sobre cualquier monto de deuda pública que el gobierno pueda acumular" (Lavoie, 2011).

El caso de España y Grecia es también muy ilustrativo a este respecto. Ambos países tuvieron soberanía monetaria hasta el año 2000. Para el caso español el coeficiente mencionado es negativo en el periodo con soberanía monetaria y Grecia lo tuvo positivo pero bajo. Sin embargo, llama mucho la atención que estos coeficientes se vuelven altamente positivos para el periodo en que abandonaron su soberanía monetaria.

Una vez que estos países entraron en crisis, su endeudamiento comenzó a incrementarse, tal como se advierte en el gráfico 2 a partir de 2008⁷. Al no tener soberanía monetaria, este endeudamiento estuvo denominado en eu-

⁷ Esta simple evidencia permite también corroborar que fue la crisis la que desencadenó el endeudamiento en estos países y no, como muchos han sostenido, que la crisis fue a causa del endeudamiento e indisciplina fiscal.

ros, moneda que no controlan estos gobiernos. Los mercados saben que tanto España como Grecia necesitan conseguir divisas del exterior para hacer frente a los pagos de intereses generados por su deuda. Por esta razón, a medida que crece la deuda aumenta el riesgo y esto se refleja en aumentos de las tasas de interés de dicha deuda.

Cuando la deuda de un gobierno está denominada en su propia moneda, el banco central siempre podrá garantizar el pago de las respectivas obligaciones. Si los mercados financieros privados comienzan a percibir mayores riesgos, y en consecuencia a incrementar el tipo de interés al cual prestan fondos a los gobiernos, los bancos centrales tienen la posibilidad de acudir a la compra de dichos bonos, eliminando así las presiones al alza del interés. Esta señal del banco central indica a los mercados que los bonos serán pagados, disminuyendo así cualquier tipo de escepticismo que pueda generar aumento de riesgo y tipos de interés. Si en algún momento el gobierno tiene problemas con conseguir fondos para cubrir sus obligaciones, el banco central proveerá la liquidez necesaria, por lo tanto el riesgo de default es mínimo.

Los países europeos, así como el Ecuador, no cuentan con la garantía que ofrece un banco central para el pago de su deuda, porque no lo tienen. Los tipos de interés de la deuda de los gobiernos europeos en problemas se han disparado, incrementando la probabilidad de un default. Este fenómeno de retroalimentación entre mayor endeudamiento y subidas del tipo de interés constituye el corazón de las trampas fiscales de los regímenes monetarios no-soberanos. Es la soberanía monetaria (y la deuda pública denominada en moneda propia) la que viabiliza el uso de la herramienta fiscal (con gasto vía déficit) cuando se necesita estabilizar la demanda agregada en situaciones de recesión económica.

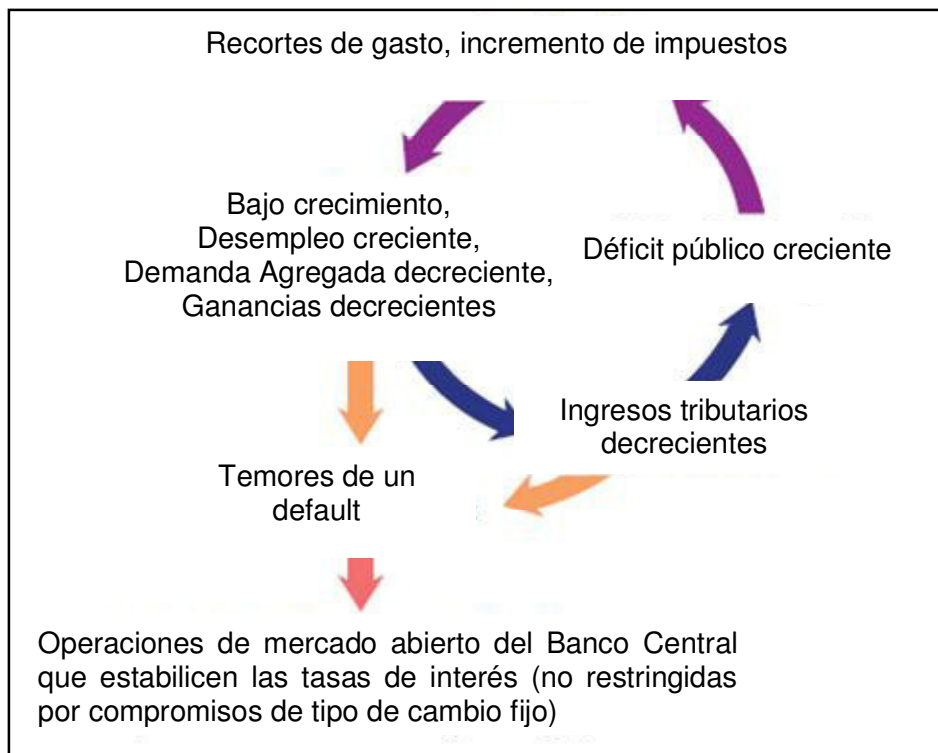
La política fiscal está lejos de ser una esfera de política independiente de la monetaria. En realidad, la política fiscal es un componente del régimen monetario. Por esto, cuando se decide abandonar la soberanía monetaria no solo se abandonan las herramientas monetarias sino se deja bastante disminuidas a las herramientas fiscales también.

Hannsgen y Papadimitriou (2012) presentan dos diagramas que permiten presentar de manera muy ilustrativa las trampas fiscales de los regímenes sin soberanía monetaria (gráficos 3 y 4). En ambos gráficos se parte del mismo círculo perverso que nace con un freno de la actividad económica. El siguiente paso es que dicha contracción se traduzca en menos ingresos tributarios lo que genera presiones sobre el presupuesto del gobierno y los hace incurrir en déficits crecientes. Para el caso ecuatoriano se puede incluir aquí también la caída de los precios del petróleo que también generan déficits crecientes. Como el déficit público es un mal para la economía tradicional, usualmente se recomienda equilibrar los presupuestos y para esto hay que reducir gastos e incrementar ingresos, usualmente incrementar impues-

tos⁸⁸, lo cual tiene impactos negativos sobre la demanda agregada y la actividad económica. Así, este es un proceso perverso que se retroalimenta causando una espiral de recesión.

Ante el escenario de déficit creciente, por el bajo crecimiento y caída de ingresos los temores de default aumentan. Los mercados perciben esto y "castigan" a los gobiernos con una subida de las tasas de interés. Sin embargo, con soberanía monetaria, los bancos centrales tienen la capacidad de eliminar los temores de default y estabilizar las tasas de interés (flechas naranjas y roja del gráfico 3). Incluso pueden hacer que éstas caigan como en el caso señalado de Japón o Estados Unidos.

Gráfico 3
Soberanía monetaria evita trampas fiscales



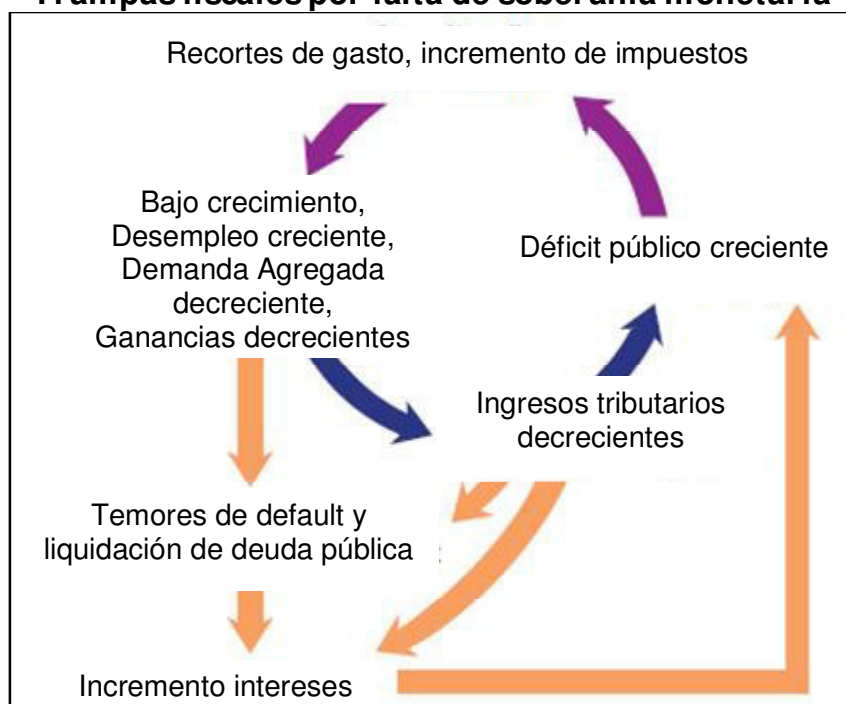
Fuente: Hannsgen y Papadimitriou (2012)

Nota: Traducción propia de las etiquetas

Cuando no existe soberanía monetaria, los bancos centrales no tienen la capacidad de estabilizar los tipos de interés por lo que los temores de default se materializan en mayores tasas de interés. Los gobiernos quedan a merced de los mercados internacionales de capitales, los cuales actúan de forma realmente perversa. Cuando los gobiernos tienen problemas, en lugar de ayudar los hunden más. A la larga, lamentablemente, esto presiona aún más los presupuestos públicos generando mayores déficits y potenciando la espiral perversa de recesión, esto se observa en las flechas naranjas del gráfico 4

⁸⁸ Además, la búsqueda de nuevos ingresos suele ser perversa porque se suele optar por incrementar impuestos regresivos como el IVA en lugar de impuestos progresivos y directos como a la renta.

Gráfico 4
Trampas fiscales por falta de soberanía monetaria



Fuente: Hannsgen y Papadimitriou (2012)

Nota: Traducción propia de las etiquetas

El caso español es muy decidor a este respecto. Después de alcanzar un mínimo de endeudamiento público en 20 años, 37% del PIB en 2007, España tuvo que contraer deuda pública por la crisis. El incremento continuo del endeudamiento sumado a la reticencia del Banco Central Europeo por adquirir bonos soberanos de los gobiernos en problemas dejó al gobierno español a merced de los mercados financieros privados. A consecuencia de esto, la prima de riesgo se disparó: pasó de 164 puntos en mayo de 2010 a un máximo de 638 el 24 de julio de 2012. Al no existir un banco central que garantice la deuda soberana los tipos de interés se disparan y se estrangula aún más a la economía. Ante los temores de que eso pudiera significar un duro remezón a la unión monetaria, el Banco Central Europeo (BCE) por fin se decidió a intervenir. Lo único que hizo su presidente, Mario Draghi, fue dar un mensaje de lo más simple: "el BCE hará todo lo necesario para sostener el euro". Esto no fue más que anunciar que el BCE compraría deuda de los países en problemas si esto fuera necesario para sostener el euro. Este anuncio tuvo lugar el 26 de julio de 2012, apenas dos días después de que la prima de riesgo española alcanzara su máximo. Desde ese día, la prima de riesgo española solo ha tendido a la baja.

La disponibilidad de herramientas fiscales en el caso del Ecuador es incluso más compleja que el caso español o griego puesto que dichos países cuentan con el Banco Central Europeo y al menos tienen la posibilidad de que éste intervenga. El Ecuador no cuenta con ninguna institución capaz de cumplir la importante tarea de estabilizar los tipos de interés de la deuda pública. Además, en escenarios de bajos precios del petróleo existen pocas opciones

adicionales al endeudamiento externo, lo cual en lugar de solucionar los problemas los puede agravar a futuro.

Algunos analistas sostendrán que la economía ecuatoriana tiene diferencias sustanciales con la española y griega, principalmente porque cuenta con recursos no renovables estratégicos como el petróleo, que generan ingentes recursos públicos. Esto es verdad, pero todos estaremos de acuerdo en que éste es un recurso no renovable por lo que sus ingresos algún día terminarán, y para no ir muy lejos podemos también poner sobre la mesa la volatilidad de sus precios que en los actuales momentos han descendido a niveles preocupantes para las finanzas nacionales. Algunos también sostendrán que esta es la razón por la cual es necesario implementar fondos de estabilización, esto es, ahorrar los recursos provenientes del petróleo para cuando exista una fase de contracción económica. Pero esto tiene el mismo problema, cualquier fondo de estabilización algún día se agotará también; después de que se acabe el petróleo, es verdad, pero se agotará. Además, todos los fondos son finitos, por lo tanto si la crisis es larga, se agotarán. Por último, países como Ecuador requieren todavía de inversiones estratégicas que potencien el aparato productivo, así como inversiones que garanticen condiciones de vida digna para la población. Cualquier fondo de estabilización no solo que pone estas necesidades en segundo plano sino que además solo postergará la puesta en evidencia de que en Ecuador la falta de soberanía monetaria significa también falta de soberanía fiscal.

5. NECESARIAS ACLARACIONES: A MODO DE CONCLUSIÓN

El presente artículo no debe ser tomado como un llamado a abandonar la dolarización. Si bien ésta no fue una decisión acertada, su abandono tampoco lo sería. Una salida forzosa o intencionada del sistema de dolarización puede traer consigo una fuerte estela de confrontación social y crisis económica, con resultados bastante conocidos por la sociedad ecuatoriana.

Sin embargo, no se debe desechar la hipótesis de que la dolarización no es coherente con un crecimiento sostenido de largo plazo que garantice mejores condiciones de vida para la población. Incluso las mismas fuerzas del mercado pueden llevar a una auto-expulsión del sistema de dolarización, por ejemplo con una corrida bancaria o permanentes déficits de balanza de pagos. Es posible que la dolarización se haya sostenido solamente gracias a una coyuntura favorable de precios del petróleo y a las remesas de nuestros compatriotas migrantes. Hoy estamos frente a un shock negativo de precios del petróleo que parece ser permanente en el mediano plazo, por lo tanto, es fundamental que el país piense en herramientas monetarias alternativas para poder hacer frente a escenarios de recesión económica, sin que éstas impliquen una salida de la dolarización.

La comparación con la actual situación de Grecia no es ociosa. Ambas son economías pequeñas, abiertas y sin soberanía monetaria. El crecimiento repentino del endeudamiento español y griego se da a raíz de la crisis, no es la causa de la crisis. El Ecuador no es ajeno a este peligro, si las cosas van mal tendrá que adquirir un creciente endeudamiento externo; por todo lo explicado aquí, ese endeudamiento no contará con garantías de ningún banco central por lo que significa una enorme amenaza a la economía ecuatoriana a futuro. El endeudamiento externo necesita de la creación de ingresos externos para poder cumplir con las obligaciones. En el caso ecuatoriano la principal fuente de ingresos externos ha sido el petróleo, así que en los años en que el precio sea bajo el escenario para la economía ecuatoriana y el presupuesto público será complicado. Además, a medida que este endeudamiento se incrementa es muy probable que los riesgos de default se traduzcan en crecientes tipos de interés (cuestión que ya sucede cuando sube el *riesgo país* a causa de caídas en los precios del petróleo), haciendo que el Ecuador caiga en la trampa fiscal descrita en este artículo.

Una opción que tienen las economías cuando entran en problemas para cancelar sus obligaciones de deuda externa es intentar refinanciar dicha deuda. Pero la historia, y Grecia actualmente, han mostrado que los mercados internacionales de capitales, y los organismos internacionales como el FMI, rara vez (por no decir nunca) ofrecen este tipo de ayudas sin sacar tajada. Los acreedores de las deudas externas de los países pequeños actúan contra cualquier principio de solidaridad, cuando una economía está ahogada, en lugar de extender una mano, la hundan más (en términos financieros: suben los tipos de interés).

Es importante aclarar también que los procesos de creación monetaria descritos aquí pueden sugerir que en Ecuador tanto el banco central como los bancos privados pueden crear dinero. En realidad lo pueden hacer, utilizando exactamente los mismos mecanismos descritos en este artículo. Sin embargo, esto puede generar fragilidad en el sistema financiero porque al crear dinero ambas instituciones se comprometerían a realizar pagos por fuera del sistema (pagos internacionales por concepto de importaciones por ejemplo) y se comprometerían también a cambiar los depósitos por billetes físicos cuando esto sea demandado. En una economía dolarizada, ninguno de estos compromisos puede garantizarse ni por el banco central ni por los bancos privados, por lo que la creación endógena de dinero puede generar riesgos. Sin embargo, este tema que es de suma importancia no ha sido objeto del análisis del presente artículo⁹.

Por último, es preciso aclarar que de este artículo tampoco debe desprenderse la idea de que la soberanía monetaria es una panacea. Sin embargo, es preciso entender cómo realmente funciona la creación monetaria, el rol del sistema financiero privado, el rol del banco central y cómo realmente fun-

⁹ El lector interesado en estos riesgos del sistema de dolarización puede consultar Carvajal (2015a; 2015b)

cionan las operaciones con el sector público. La apropiada comprensión de estas relaciones permitirá avanzar a discusiones con mayor sustento sobre cuestiones de mayor relevancia como herramientas monetarias alternativas, inflación, restricción externa y matriz productiva.

El debate siempre será sano, pero sobre todo nos servirá para evitar que la coyuntura nos arrastre a recetas que han fracasado. Principalmente aquellas que conducen a un mayor endeudamiento externo con organismos como el FMI, y aquellas que ubican al gasto público como causante de todos los problemas. Los famosos *ajustes estructurales* que estas recetas traen, reducen la demanda agregada, provocando una espiral descendente de la actividad económica, lo que por obvias razones ahuyenta en lugar de atraer inversión. Las recetas neoliberales conducen a condiciones económicas y sociales que no son ajenas al Ecuador, basta regresar a ver a los años 80 y 90. Y si no se quiere ir muy lejos basta con regresar a ver a Grecia en la actualidad.

Cuando las crisis son lo suficientemente largas, los indicadores económicos dejan ser importantes, lo que realmente preocupa son las condiciones sociales a las que la población se debe enfrentar. Desempleo, pobreza, violencia, inseguridad, deficientes servicios públicos, deficiente infraestructura pública, entre otros, son muestra de la economía del desastre social a la que conducen las políticas de austeridad y restricción de la demanda agregada. Las trampas fiscales aquí descritas, lamentablemente conducen a este oscuro destino. En Ecuador aún estamos a tiempo de discutir y pensar en herramientas monetarias alternativas, como por ejemplo sistemas de moneda paralela sin que esto implique abandonar la dolarización.

BIBLIOGRAFÍA

- Bank of England [McLeay Michael, Amar Radia y Ryland Thomas] (2014). *Money creation in the modern economy*. Bank of England. Quarterly Bulletin 2014 Q1. Disponible en: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/documents/quarterlybulletin/2014/qb14q1prereleasemoneycreation.pdf>
- Bell, Stephanie (2001). *The role of the state and the hierarchy of money*. Cambridge Journal of Economics. Visitado: 05/05/2014. Disponible en: <http://cas.umkc.edu/economics/people/facultyPages/wray/courses/Econ%20601/readings/Bell%20The%20Role%20of%20the%20State%20and%20the%20Hierarchy%20of%20Money.pdf>
- Carvajal, Sebastián (2015a). *Fragilidad financiera endógena en economías abiertas y dolarización*. Quito. FLACSO.
- Carvajal, Sebastián (2015b). *Riesgos desatendidos del régimen de dolarización*. En el libro *La nueva economía en la nueva constitución del Ecuador*. (pp: 173-192). Quito. SRI - CEF.
- CBS (2009) Entrevista a Ben Bernanke. Visitado: 18/14/2014. Disponible en: <http://www.youtube.com/watch?v=odPfHY4ekHA>
- FRED2. Federal Reserve Economic Data. Visitado: 07/12/15. Disponible en: <http://research.stlouisfed.org/fred2/>
- Fullwiler, Scott (2008). *Modern Central Bank Operations—The General Principles*. Visitado: 14/05/14. Disponible en: <http://www.cfeps.org/ss2008/ss08r/fulwiler/fullwiler%20modern%20cb%20operations.pdf>
- Fullwiler, Scott (2013). *An endogenous money perspective on the post-crisis monetary policy debate*. Review of Keynesian Economics. Visitado: 10/04/14. Disponible en: <http://www.rokeonline.com/roke/post%20crisis%20monetary%20policy%20debate.pdf>
- Hannsgen, Greg y Dimitri B. Papadimitriou (2012). *Fiscal Traps and Macro Policy After the Eurozone Crisis*. Levy Economics Institute. Visitado: 16/01/2014. Disponible en: http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb_127.pdf
- Innes, A. Mitchel (1913). *What is Money*. The Banking Law Journal. Visitado: 14/02/2014. Disponible en: <https://www.community-exchange.org/docs/what%20is%20money.htm>
- Innes, A. Mitchel (1914). *The Credit Theory of Money*. The Banking Law Journal. Visitado: 14/02/2014. Disponible en: <https://www.community-exchange.org/docs/The%20Credit%20Theoriy%20of%20Money.htm>
- Keen, Steve (2014). *Secular stagnation and endogenous Money*. Real World Economics Review, No 66. Disponible en: <http://www.paecon.net/PAEReview/issue66/Keen66.pdf>
- Keynes, John Maynard. (1936). *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*. México: Fondo de Cultura Económica.

- Knapp, G. Friedrich (1924). *The State Theory of Money*. Macmillan & Company Limited. London. Visitado: 14/02/2014. Disponible en: <http://socserv2.socsci.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/knapp/StateTheoryMoney.pdf>
- Lavoie, M. (2000). *A Primer on Endogenous Credit-money*. Obtenido de University of Ottawa: http://aix1.uottawa.ca/~robinson/Lavoie/Courses/2007_ECO6183/childguide4.pdf
- Lavoie, Marc (2010). *Changes in Central Bank Procedures during the Subprime Crisis and their Repercussions on Monetary Theory*. Levy Economics Institute. Visitado: 09/01/2014. Disponible en: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_606.pdf
- Lavoie, Marc (2011). *The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: A friendly critical look*. University of Ottawa. Visitado: 09/01/2014. Disponible en: http://www.boeckler.de/pdf/v_2011_10_27_lavoie.pdf
- Minsky, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: Mc Graw Hill.
- Superintendencia de Bancos y Seguros – Boletín Financiero Bancos, junio de 2014.
- Tcherneva, Pavlina (2006). *Chartalism and the tax-driven approach to money*. En Arestis Philip y Malcolm Sawyer (2006) *A handbook of Alternative Monetary Economics*. Edward Elgar Publishing Limited. Cheltenham – UK. Visitado: 13/05/2013. Disponible en: <http://www.cfeps.org/ss2008/ss08r/Tcherneva/Tcherneva-Ch%2005-Arestis-Sawyer%20volume.pdf>
- Wray, Randall (2010). *Money*. Levy Economics Institute. Visitado: 07/02/2014. Disponible en: <http://www.levyinstitute.org/publications/money>
- Wray, Randall (2012). *Modern Money Theory*. Palgrave macmillan. New York.
- Wray, Randall (2013). *The Lender of Last Resort: A Critical Analysis of the Federal Reserve's Unprecedented Intervention after 2007*. Levy Economics Institute. Visitado: 17/05/2014. Disponible en: <http://www.levyinstitute.org/publications/the-lender-of-last-resort-a-critical-analysis-of-the-federal-reserves-unprecedented-intervention-after-2007>
- Wray, Randall (2014) *Central Bank Independence*. Levy Economics Institute. Visitado: 01/09/2014. Disponible en: <http://www.levyinstitute.org/publications/central-bank-independence>