

ESCUELA POLITÉCNICA NACIONAL

FACULTAD DE CIENCIAS

ANÁLISIS DE LA DOLARIZACIÓN OFICIAL EN EL ECUADOR DESDE UNA VISIÓN DE DINERO ENDÓGENO, PERIODO 2000 – 2015.

**TRABAJO DE TITULACIÓN PREVIO A LA OBTENCIÓN DEL TÍTULO DE INGENIERO
EN CIENCIAS ECONÓMICAS Y FINANCIERAS**

PROYECTO DE INVESTIGACIÓN

DANNY GERALD PÉREZ ALMEIDA

dannyperez23@yahoo.es

LEONARDO PAÚL VINUEZA ELIZALDE

leo_vinu13@hotmail.com

Director: Dr. Marco P. Naranjo Chiriboga

marco.naranjo@epn.edu.ec

QUITO, Agosto 2017



DECLARACIÓN

Nosotros, Danny Gerald Pérez Almeida y Leonardo Paúl Vinueza Elizalde, declaramos bajo juramento que el trabajo aquí descrito es de nuestra autoría; que no ha sido previamente presentado para ningún grado o calificación profesional; y, que hemos consultado las referencias bibliográficas que se incluyen en este documento.

La Escuela Politécnica Nacional puede hacer uso de los derechos correspondientes a este trabajo, según lo establecido por la Ley de Propiedad Intelectual, por su Reglamento y por la normatividad institucional vigente.

Una firma manuscrita en tinta azul que parece leer "Danny Pérez".

Danny Gerald Pérez Almeida

Una firma manuscrita en tinta azul que parece leer "Leonardo Vinueza".

Leonardo Paúl Vinueza Elizalde

CERTIFICACIÓN

Certifico que el presente trabajo fue desarrollado por Danny Gerald Pérez Almeida y Leonardo Paúl Vinuesa Elizalde, bajo mi supervisión.

A handwritten signature in blue ink, reading "Marco P. Naranjo", with a horizontal line underneath it.

Dr. Marco Patricio Naranjo Chiriboga

DIRECTOR

AGRADECIMIENTOS

Quiero agradecer a mi madre, pues, a lo largo de toda mi vida ella ha sido quien me ha apoyado en todo momento, ha sabido guiarme y más que una madre la considero como mi amiga

De igual manera, quiero agradecer a mis hermanos, Andrés, Steven y Kevin, ya que los tres son lo más maravilloso que tengo en esta vida.

Agradezco a Leonardo, mi compañero de tesis y especialmente mi amigo, porque el trabajo realizado es gracias al esfuerzo que hemos realizado juntos. También quiero agradecer a César, Estefanía y Fernanda, pues ellos, al igual que Leonardo, han sido grandes amigos en mi vida universitaria y han sabido apoyarme en los momentos que lo he necesitado.

De forma especial quiero agradecer al Dr. Marco Naranjo, quien ha sido nuestro director de tesis, ya que la realización de este trabajo no hubiese sido posible sin su ayuda, pues él nos ha sabido guiar durante el desarrollo de la tesis.

De igual forma, quiero agradecer a la MSC. Karina Sáenz y a la MSC. Jeaneth Torres ya que nos prestaron su incondicional ayuda durante el desarrollo de este trabajo.

Danny Gerald

AGRADECIMIENTOS

A Dios, porque en cada instante de mi vida ha sido mi guía y mi camino, quien me ha dado la confianza y me ha llevado a superarme.

A mis padres Cesar y Dorita, son mi vida, mis energías, mi sabiduría y mis ganas de seguir adelante, es por ellos por quienes luché y gracias a ellos que tengo la fuerza de hacerlo. Muchas gracias por los valores que me enseñaron, por la educación que me dieron, por los consejos que nunca me faltaron y sobre todo por el amor inmenso que me han brindado.

Cesar y Henry, mis hermanos, mis guías, mis grandes maestros y mis compañeros de vida. Muchas gracias por todo el cariño y el apoyo que me han brindado, gracias por enseñarme que siempre se puede dar más y alcanzar más, por enseñarme que del trabajo duro se pueden conseguir grandes cosas y más que todo por enseñarme que por medio de la humildad se puede llegar muy alto.

Abigail, mi sobrina, mi princesa y quien a pesar de su corta edad me ha enseñado que con tan solo una mirada o una sonrisa se puede empezar un mejor día.

Gabrielito, mi sobrino, quien a pesar de aun no verlo o escucharlo, me enseña a luchar por lo hermoso de la vida.

A mi familia, especialmente a mis tíos, Dioselina, Wilfredo, Juana, Irene y Guillermo. Gracias por todas sus enseñanzas, por su cariño y por siempre quererme como a un hijo más.

Ronald, Jefferson, Jinson, Irma, Pamela y Paulita mis primos, mis segundos hermanos y una alegría más en mi vida. Gracias por todos los momentos que han compartido conmigo y por ser un ejemplo más en mi vida.

A las personas más importantes durante mi carrera universitaria. A Fernanda quien ha sido un soporte más en mi vida, gracias por su ayuda, su cariño y sus consejos. A Danny, porque más allá de ser un amigo incondicional y mi compañero de tesis, ha demostrado ser un hermano más. A Estefanía porque estuvo en cada momento de esta etapa de mi vida y me ha demostrado que aún existe la verdadera amistad.

Finalmente, agradezco a cada uno de mis profesores, en especial al Dr. Marco Naranjo, quién a más de transmitirme su sabiduría y su guía para este trabajo de tesis, me ha brindado grandes enseñanzas de vida.

De forma especial, agradezco a la MSC. Karina Sáenz y a la MSC. Jeaneth Torres quienes nos instruyeron con valiosos conocimientos fruto de sus estudios y su experiencia. Su ayuda fue fundamental en este estudio.

DEDICATORIA

El trabajo realizado lo dedico con todo mi amor y cariño a mi madre por su sacrificio y esfuerzo, por darme una carrera para mi futuro.

Danny Gerald

DEDICATORIA

Dedico este trabajo a mis padres Cesitar y Dorita y a mis hermanos Cesitar y Henry. El amor de familia es lo más valioso que se tiene en la vida y lo que te lleva a superar hasta el más grande obstáculo.

Leonardo Paúl

ÍNDICE DE CONTENIDO

LISTA DE ILUSTRACIONES	ix
LISTA DE CUADROS	x
LISTA DE GRÁFICOS	xi
LISTA DE TABLAS	xii
LISTA DE ANEXOS.....	xiii
CAPÍTULO 1.....	1
INTRODUCCIÓN.....	1
1.1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.....	1
1.2. JUSTIFICACIÓN	2
1.2.1. JUSTIFICACIÓN TEÓRICA.....	2
1.2.2. JUSTIFICACIÓN METODOLÓGICA.....	5
1.2.3. JUSTIFICACIÓN PRÁCTICA	6
1.3. OBJETIVO GENERAL	7
1.3.1. OBJETIVOS ESPECÍFICOS	7
CAPÍTULO 2.....	8
MARCO TEÓRICO	8
2.1. ORÍGENES DEL PENSAMIENTO TEÓRICO DEL DINERO ENDÓGENO.....	8
2.1.1. ¿QUÉ ES EL DINERO?	8
2.1.2. LA TEORÍA MONETARIA CONVENCIONAL	9
2.1.3. KEYNES: SU INFLUENCIA, LA TEORÍA CUANTITATIVA Y LA NO NEUTRALIDAD DEL DINERO	11
2.2. LA TEORÍA DEL CIRCUITO MONETARIO	21
2.2.1. LA NATURALEZA DEL DINERO EN EL CIRCUITO MONETARIO.....	24
2.3. EL DINERO ENDÓGENO DESDE LA VISIÓN POSTKEYNESIANA	28
2.3.1. LA ECONOMÍA MONETARIA DE LA PRODUCCIÓN.....	30
2.3.2. LA OFERTA MONETARIA Y LA TASA DE INTERÉS	31
2.3.3. PROCESO DE ENDOGENIZACIÓN	34
2.3.4. EL ENFOQUE HORIZONTALISTA	35
2.3.5. EL ENFOQUE ESTRUCTURALISTA	40
CAPÍTULO 3.....	46
DOLARIZACIÓN ECUATORIANA: UN CASO PARTICULAR DEL DINERO ENDÓGENO	46

3.1. DETERMINANTES DE LA OFERTA DE DINERO EN LA ECONOMÍA ECUATORIANA CON DOLARIZACIÓN OFICIAL	46
3.1.1. LA CANTIDAD DE DINERO Y SU RELACIÓN ASIMÉTRICA CON LA BALANZA DE PAGOS	48
3.2. LA ACTIVIDAD ECONÓMICA Y LA CANTIDAD DE DINERO	58
CAPÍTULO 4	65
DATOS Y METODOLOGÍA	65
4.1. RECOPIACIÓN DE DATOS	65
4.2. DESCRIPCIÓN DEL MODELO	66
4.2.1. TRABAJOS PREVIOS	66
4.2.2 EVIDENCIA EMPÍRICA PARA EL ECUADOR 2000-2015	67
4.3. CAUSALIDAD DE GRANGER	68
4.4. VALIDACIÓN DEL MODELO	69
CAPÍTULO 5	71
RESULTADOS	71
5.1. RELACIONES DE CAUSALIDAD	71
5.2. EVIDENCIA EMPÍRICA ENTRE LOS CRÉDITOS Y LA LIQUIDEZ TOTAL (MODELO 1)	72
5.3. EVIDENCIA EMPÍRICA ENTRE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA Y LA LIQUIDEZ TOTAL (MODELO 2)	73
5.4. EVIDENCIA EMPÍRICA ENTRE EL SALDO DE LA CUENTA CORRIENTE Y LA LIQUIDEZ TOTAL (MODELO 3)	75
CAPÍTULO 6	78
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	78
6.1. CONCLUSIONES	78
6.2. RECOMENDACIONES	80
BIBLIOGRAFÍA	82
ANEXOS	88

LISTA DE ILUSTRACIONES

Ilustración No. 1 Oferta monetaria (Horizontalistas)	38
Ilustración No. 2 Oferta monetaria varios regímenes	38
Ilustración No. 3 Oferta monetaria (Estructuralistas)	43

LISTA DE CUADROS

Cuadro No. 1 Evolución del Saldo de Balanza de Pagos, Liquidez Total y PIB Corriente del Ecuador	3
Cuadro No. 2 Evolución de la Balanza de Pagos y sus principales cuentas	49
Cuadro No. 3 Cuentas de la Balanza de Pagos, 2000 – 2001	50
Cuadro No. 4 Cuenta Financiera de la Balanza de Pagos, 2008-2010.....	51
Cuadro No. 5 Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, 2007-2013	52
Cuadro No. 6 Cuenta Financiera de la Balanza de Pagos, 2009-2013.....	53
Cuadro No. 7 Evolución de los Créditos al Sector Privado y la Liquidez Total en el Ecuador.....	60
Cuadro No. 8 Evolución del PIB, Gasto de los Hogares y Gasto del Gobierno	61

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico No. 1 Evolución de la Inversión Extranjera Directa (IED)	54
Gráfico No. 2 Evolución de la Liquidez Total (M2), periodo 2000 – 2015	56
Gráfico No. 3 Evolución de la Balanza de Pagos y la Liquidez Total	57
Gráfico No. 4 Evolución de la EMC, Depósitos a la Vista, M1, Cuasidinero, M2 y Créditos al sector privado	59
Gráfico No. 5 Variación Porcentual del PIB y de los Créditos al sector Privado	62
Gráfico No. 6 Variación Porcentual del PIB y del M2.....	63

LISTA DE TABLAS

Tabla No. 1 Relaciones de causalidad.....	71
Tabla No. 2 Coeficientes de estimación Modelo 1.....	73
Tabla No. 3 Causalidad de Granger Modelo 1.....	73
Tabla No. 4 Coeficientes de estimación Modelo 2.....	74
Tabla No. 5 Causalidad de Granger Modelo 2.....	75
Tabla No. 6 Coeficientes de estimación Modelo 3.....	76
Tabla No. 7 Causalidad de Granger Modelo 3.....	77

LISTA DE ANEXOS

ANEXO A Modelo 1	88
ANEXO B Modelo 2	95
ANEXO C Modelo 3	101

Resumen

El presente estudio analiza la hipótesis postkeynesiana del dinero endógeno para el Ecuador en el periodo 2000 – 2015, pues a partir del año 2000, el país adoptó el sistema monetario de dolarización oficial. Para ello se muestra el planteamiento postkeynesiano que establece la importancia de la actividad crediticia de los bancos en la variación de la producción nacional y, consecuentemente en la determinación de la Liquidez Total de la economía. Con el propósito de contrastar el carácter endógeno de la oferta monetaria total, se evalúa las relaciones de causalidad estadística entre, por un lado, los Créditos al Sector Privado y el Producto Interno Bruto (PIB) y por el otro la Liquidez Total (M2). Subsecuentemente, se analiza la causalidad estadística de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos y la Liquidez Total en conformidad a la creencia gubernamental de que la Liquidez Total se determina principalmente por la Balanza de Pagos. De forma general, se contrasta que en dolarización la oferta monetaria es endógena en oposición a la creencia de las autoridades gubernamentales de que ésta se sostiene por el flujo de divisas internacionales.

Palabras Clave: hipótesis postkeynesiana, dolarización, dinero endógeno, créditos, Liquidez Total, Balanza de Pagos

CAPÍTULO 1

INTRODUCCIÓN

1.1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

La oferta monetaria representa el sustento de la liquidez para la economía. Ésta constituye la cantidad de dinero a disposición del público para realizar todo tipo de transacciones en un periodo determinado.

Existen diversos estudios respecto a los determinantes de la masa monetaria en un país; sin embargo, para el caso de países sin soberanía monetaria, hay una amplia discusión de qué es lo que determina dicha masa de dinero, donde el Banco Central ha perdido sus funciones convencionales como emisor primario de liquidez.

Desde el año 2000, el Ecuador adoptó al dólar como moneda oficial, dando paso a una nueva era monetaria dentro de la historia económica ecuatoriana. Al respecto, Hidalgo y Naranjo mencionan lo siguiente:

La aplicación de un proceso de dolarización oficial de una economía significa mucho más que una variación en el régimen monetario o en el régimen cambiario, significa, en realidad, la puesta en marcha de un nuevo sistema económico que traspasa el ámbito monetario y cambiario (2002, pág. 227).

Después del año 2000, las funciones del Banco Central del Ecuador se han vuelto específicas, pues se concentran en la recirculación de la liquidez para generar estímulos en el aparato productivo (Hidalgo y Naranjo, 2002). Es decir, las políticas del Banco Central centran su atención en la creación de dinero en función de la actividad económica, lo cual se conoce como dinero endógeno.

Al respecto, John Maynard Keynes expuso que las variaciones de dinero son producto de las actividades del sector bancario, entendiendo a éstas como los préstamos y las obligaciones, asimismo, se ven reforzadas por las actividades conjuntas con el público, resaltando el papel de los depósitos (Dillard, 1964). De esta forma, las empresas necesitan de un crédito para iniciar con el proceso de producción (Rochon, 2002). Lavoie (1992) explica que en una economía monetaria, el dinero debe estar ligado a la producción y no puede ser añadido en cualquier momento, sino siempre en función de la producción.

No obstante, varios analistas han señalado que en dolarización, la oferta monetaria está determinada por el saldo de la Balanza de Pagos. Por el contrario, nuestra investigación busca demostrar que la cantidad de dinero en la economía ecuatoriana está estrictamente ligada a la actividad económica, por lo que la liquidez monetaria del Ecuador sería fundamentalmente endógena.

1.2. JUSTIFICACIÓN

1.2.1. JUSTIFICACIÓN TEÓRICA

Para el Ecuador, las décadas de los 80 y 90 constituyen los 20 años de mayor retraso y desequilibrio económico de su historia, pero no fue hasta el año de 1999 que la situación se tornó particularmente crítica. Varios indicadores macroeconómicos muestran la profunda inestabilidad económica que soportaba el país. Así tenemos que la inflación acumulada de las dos décadas había alcanzado un record de 44.000 puntos porcentuales y la devaluación acumulada del sucre superaba el 73.000%. Sólo en el año de 1999, la devaluación de la moneda nacional fue del 274%, acercándose a 18.287 sucres por dólar, lo que significó que la moneda ecuatoriana haya sido la más devaluada del continente para el año en mención (Naranjo, 2003).

Ante aquello, el Ecuador vivía una acelerada dolarización informal, la cual superaba el 80% de los usos de la moneda (Naranjo, 2003). En este contexto el sucre había perdido las funciones tradicionales del dinero, es decir, como medio de pago y cambio, reserva de valor y unidad de cuenta, pues, gran parte de las transacciones se realizaban en dólares, además de que los ahorros estaban expresados en la misma moneda.

Frente a un ambiente de total inestabilidad, el Ecuador se veía en la necesidad de tomar un cambio en su sistema monetario. De esta manera, en enero del 2000, el país adoptó como moneda oficial al dólar de los Estados Unidos de América.

Bajo la ausencia de moneda nacional, la política monetaria, crediticia, cambiaria y financiera del Banco Central tomó una nueva orientación, donde sus principales objetivos radicaban en mejorar la eficiencia en los pagos para que el sistema económico funcione con normalidad, asegurando estabilidad financiera y

orientando los excedentes de liquidez al desarrollo de la Nación (Constitución, 2008).

No obstante, en la Constitución de la República se establece que entre los objetivos del Banco Central están el mantener la estabilidad de precios y los equilibrios monetarios en la Balanza de Pagos (Constitución, 2008), ya que, a partir del establecimiento del dólar como moneda oficial, el saldo de la Balanza de Pagos es considerado como el principal determinante de la liquidez de la economía.

A pesar de los esfuerzos y las nuevas políticas aplicadas por la banca central, la evidencia a lo largo de los 16 años de dolarización ha demostrado que la Balanza de Pagos no es el determinante de la liquidez, pues ésta se ha incrementado cerca de 10 veces, pasando de USD 4.800 a USD 40.000 millones aproximadamente, en el periodo 2000 – 2015, mientras que la Balanza de Pagos ha registrado un saldo acumulado estrictamente negativo de USD - 7.028 millones. En el cuadro No. 1 podemos apreciar de mejor manera lo indicado:

Cuadro No. 1 Evolución del Saldo de Balanza de Pagos, Liquidez Total y PIB Constante del Ecuador
(Millones de dólares)

Año	Saldo Balanza de Pagos	Liquidez Total (M2)	PIB Constante
2000	-5707,28	4.874,70	37.726,41
2001	-230,14	6.157,14	39.241,36
2002	-127,48	7.452,66	40.848,99
2003	135,75	7.667,00	41.961,26
2004	281,03	8.678,55	45.406,71
2005	666,13	10.451,40	47.809,32
2006	-130,61	12.083,54	49.914,62
2007	1.386,64	14.013,27	51.007,78
2008	933,95	17.177,26	54.250,41
2009	-2.647,17	18.588,46	54.557,73
2010	-1.212,26	22.189,37	56.481,06
2011	272	26.550,19	60.925,06
2012	-581,93	30.905,50	64.362,43
2013	1.845,94	35.051,14	67.293,23
2014	-424,47	40.104,37	70.243,05
2015	-1.488,44	39.650,60	70.353,85

Fuente: Banco Central del Ecuador

En este sentido, si deseamos cuidar este sistema monetario, y queda en claro que el Banco Central no puede inyectar liquidez en la economía, la única forma para que se incremente la masa monetaria es por parte del sistema financiero, pues son los bancos y cooperativas quienes se encargan de la creación secundaria de dinero, mediante la captación de los excesos de liquidez de las personas o empresas y otorgando créditos a quienes necesiten estos recursos.

Cabe señalar que estos créditos deben ser siempre dirigidos hacia actividades productivas, generadoras de valor que fomenten un dinamismo en la economía, ya que, el dinero moderno es el dinero bancario o los créditos emitidos con el propósito de producir. La producción solo empieza cuando las empresas han recibido un crédito (Rochon, 2002). Bajo este enfoque, sin lugar a duda, la oferta monetaria en el Ecuador sería completamente endógena.

Si asumimos que la oferta de dinero es endógena, y determinada por la demanda, la noción misma de oferta pierde todo su significado, la única cantidad de dinero previsible, posible y normal, sería la cantidad deseada, es decir, aquella proveniente de las necesidades económicas internas del sistema (Di Ruzza, 1984 en Rochon, 2002).

Al respecto de lo que señala Di Ruzza, podemos ver claramente que la cantidad de dinero que existe en la economía responde al nivel de producción de bienes y servicios que se dé al interior del país. Consecuentemente, si deseamos proteger al sistema de dolarización, que nos ha brindado estabilidad macroeconómica durante estos 16 años, lo que se debe hacer es cuidar e impulsar la actividad económica.

Con esto podemos señalar que el sistema monetario de dolarización oficial no depende exclusivamente del sector externo, sino más bien, va ligado a la actividad económica interna, puesto que, como observamos en el cuadro No. 1, el PIB y la liquidez de la economía crecían a la par.

De este modo, los esfuerzos de este trabajo radican en evidenciar a la liquidez como función de la actividad económica, es decir, convalidar el concepto de lo que se conoce como dinero endógeno. Al respecto, Rochon (2002) define al

dinero endógeno como: “La incapacidad del banco central para controlar el stock de dinero”.

Sin importar la existencia de un Banco Central con capacidad de emitir dinero y aplicar los diferentes instrumentos de política monetaria, Rochon (2002) recalca a las innovaciones del sistema financiero como acciones que permiten eludir a la autoridad del Banco Central, dichas innovaciones fomentan la capacidad para el otorgamiento de créditos y, por consiguiente, no existe restricción sobre la creación secundaria de dinero, disminuyendo la idea de oferta exógena y permitiendo a las instituciones financieras generar un panorama endógeno en lo que respecta a la oferta monetaria.

1.2.2. JUSTIFICACIÓN METODOLÓGICA

Thomas I. Palley (1993) realiza una investigación acerca de tres distintos enfoques sobre la determinación de la oferta monetaria. El primer enfoque corresponde al enfoque ortodoxo de la oferta monetaria., el segundo enfoque corresponde a la visión postkeynesiana horizontalista del dinero endógeno, el tercer enfoque pertenece a la visión postkeynesiana estructuralista del dinero endógeno.

Palley (1993) concluye a favor de la visión estructuralista mediante un test de causalidad en el sentido de Granger, demostrando que los préstamos bancarios tienen un efecto positivo sobre el multiplicador de la oferta monetaria (M1). Con lo cual, determina que la cantidad de préstamos bancarios incrementan la oferta de dinero en la economía.

Un caso más aplicado se observa en el trabajo realizado por Francisco Alvarado (2001) es el particular argumento que presenta para Colombia entre los años 1982-2009. En este estudio involucra como variables objetivo la cartera neta del sistema financiero y los agregados monetarios amplios (M2, M3). El autor comprueba las relaciones de causalidad entre las variables señaladas mediante el método de causalidad de Granger. El trabajo concluye a favor del enfoque postkeynesiano horizontalista del dinero endógeno.

Como anteriormente se mencionó, la demanda de créditos es realizada con la finalidad de invertir y fomentar la producción, por ello, es pertinente comprobar que la cantidad de créditos otorgados influyen en la cantidad de dinero.

Del mismo modo, nuestro estudio se complementa con un análisis sobre el impacto que tiene la Balanza de Pagos sobre la liquidez de la economía, mediante el uso de un test adicional de causalidad, con el fin de evidenciar si realmente el sistema de dolarización depende o no del sector externo.

1.2.3. JUSTIFICACIÓN PRÁCTICA

Dentro de las políticas y lineamientos para consolidar el sistema económico social y solidario, de forma sostenible, del Plan Nacional para el Buen Vivir 2013-2017, está el “garantizar una adecuada gestión de la liquidez para el desarrollo y para la administración del esquema monetario vigente”, lo cual se lograría mediante las siguientes acciones:

- Optimizar el uso del ahorro público y canalizarlo hacia la inversión para el desarrollo.
- Implementar instrumentos complementarios de liquidez y medios emitidos centralmente, y fortalecer el uso de medios de pago electrónico y alternativo (PNBV, 2013).

Una adecuada gestión de la liquidez permite intensificar la inversión pública y privada, aumentando de forma inmediata la producción nacional, esto permite que la masa de dinero total se incremente en relación al aumento de la producción.

Uno de los mandatos constitucionales establecidos en el artículo 302 de la constitución de la República del Ecuador, prioriza el mantener los equilibrios monetarios de la Balanza de Pagos, como parte fundamental de la estabilidad macroeconómica del Ecuador (Constitución, 2008).

La presente investigación pretende demostrar una relación inexistente entre Balanza de Pagos y la Liquidez Total de la economía ecuatoriana, bajo este supuesto, las políticas “proteccionistas” que se han implementado únicamente consiguen restringir la producción nacional.

Por lo señalado, la contribución práctica de este estudio es el de promover mayor atención en la canalización de los excedentes de liquidez hacia actividades productivas, mediante la intervención de las instituciones financieras, como agentes

prestamistas ante las necesidades de los agentes, dinamizando el aparato productivo y fortaleciendo el actual sistema monetario.

1.3. OBJETIVO GENERAL

Analizar la liquidez de la economía ecuatoriana en función a la actividad económica interna, a partir de la aplicación del dólar como moneda oficial, para el periodo 2000 – 2015.

1.3.1. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- 1) Demostrar que existe una relación directa entre la demanda de préstamos bancarios y la oferta monetaria.
- 2) Analizar si la cantidad de dinero en el sistema monetario de dolarización, a partir de su aplicación, se ha encaminado en función al saldo de la Balanza de Pagos.

CAPÍTULO 2

MARCO TEÓRICO

2.1. ORÍGENES DEL PENSAMIENTO TEÓRICO DEL DINERO ENDÓGENO

2.1.1. ¿QUÉ ES EL DINERO?

De la forma más general, el dinero es todo medio de pago aceptado por una sociedad para realizar todo tipo de transacciones, ya sea compras, ventas o pagos; así como medio de acumulación. En otras palabras, el dinero actúa como intermediario dentro de la sociedad como medio de cambio, medida de valor, medio para diferir los pagos y depósito de valor (Harrod, 1972).

Estas últimas son básicamente consideradas las funciones del dinero que, sin importar las formas concretas que pueda adoptar éste de acuerdo al tiempo o la sociedad, se cumplen de la siguiente manera:

1.- *Medio de pago o de cambio.* El dinero es usado para realizar transacciones. Por ejemplo: comprar bienes y/o servicios, pagar salarios, pagar obligaciones, etc.

2.- *Medida de valor.* Aplica para todas las mercancías existentes; los precios se fijan en unidades monetarias, en función de un único elemento. En otros términos, cuántas unidades monetarias (dinero) se debe pagar por un bien o servicio (mercancía). Esta función nace de modo natural de su uso como medio de pago, ya que la gente tiene cierto poder de compra al poseer dinero (*ibid*).

3.- *Depósito de valor o acumulación.* Esta función representa un poder de compra a futuro. Esta función del dinero es la más cuestionada y ha sido un tanto olvidada por la teoría monetaria clásica (*ibid*).

Más recientemente, el análisis de Keynes alcanzó gran relevancia a raíz de su tesis, lo que él llamo como “preferencia por liquidez”. De este modo, se puede considerar como cuatro funciones que son desempeñadas normalmente por un único medio (*ibid*).

Adicionalmente a los usos o funciones que tiene el dinero, éste también debe cumplir cualidades básicas para que sea usado como tal. En este sentido, es necesario que sea homogéneo, caso contrario, los negocios expresados en dinero tendrían un contenido indeterminado (*ibid*).

El dinero debe ser maleable, esto quiere decir que, una cantidad (grande) de éste se debe poder dividir en partes iguales y con precisión. Así mismo, éste debe ser duradero; esto se exige principalmente por la función de reserva de valor, aunque también debido a la función de medio de cambio. Si el dinero es duradero en alto grado tiende a asegurar la estabilidad del valor (precios), puesto que no se verá muy afectado por los “caprichos” de la producción (*ibid*).

Por último, el dinero debe ser portable, es decir, el valor de una unidad, en términos de peso, extensión y hasta comodidad, deberá ser alto (*ibid*).

De acuerdo a los usos o funciones y también con el cumplimiento de las cualidades ya señaladas, una sustancia puede ser considerada como dinero y va a ser aceptada por la sociedad.

2.1.2. LA TEORÍA MONETARIA CONVENCIONAL

La teoría monetaria es una parte fundamental de la teoría económica general. Por lo general, en el transcurso del tiempo se ha dicho que el control de la política monetaria debe estar a cargo de un Banco Central, mismo que debe actuar y decidir independientemente de las inclinaciones o decisiones gubernamentales.

El objetivo de la teoría monetaria es mantener el control sobre la moneda, evitando periodos inflacionarios y buscando el continuo crecimiento del producto; esta es la única alternativa para alcanzar un desarrollo sostenido y niveles adecuados de empleo (que se acerque al pleno empleo).

Dentro de la teoría monetaria convencional, una de las escenas más conocidas, controversiales, pero de mayor aporte, es la teoría cuantitativa del dinero, la cual la revisaremos a continuación.

La teoría cuantitativa del dinero

La fórmula de la teoría cuantitativa es atribuible a Irving Fisher (1911). Este autor no es considerado como el inventor de la teoría, más bien, fue quien la planteó en forma pedagógica (Harrod, 1972).

El enfoque que plantea Fisher es considerado como el “enfoque transacciones” de la teoría cuantitativa, y se lo escribe así:

$$MV = \Sigma pq \quad (1)$$

$$MV = PT \quad (2)$$

o también

$$MV + M'V' = PT \quad (3)$$

En la ecuación (1) y (2), M representa la cantidad de dinero, V el número medio de veces que cada unidad de dinero entra en la circulación (la velocidad del dinero), P es el nivel de precios y T el número de transacciones (*ibid*).

La ecuación (3) simplemente hace referencia a la cantidad de billetes y monedas (M) y a los depósitos bancarios (M').

La identidad expuesta por Fisher, no es más que una expresión de la teoría cuantitativa clásica, donde, asumiendo que la economía tiende a alcanzar una condición de pleno empleo, el volumen de transacciones resulta constante, por ende, la velocidad de circulación resultada, de igual modo, constante, esencialmente por los hábitos de pagos y gastos de la sociedad (Rísquez, 2006).

En este sentido, la igualdad se convierte más bien en una función, donde las variaciones monetarias (M) tienen un efecto directo en el nivel de precios (P), de la siguiente manera:

$$M\bar{V} = P\bar{T} \quad (4)$$

Dado que el nivel de actividades y la velocidad de circulación se tornan constantes, se tiene que $P = f(M)$; en estricto sentido, en la ecuación (4), la causalidad va de izquierda a derecha, esto quiere decir que, la cantidad de dinero causa a los precios, en otras palabras, un aumento en la cantidad de dinero provocaría un aumento proporcional en los precios (*ibid*).

Efectivamente, dentro de este sistema, la cantidad de dinero es determinada exógenamente [en la actualidad] por acción del banco central, actuando a través de relaciones establecidas con el sistema financiero para determinar la oferta monetaria.

Posteriormente surge una nueva reformulación, en la cual, Alfred Marshall y Arthur Pigou, en la llamada “versión de Cambridge”, le dan una mayor relevancia a la demanda de dinero dentro de la teoría cuantitativa, donde expresan la cantidad de dinero existente en la economía como la cantidad de saldos monetarios que las personas desean retener (Rísquez, 2006), de manera formal se tiene:

$$M = k.P.Y \quad (5)$$

Donde k representa la proporción del ingreso que las personas desean mantener en forma de dinero, en función a su cualidad de reserva de poder adquisitivo, para en un futuro realizar transacciones corrientes.

En este punto, en la ecuación (5) el dinero se percibe como un seguro intertemporal de valor de capital, y se abre la posibilidad de que la velocidad de circulación no sea una constante.

No obstante, la teoría monetaria convencional se sigue manteniendo con la hipótesis de la “dicotomía clásica” que supone una estricta proporcionalidad entre el nivel de precios y la cantidad de dinero existente en la economía (Rísquez, 2006).

2.1.3. KEYNES: SU INFLUENCIA, LA TEORÍA CUANTITATIVA Y LA NO NEUTRALIDAD DEL DINERO

John Maynard Keynes

John Maynard Keynes (5 de junio de 1883 – 21 de abril de 1946). Sin duda y ante todo, Keynes fue un teórico del dinero. Esencialmente, se puede observar que en todas sus obras es muy común ver los términos “dinero”, “monetario”, “divisa”, inclusive en los títulos de las mismas (Davidson, 1996).

Además, Keynes, desde todo punto de vista, es uno de los más grandes economistas de todos los tiempos y, no cabe duda, que el mayor pensador económico que ha producido hasta el día de hoy el siglo XX (Dillard, 1968).

The General Theory of Employment, Interest and Money (Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero, 1936) es la mayor obra escrita por lord Keynes. Esta obra ha sido una de las más grandes influencias para los economistas del siglo XX y de la actualidad, sobre todo, en cuanto respecta a la decisión de políticas económicas, es más, casi se podría asegurar que es el libro que más ha influido históricamente dentro de este ámbito. La Teoría General de Keynes, en su máxima expresión, es una repudiación a los fundamentos del *laissez faire*¹ (*ibid*).

Consecuentemente, existieron varios autores quienes intentaron demostrar la teoría de un equilibrio no competitivo, Keynes intento demostrar la teoría de un equilibrio con desempleo (Napoleoni, 1968).

Con el tiempo, se ha tomado en cuenta que la obra de Keynes llegó a ser sumamente representativa, debido a que no se limitó al campo de la doctrina económica técnica, más bien, tuvo sus fundamentos en la política económica aplicable al mundo real (Dillard, 1968).

Sin embargo, fue Keynes quien aclaró en su obra “*el principal objeto es ocuparse de las difíciles cuestiones de la teoría, y solo secundariamente de sus aplicaciones prácticas*”, refiriéndose a que la economía ortodoxa se estaba despedazando debido a la falta de claridad en sus premisas, además de que los postulados de la economía clásica únicamente se aplican a un caso especial y no al general (Keynes, 1936).

De esta manera, lord Keynes mediante sus obras (especialmente *The General Theory of Employment, Interest and Money*) intenta explicar porque varias de las proposiciones de la economía clásica no son aplicables a las de la sociedad económica en la que se vive realmente, más aún, tacha a ésta como enseñanzas que “engañan y son desastrosas” al intentar aplicarla a los hechos de la experiencia (*ibid*).

¹ El *laissez faire* (dejar hacer, dejar pasar) fue un término usado por primera vez por Vincent de Gournay, rechazando a la intervención del Gobierno y dejando en claro sus deseos de la liberalización del mercado (véase Deepak Lal: *FREE TRADE AND LAISSEZ FAIRE, 2002, disponible en: <http://www.econ.ucla.edu/workingpapers/wp823.pdf>*).

Influencia de John Maynard Keynes

Dentro de las ideas fundamentales de su contribución, principalmente expuestas en su obra maestra, se destacan 5 argumentos esenciales:

1.- *El carácter general de la teoría.* Keynes acentúa la palabra *general* en su obra, ya que intenta abarcar todos los niveles de desempleo existente, en contra del llamado “pleno empleo” o empleo total difundido por los economistas clásicos (Dillard, 1968).

Su objetivo es explicar cuáles son los determinantes del empleo en un periodo dado, siendo este, empleo total, desempleo marcado o cualquier variación intermedia de estos estados (*ibid*).

La crítica fundamental al *laissez faire* radica en su estado actual, que se desarrolla en una situación indeterminada de la actividad económica, donde puede recorrer toda la gama, desde empleo total, hasta desempleo marcado, pero alejándose de la idea de pleno empleo (*ibid*).

Sin complicación alguna y, al igual que el desempleo, Keynes, en su obra, explica la inflación, ya que ambos dependen fundamentalmente del nivel de demanda agregada, haciendo una relación cruzada e inversa entre desempleo, demanda e inflación. Cuando la demanda es deficiente, incrementa el desempleo, mientras que cuando la demanda es creciente, existe una tendencia de mayor inflación (*ibid*).

2.- *La teoría de una economía monetaria.* Para Keynes el dinero es de enorme importancia en la determinación del empleo y la producción, este desempeña tres funciones: la de medio de cambio, acumulador de valor y la de unidad de cuenta. Donde asegura que la función de acumulador de valor es la más importante en una economía monetaria (*ibid*).

De acuerdo a los volúmenes de renta o riqueza de una persona, la función de acumulador de valor se vendría a desprender en tres diferentes opciones: la de atesorar el dinero (misma que no produce ningún beneficio), el prestar dinero (el que generaría algún tipo de interés) y el de adquirir un capital de inversión (por el cual esperan adquirir algún beneficio) (*ibid*).

Sin importar la decisión que una persona pueda tomar con su riqueza acumulada, Keynes expone firmemente que esta debe ser utilizada para obtener algún beneficio (es decir, evitar el atesoramiento de las riquezas), e impedir que esta se convierta en dinero estéril (*ibid*). En otras palabras, el dinero es un generador de beneficios propios y creador de oportunidades ajenas.

3.- *El interés, como un beneficio por no atesorar el dinero.* Una vez que los poseedores de riqueza hayan pasado la etapa de querer negar éste por evitar los riesgos que implica prestarlo, pueden ser recompensados con un premio que se llama interés (*ibid*).

El interés es el estímulo por transferir cierta cantidad de liquidez hacia un tercero (*ibid*), en otros términos, el interés vendría a representar el precio que tiene el dinero. Por otro lado, el *tipo de interés* depende de la intensidad del deseo que tiene el poseedor de la riqueza, a lo que Keynes llama *preferencia por liquidez*² (*ibid*). “Cuanto mayor es la preferencia por liquidez, mayor es el tipo de interés que hay que pagar” (*ibid*). Particularmente, para Keynes, la tasa de interés es un fenómeno monetario determinado por la oferta y demanda de dinero (Rochon, 2009).

El atesoramiento es un fenómeno muy difícil de controlar, y extremadamente perjudicial para la economía. Por ejemplo, cuando el deseo por conservar el dinero aumenta, el precio por el mismo también aumenta (tipo de interés), disminuyendo las posibilidades de emprender un negocio debido al elevado tipo de interés (Dillard, 1968), eso sin duda alguna, siempre es perjudicial para el sistema económico.

4.- *La inversión, un factor determinante del empleo.* Keynes rechaza la causalidad ortodoxa entre el ahorro y la inversión, argumentando que no es el ahorro lo que causa la inversión, sino la inversión la que causa el ahorro (Rochon, 2009).

A lo largo de la historia se ha observado una brecha bastante acentuada entre ricos y pobres. Donde, en general, los ricos siempre poseen un exceso de

² De manera sencilla, la preferencia por liquidez hace referencia al deseo de las personas por mantener sus reservas en dinero físico, principalmente por motivos de precaución y especulación.

renta, que no van a consumir, por el contrario, los pobres desearían consumir más de lo que les alcanza con su renta (Dillard, 1968).

Lo señalado provoca un excedente de recursos que no van a ser utilizados para la producción de bienes de consumo con insuficiente demanda. Este exceso de insumos, de ser utilizados, se los debe destinar a la producción de bienes que no se consumen habitualmente (*ibid*). A esto se llama *inversión*.

La inversión debe ser destinada a actividades como la construcción o bienes semejantes, mismos que no van a ser consumidos con la misma rapidez que fueron producidos (*ibid*). Keynes expone una fundamental diferencia entre consumo e inversión. Por lo que expone que el desempleo se genera principalmente por niveles bajos de inversión.

La inversión genera puestos de trabajo para nuevos obreros, estos obreros gastan su sueldo en las nuevas fábricas que se han construido, viajan por medio del sistema de transporte, que otros (o los mismos) obreros han construido, y permiten que la demanda de bienes de consumo se mantenga latente, es decir, la inversión es generadora de un círculo virtuoso en el ámbito socioeconómico (*ibid*).

5.- *La incertidumbre del futuro como causa de la inestabilidad.* La incertidumbre está siempre presente en las decisiones de inversión. Estas decisiones que dependen del conocimiento presente del futuro, se asientan en una base transitoria que se sujeta a revisiones repentinas y precipitadas (*ibid*).

El motivo por el cual la incertidumbre futura está presente en las decisiones de inversión, es porque la inversión debe realizarse en bienes duraderos (fábricas, estaciones de transporte, casas de arriendo, etc.), es por ello que se piensa en el que pueda suceder a futuro (*ibid*). Se puede invertir en la producción bienes de consumo, pero su demanda suele ser no habitual.

La decisión de invertir radica fundamentalmente en la creencia de un futuro incierto, un futuro que es de vital importancia en el ámbito económico y que en muchas ocasiones nos hace jugadas perjudiciales dentro del sistema económico. A pesar de eso, es importante realizar inversiones, que muchas de las veces puedan descansar en “arenas movedizas”, pero que, de todos modos, resulta más provechoso que mantener reservas inútiles (*ibid*).

Críticas de Keynes: la teoría cuantitativa y la no neutralidad del dinero

No cabe duda que, el estímulo de las críticas que generaba el análisis de Keynes, tuvo sus orígenes en los fenómenos que a escala mundial se habían producido a raíz de la gran crisis de 1929, que principalmente afectó a los países industrialmente adelantados (Napoleoni, 1968).

Hasta ese entonces, existían las afirmaciones de la teoría tradicional, misma que predicaba y aseguraba que el sistema tiene una tendencia permanente a la plena ocupación (*ibid*). Por el contrario, fue en 1929, con la gran depresión, que se demostró que el sistema venía presentando una serie de falencias y un alto grado de desempleo, mismo que, con los métodos tradicionales se tornaba muy difícil de solucionarlo, tal fue el caso que, hasta se llegó a la creencia de que el pleno empleo no era parte de un sistema en equilibrio.

En este sentido, los “cuantitativistas”, tenían la fiel creencia de que el sistema tendía a una condición de pleno empleo, la cual, al mantener constantes a las transacciones y la velocidad de circulación, permitía afirmar que los precios estaban en función de la cantidad de dinero (Rísquez, 2006).

Si bien, Marshall logro aproximarse a la ecuación cuantitativa en forma distinta, en su forma más simple, Keynes la expresó así:

$$n = pk \quad (6)$$

o

$$n = pkr \quad (7)$$

Donde n es la cantidad de dinero, p el nivel de precios y k , en la ecuación (6), es la cantidad de valor en términos reales que las personas desean mantener en forma de dinero. En la ecuación (7), k es una fracción y r representa la cantidad de recursos reales que entran en las transacciones (Harrod, 1972).

Los clásicos enfatizaban que los coeficientes de proporcionalidad de la cantidad deseada de dinero (k) son constantes, determinados por la riqueza, la cultura, el desarrollo del sistema financiero (Rísquez, 2006).

Por su parte, Keynes critica este punto, ya que los coeficientes señalados - al menos en el corto plazo - no son constantes, éste señala que cambios en la cantidad de dinero pueden reflejarse en variaciones de estos, esto implica la no

constancia de la velocidad de circulación del dinero y, por ende, la no proporcionalidad estricta entre cambios en los precios y el dinero. En palabras más claras, Keynes argumenta que en momentos de prosperidad k tiende a disminuir, mientras que en momentos de recesión este coeficiente va a incrementar (*ibid*).

Keynes mostró mucha sutileza en sus palabras, ya que esto provocaría una importante repercusión en la teoría clásica, así, en palabras de Rísquez:

Esta perspicacia planteada por el autor, es relevante pues implica nada más, pero tampoco, nada menos, que la posibilidad teórica y empírica de una variación endógena de la velocidad de circulación del dinero que haría necesario según Keynes la intervención activista de las autoridades con el fin de lograr la estabilidad de precios (2006, pág. 313)

De esta forma, la crítica keynesiana a la teoría cuantitativa tradicional, la dejo ampliamente neutralizada. Keynes expresa que los aumentos en la cantidad de dinero pueden no gastarse, más bien conservarse, esto quiere decir que, pueden ser absorbidos por la demanda (Argandoña, 1990).

La demanda de dinero resulta ser, de igual forma, no constante y, por ende, la velocidad de circulación tampoco lo será. Si la velocidad no es estable no se puede asegurar nada con respecto a las variaciones en la cantidad de dinero y sus efectos en el nivel de los precios, en otros términos, “la teoría cuantitativa resulta ser inútil”, pues, en situaciones de recesión, un aumento en la cantidad de dinero puede reflejarse en un aumento de la producción (*ibid*).

A raíz de las controversias expresadas en la teoría de Keynes, se produce un rechazo hacia el concepto de dinero neutral³, que expone al dinero como un ente que reposa en los intercambios; más bien, Keynes argumenta la importancia de la incertidumbre generalizada y la liquidez en las decisiones de los agentes y el funcionamiento de todo el sistema en general (Piégay y Rochon, 2006).

Así mismo, sus primeros pasos que incumben al dinero como no neutral, relaciona al cambio en su valor mismo con los cambios en la producción, en palabras del mismo Keynes:

³ La neutralidad del dinero hace referencia al concepto clásico, donde las variaciones en la cantidad de dinero, únicamente afectan a variables nominales de la economía, los mismos economistas clásicos destacan a variables como salarios y precios; también se incluye a los tipos de cambio.

Un movimiento en los precios relativos, es decir, en los precios comparados de diversas mercancías, debería influir en la naturaleza de la producción porque es una señal de que varias mercancías no están siendo producidas en las proporciones correctas. Pero esto no es así cuando se trata de un cambio, como tal, en el nivel general de precios (Keynes, 1971: 55 en Rísquez, 2006).

Por ejemplo, para poder financiar una nueva inversión, los agentes deben demandar préstamos de un sistema bancario creador de dinero, de forma que los incrementos en la cantidad nominal de dinero financian el aumento de la demanda de bienes producibles y, por ende, del empleo; así se dice que el dinero no es neutral (Davidson, 1996).

La no neutralidad del dinero implica que éste importa a corto y a largo plazo, por lo que, influye en el nivel de equilibrio, tanto de la producción real como del empleo (*ibid*). Como se señaló anteriormente, el dinero vendría a desempeñar un papel fundamental, donde es un factor de relevancia en las motivaciones y la toma de decisiones de los agentes y, por supuesto, no sea posible realizar ningún tipo de previsión tanto de corto como de largo plazo sin conocer el comportamiento del dinero, desde el inicio hasta el fin (*ibid*).

2.1.4. EL PUNTO DE VISTA POSTKEYNESIANO

La escuela postkeynesiana es una de las tantas escuelas heterodoxas que existen en economía. El punto de vista postkeynesiano se inspira y tiene sus orígenes en la obra completa desarrollada por John Maynard Keynes.

En este sentido, la interpretación de los postkeynesianos difiere de la expuesta por economistas más neoclásicos como Paul Samuelson o James Tobin, asimismo, difiere de las críticas realizadas desde el punto de vista “nuevo keynesiano” (neoclásico) como Gregory Mankiw o Joseph Stiglitz.

Para los postkeynesianos modernos la principal preocupación son los asuntos macroeconómicos, así como los expuestos por economistas de la línea de Keynes, como Roy Harrod o Joan Robinson, o los economistas de la llamada “escuela de Cambridge”, como Nicholas Kaldor, Michal Kalecki y Piero Sraffa.

Fundamentalmente importante, es aclarar la relación de los postkeynesianos con los economistas institucionalistas, quienes se han inspirado en las doctrinas de

Thorstein Veblen o de John Kenneth Galbraith, sin olvidar los comportamientos a fines de las actitudes empresariales.

La teoría postkeynesiana, desde el punto de vista de sus máximos exponentes, es un antídoto contra el “pensamiento único” y permite dar apertura hacia un pensamiento más crítico, con respecto a la economía dominante, al oponerse a las “políticas de austeridad”⁴ (Lavoie, 2005).

Sus fundamentos difieren de los expuestos por la teoría neoclásica, principalmente en el hecho de considerarse “más realistas”. En ese sentido, el mismo Lavoie ejemplifica la afirmación señalada:

Un incremento de la demanda no produce necesariamente un alza de precios; un incremento del salario mínimo o del salario real no provoca un aumento del paro; el mismo aumento del salario real no acarrea fatalmente la disminución del tipo de beneficio de las empresas; la disminución de las tasas de ahorro no provoca una caída de la inversión, ni la moderación del crecimiento, ni la subida de los tipos de interés ; la flexibilidad de los precios no lleva necesariamente a una economía hacia el equilibrio óptimo (2005, p.9-10).

Anteriormente Thomas Carlyle llamó a la economía una ciencia lúgubre (“*dismal science*”), por el hecho de que siempre se postula a una sociedad la necesidad del sufrimiento, la austeridad y la competencia desenfrenada para poder llegar al bienestar (*ibid*).

Por el contrario, el pensamiento postkeynesiano propone un panorama distinto al de la economía tradicional, donde las personas tienen la opción de cooperación en lugar de competencia, de dialogar en lugar de entrar en relaciones conflictivas, permitiéndoles mejores resultados y mayores beneficios; y la escasez es, de cierta forma, “*una construcción intelectual que puede ser sorteada y superada*” (*ibid*).

El principio de la demanda efectiva

La corriente de pensamiento tradicional, la neoclásica, se basa en la ley de Say, para ello, es necesario que si al ingreso le restamos el consumo, la diferencia viene

⁴ Se conoce como “políticas de austeridad” a las políticas económicas que son aplicadas en momentos de dificultades (o crisis), principalmente cuando los Gobiernos se han sobre endeudado, excediéndose sobre su nivel de ingresos. En este sentido, la austeridad defiende el incremento en impuestos y la reducción del gasto por parte del Gobierno.

a ser el ahorro y, éste debe ser necesariamente igual a la inversión, para que encontremos igualdad entre oferta y demanda.

El planteamiento clásico argumenta que el ahorro (S) y la inversión (I) de una economía, principalmente, están determinados por una tasa de interés (i), donde $S = f(i)$ al igual que $I = f(i)$, en consecuencia:

$$\frac{\partial S}{\partial i} > 0 \quad (8)$$

y

$$\frac{\partial I}{\partial i} < 0 \quad (9)$$

Es decir, a mayor tasa de interés, incrementa el ahorro [ecuación (8)] mientras que la ecuación (9) muestra como un la relación tasa de interés – inversión es inversamente proporcional. De tal manera que, la teoría convencional asegura que:

$$S(i) = I(i) \quad (10)$$

Donde la tasa de interés (i) actúa como un precio (al dinero) que asegura la igualdad de ambas variables de manera automática, en otras palabras, “todo lo que se filtra a concepto de ahorro, regresa a la economía como inversión”.

En contra posición a lo expuesto anteriormente, el *principio de la demanda efectiva* plantea que la producción se ajusta a la demanda. La economía es dirigida por la demanda y no por las restricciones que dependen de la oferta y de las dotaciones existentes (Lavoie, 2005).

Este principio es reconocido por varios autores pero sólo cuando se trata del corto plazo. En este marco de tiempo, tanto los economistas marxistas como los nuevos keynesianos admiten que la demanda global regula el nivel de producción y la renta nacional. Así que a corto plazo la economía es dirigida por la demanda. En cambio, tanto los economistas marxistas como los neoclásicos sostienen que, a largo plazo, la economía es dirigida por restricciones vinculadas a la oferta (*ibid*).

Los postkeynesianos están en contra de esta posición, pues, como lo señala Lavoie (2005), lo que caracteriza a los economistas postkeynesianos es el rechazo a creer que los factores del lado de la oferta puedan constituir una restricción ni

siquiera a largo plazo. Para los postkeynesianos el principio de demanda efectiva se aplica en todas las escalas temporales, dado que la inversión determina causalmente el ahorro.

Ésta afirmación, de que la inversión determina el ahorro es, seguramente, difícil de entender. Al respecto, Lavoie (1984) señala lo siguiente: “En una economía moderna, ningún ahorro puede aparecer sin que se distribuyan los ingresos, y no se puede distribuir ningún ingreso sin que los emprendedores se endeuden. Los bancos hacen préstamos a los empresarios "sin que previamente alguien les haya transferido poder adquisitivo". Por lo tanto, los planes de inversión pueden ser realizados y llevados a cabo sin necesidad de considerar planes de ahorro”.

Hay que señalar que la aseveración de que la inversión determina el ahorro y no a la inversa, como comúnmente se ha tratado, está ligado al planteamiento que tienen los postkeynesianos sobre la relación causal que existe entre el dinero y el crédito otorgado por el sistema bancario. Esto se explicará en el apartado sobre el dinero.

2.2. LA TEORÍA DEL CIRCUITO MONETARIO

La teoría del circuito monetario hace referencia esencialmente a quienes definen a la economía como un flujo cíclico, donde el dinero es el motor que mueve este ciclo y permite que la producción comience y que los bienes circulen. Estas personas, a lo largo del tiempo han tomado el nombre de “*circuitistas*”.

Para los circuitistas la economía engloba, constantemente, una posición de jerarquía, específicamente, una jerarquía inherente en la producción. En otras palabras, el proceso de producción no se puede iniciar sin antes existir financiamiento para las empresas por parte de los bancos, con éste, las empresas pueden emplear a los trabajadores y comprar otros insumos para la producción; los bancos no pueden prestar dinero sin antes haber recibido un préstamo *ex ante*; las personas no pueden gastar sin haber recibido un salario y, para el caso de países con soberanía monetaria, el banco central debe primero fijar las tasa de interés a las cuales va a ofrecer las reservas (Rochon, 2009).

Cada uno de los agentes antes señalados tiene un papel fundamental en la producción, sin al menos uno de ellos, el proceso de producción no se completaría y el desarrollo económico no llegaría a sus propósitos finales.

Ante el deseo de las empresas por invertir, ya sea en bienes de consumo o en bienes de inversión (duraderos), son los bancos los indicados para proveer de los recursos financieros a estas instituciones, de esta manera, ante un acuerdo, los bancos están dispuestos a satisfacer la demanda de préstamos por parte de quienes lo requieren, y este es abonado a las cuentas de las empresas (*ibid*).

En este punto, por medio de los créditos, se ha creado el dinero como depósito bancario, instantáneamente después de que éste fue acreditado a las cuentas de las empresas. Al respecto se puede clarificar que, el dinero ha sido creado por medio de los bancos, a través de la demanda de préstamos bancarios, con el mecanismo del multiplicador bancario.

En Rochon (2002) se observa al respecto: “...*que es el dinero* (la deuda emitida por los bancos) es equivalente a *de donde viene el dinero* (préstamos bancarios). El dinero es siempre y en todo lugar un fenómeno endógeno (*ibid*).

En este circuito, la oferta monetaria se expresa enteramente mediante la necesidad de dinero que tienen las empresas para producir, es decir, ésta se expande o se contrae de acuerdo a los requerimientos de deuda que existe en la economía. A esto es a lo que todo el tiempo se llama “endogeneidad del dinero”, que dentro de la teoría del circuito monetario, ésta no tiene nada que ver con la incertidumbre de los agentes, más bien, escucha al llamado directo de su naturaleza como deuda (Rochon, 2009).

De esta manera, el dinero es endógeno siempre que las economías deseen reproducirse y crecer, ya que la creación de dinero por medio de la deuda obedece a los requerimientos de producción, pero el nuevo dinero no solo da lugar a la producción, también permite incrementar el gasto, esto permite demandar bienes de consumo (por medio de los salarios) y de capital, generando movimiento en las empresas (*ibid*). La creación de dinero es un acto de producción y gasto o, en otras palabras, existe una deuda de inversión y una de rotación, por ende, crea nuevos ingresos.

Esto se puede observar en el diario vivir; las empresas ofertan sus productos todo el tiempo, con la venta de estos a los hogares, éstas obtienen una proporción de los ingresos de los hogares y son capaces de generar un nivel suficiente de utilidades que les permite hacer frente a sus obligaciones financieras, además de obtener un beneficio.

Para los circuitistas todas las ventas en una economía monetaria involucran a tres partes fundamentales: un comprador, un vendedor y los bancos que son quienes se encargan de transferir los recursos monetarios de la cuenta del comprador al vendedor (Keen, s/f).

Al respecto, Keen señala que las posibilidades que arroja la teoría del circuito monetario pueden ser de gran contribución a la construcción de un nuevo modelo para una economía monetaria, donde no exista sector gubernamental o banco central, *“siempre y cuando se acepten transferencias entre cuentas bancarias privadas como la liquidación final de deudas entre compradores y vendedores”* (ibid). En otros términos, bajo la ausencia de moneda tangible.

De manera general, la teoría del circuito monetario engloba una dinámica del dinero, donde el circuito inicia con una decisión por parte de las empresas, la de producir (Keen, s/f). Esta decisión lleva a demandar un préstamo a los bancos, este préstamo según Graziani (2003) *“es igual a la masa salarial para el nivel de producción previsto, y para la adquisición de los insumos necesarios”*.

Continuando con el ciclo, las empresas pagan a los trabajadores quienes empiezan con la producción de los bienes haciendo el uso de los insumos previamente adquiridos. Los bienes de consumo son vendidos a las familias, mientras que los bienes de inversión son destinados a otros empresarios (para una nueva inversión) (Keen, s/f).

Ahora bien, el gasto de los trabajadores (así como de las otras empresas) permite que el dinero regrese a manos de las empresas, liquidez que es utilizada para pagar su deuda a los bancos (ibid). Cuando el dinero ha retornado a manos de los bancos, se dice que el dinero se ha destruido; *“En la medida en que las deudas bancarias son pagadas, una cantidad igual de dinero es destruida”* (ibid). Más adelante se hará referencia a la destrucción del dinero.

Bajo éste proceso, se dice, explícitamente, que el dinero obtenido por medio del crédito bancario es la condición *sine qua non* de las economía de producción.

2.2.1. LA NATURALEZA DEL DINERO EN EL CIRCUITO MONETARIO

El dinero fue creado ante la necesidad de reducir los costos de transacción que existían mediante el estado natural del trueque, de esta forma, los individuos racionales decidieron elegir una mercancía que pudieran utilizar como medio de intercambio y pago común (Parguez, 2006).

Es por ello que, una economía es o no es monetaria en función de que el dinero sea o no la condición de existencia de su modo de producción, en el mero sentido de que, en el modo de producción monetario (MPM), su eje descansa en la creación monetaria como medio de desarrollo (*ibid*).

A partir de la revolución industrial, el modo de producción capitalista adoptó, sin duda alguna, al dinero como condición de existencia, dándole a éste el poder coercitivo, inclusive por encima del estado. Es decir, el dinero regulaba el comportamiento de los agentes.

En el capitalismo, las empresas son de propiedad privada y son dueñas de los recursos productivos y, por supuesto, del capital. Por lo tanto, el dinero es el único medio que les permite a las empresas producir y aumentar su capital.

Ahora bien, como ya se señaló, el dinero dispone del poder coercitivo, es por ello que, hasta el mismo Estado, en lugar de ser coercitivo, se transforma en un Estado monetario, siendo el soporte del poder de los bancos para la creación del dinero para las empresas (*ibid*). De ahí que, el dinero, de manera simplista, es una deuda que los bancos han emitido sobre sí mismos (Parguez y Seccareccia, 2002).

Las empresas al tener el nuevo dinero a su disposición (por medio de créditos), sin previamente disponer de ahorro alguno, determinan libremente la inversión. Por el contrario, la existencia de ahorro limita las posibilidades de compras y consecuentemente de producción.

Sobre eso, en el ámbito productivo, el dinero existe como medio de pago, dando lugar a una cadena secuencial de transacciones que conduce a la creación de nueva riqueza (Parguez y Seccareccia, 2002). Así bien, es que se ha dicho

anteriormente que la deuda funciona como medio de inversión y de rotación, es decir, dentro de un esquema de flujo y reflujo monetario.

De lo antes mencionado, yace el núcleo del circuito monetario.

Las propiedades del dinero

El dinero es efímero pues es creado para ser destruido

La creación del dinero es lo que permite a las empresas llegar a su objetivo de acumulación privada, mientras que permite al Estado alcanzar el objetivo de producción de bienes colectivos (Parguez, 2006).

De esta forma, las empresas gastan el dinero para obtener un nivel de producción deseado, este gasto representa la suma de todos los costes de producción más la inversión realizada y, esta inversión representa la fracción que quieren transformar en capital (*ibid*).

Por su parte, el Estado realiza su propio gasto en bienes colectivos, que es igual a todos sus costes de producción, más la parte de la producción (privada) que el Estado quiere convertir en capital colectivo (*ibid*). Todo el dinero que es utilizado por las empresas y por el Estado para realizar la producción privada y colectiva se llama “etapa de flujo”.

Lo anterior sería considerado como una primera etapa, en la cual, la totalidad del dinero global (público y privado) se ha realizado, por ende, ahora corresponde su destrucción.

Posteriormente, el producto de las empresas privadas sale a la venta, por este medio, las empresas logran recuperar el dinero que han gastado en la etapa de flujo (*ibid*). A esto se conoce como la “etapa privada de reflujo”.

Ahora bien, el mencionado gasto del Estado (o producción colectiva) es igual al importe de los impuestos. Definiremos a los impuestos como el valor al cual el Estado vende los bienes colectivos (*ibid*). A esto se conoce como la “etapa pública de reflujo”. Tanto a la etapa de reflujo pública como privada se las conoce como la destrucción del dinero en su totalidad, etapa en la cual el dinero ha regresado a su puesto inicial en forma de pago por deuda.

El dinero fundamentando en una doble relación de endeudamiento

Los bancos, por autorización de las funciones del Estado, están facultados para crear la cantidad suficiente de dinero que requieran las empresas para la producción. Posteriormente están impuestos a prestar los recursos necesarios a la sociedad, para el consumo del producto de las empresas, de forma que éstas alcancen la acumulación deseada (Parguez, 2006).

Los créditos que son otorgados al público, posteriormente se transforman en depósitos en cuentas bancarias de cada individuo, a continuación estas obligaciones se transforman en títulos de deuda (*ibid*).

Los títulos de deuda que se registran en el pasivo de los bancos (es decir los depósitos), son destinados a las empresas en forma de créditos para que con éste cubran los costes de producción y la adquisición de una fracción de la producción que luego se transformara en capital (*ibid*). Este gasto de las empresas (gracias al crédito obtenido) se inscribe en el activo de los bancos, en contrapartida de los depósitos que se encuentran en el pasivo.

El compromiso que tienen las empresas con los bancos es restituir sus títulos de deuda una vez que su producto se haya consumido, ya sea mediante la venta de las mercancías, o por medio de títulos de crédito (deudas que el público contrae con las empresas) (*ibid*). Así los bancos recuperan los depósitos. La reposición de los depósitos a los bancos permite desaparecer el crédito de los bancos, por tanto, el pasivo que constituía su contrapartida.

El dinero en sí no tiene por función ser una reserva de valor

Las personas en determinado momento optan por no gastar todos sus ingresos en las mercancías que les ofrecen las empresas, esto se refleja como liquidez estancada, o inservible ante los requerimientos de dinero para la producción. Esta porción de dinero “vago” se manifiesta, ya sea en forma de depósitos en cuentas bancarias o en dinero físico en posesión de las personas. A esto se conoce como preferencia por liquidez (*ibid*).

El atesoramiento del dinero implica un déficit para las empresas, quienes no pueden hacer frente a sus obligaciones de deuda. Ante esto las empresas se ven en la necesidad de vender títulos a largo plazo a los bancos (que son obligaciones) para hacer frente a sus deudas, estos títulos se registran en el activo de los bancos.

En este punto el dinero ya se ha destruido en el pasivo de los bancos, “*donde el dinero que era su deuda simbólica es remplazado por una deuda efectiva en contra de los depositantes*” (*ibid*).

En un periodo cualquiera, posterior al ya descrito, los individuos pueden hacer uso de sus ahorros, pero en el momento que estos deciden hacerlo, existe un excedente de liquidez imprevisible por las empresas, imponiendo un costo de producción unitario superior al precio que había sido fijado. Este incremento es proporcional al “desatesoramiento” del dinero, reduciendo el poder adquisitivo de las rentas nuevas y provocando inflación.

Es por ello que el modo de producción capitalista no contempla valores de dinero almacenados, ya que éste es creado para la producción, es decir, este modelo de producción funciona mejor cuando la preferencia por liquidez (la demanda de depósitos como liquidez) tiende a cero.

El dinero es siempre endógeno

En la economía el dinero no puede ser exógeno, ya que para esto sería necesario que su cantidad y su valor fueran determinados fuera del sistema, independientemente de los propósitos de gasto de las empresas y del Estado (Parguez, 2006).

Los bancos realizan la actividad de crédito para alcanzar sus objetivos de maximización de la utilidad, para ello fijan una tasa de interés, una tasa de beneficio neto y la tasa aceptable de la variación del precio unitario de la producción. Bajo estas condiciones, las empresas demandan préstamos y, obligatoriamente, quedan satisfechas (*ibid*).

En este contexto, existe un banco central para asegurar la estabilidad de los bancos, éste proporciona el nivel necesario de las reservas que requieren los bancos para certificar la convertibilidad de los créditos que otorga. En este punto, resulta conveniente analizar los puntos de vista postkeynesianos de los horizontalistas y estructuralistas.

Así como el dinero que es creado por los bancos, es netamente endógeno, la liquidez creada por el Estado también responde a las necesidades de la producción de bienes colectivos, por lo que su creación es endógena. Para este

caso, la creación endógena por parte del estado, responde a las necesidades de acumulación del sistema económico (el capitalismo).

2.3. EL DINERO ENDÓGENO DESDE LA VISIÓN POSTKEYNESIANA

La teoría endógena del dinero constituye el elemento central de la teoría postkeynesiana. Ellos afirman que la oferta monetaria se determina endógenamente, es decir, la cantidad de dinero que existe en la economía está determinada por la demanda de dinero que soliciten los agentes económicos para llevar a cabo todo tipo de actividades productivas, por tanto, la oferta monetaria va ligada al nivel de producción que se dé en la economía.

Los postkeynesianos se oponen a la noción neoclásica de que la oferta monetaria crece únicamente por las iniciativas del banco central, es decir, a través de procesos exógenos a las presiones del mercado financiero. Ellos sostienen que las fluctuaciones de la oferta monetaria obedecen a las presiones que emergen de forma endógena de los mercados financieros (Pollin, 1991).

Al respecto de este planteamiento de los postkeynesianos Howells (2012) menciona: “La endogeneidad del dinero exterminó finalmente la teoría cuantitativa al cambiar la dirección causal. Es el nivel de actividad económica y los precios (la coyuntura como se conoce habitualmente) los que determinan la cantidad de dinero y no al revés”.

Kaldor (1985) afirma que las condiciones en las que se basa la teoría cuantitativa del dinero carecen de un mundo en el que se utilice un dinero fiduciario como es el dinero bancario. En este mundo, el dinero es creado por los bancos para satisfacer la demanda pública de liquidez, por lo que un exceso de oferta de dinero no puede ocurrir:

El dinero del crédito entra en existencia, no como resultado de la minería, sino de la concesión de crédito bancario a los prestatarios, que lo usa... para financiar gastos... Esto significa que en el sentido requerido por la teoría monetarista, un exceso en la oferta del dinero no puede entrar en existencia. (Kaldor 1985, pp. 7-8, en Bertocco, 2006).

Por tanto, la teoría del dinero endógeno es aplicable en un mundo en el que se utiliza dinero fiduciario. Cabe señalar lo que menciona Bertocco (2006):

“la teoría del dinero endógeno se aplica a un mundo que tiene un sistema financiero desarrollado en el que los bancos no son simplemente intermediarios que simplemente prestan la moneda de curso legal obtenida de los depositantes, sino agentes cuyo pasivo se utiliza como medio de pago; Esto permite a los bancos financiar las decisiones de gasto de determinados agentes económicos mediante la creación de nuevos créditos.”

La producción del dinero fiduciario está a cargo de los bancos, pues, al crear dinero mediante la concesión de nuevos créditos, los bancos financian las decisiones de gasto de los agentes económicos, los cuales se comprometen a devolver la cantidad que les fue concedida en una fecha futura establecida entre ambas partes.

Es importante establecer que dentro del pensamiento postkeynesiano, los agentes que son financiados por los bancos son las empresas, las cuales contraen una deuda con los bancos con el objetivo de incrementar su producción, es decir, con el fin de invertir. Por tanto, las inversiones que se realizan en una economía son financiadas por el dinero creado por los bancos.

Cuando se utiliza un dinero fiduciario, no es necesario poseer bienes para obtener dinero, más bien, es necesario cumplir con los criterios establecidos por los bancos para la concesión de préstamos. En un mundo en el que se utiliza dinero fiduciario, es necesario tener dinero para comprar bienes, pero no es necesario tener bienes para obtener dinero.

Lo anterior tiene relación con el planteamiento de los postkeynesianos acerca de que las economías son monetarias y no economías de intercambio. En una economía de intercambio, que obedece al pensamiento neoclásico, el dinero es dinero mercancía, es decir, el valor del dinero proviene del bien del cual se compone, por tanto, en este tipo de economía existe la relación mercancía-dinero-mercancía y es por ello que necesito bienes para obtener dinero.

En cambio, en una economía monetaria existe la relación dinero-mercancía-dinero, por lo tanto no se necesita bienes para conseguir dinero, sino más bien cumplir con los requisitos que imponga el banco para conseguir dinero y comenzar

el proceso de producción. A continuación se explicará en que consiste una economía monetaria, que obedece al planteamiento de Keynes y los postkeynesianos.

2.3.1. LA ECONOMÍA MONETARIA DE LA PRODUCCIÓN

En este tipo de economías los agentes económicos realizan sus actividades basándose en contratos, los cuales están expresados en unidades monetarias, como dólares o euros, debido a que el pago de deudas, los precios y el poder adquisitivo de las personas se encuentran expresados en unidades monetarias. Por tanto, la economía es monetaria, pues las relaciones entre individuos se hacen en forma de contratos estipulados en moneda (Davidson, 1972: en Piégay y Rochon, 2005).

Por otro lado, como reserva de valor, el mantener dinero en su forma más líquida permite protegerse de los vaivenes de un mundo incierto. Es aquí donde interviene la preferencia por la liquidez de las familias, que obedece a la incertidumbre acerca del futuro, pues, el deseo de mantener dinero como reserva de valor es un índice del grado de desconfianza respecto del futuro (Howells, 2012).

Si las familias deciden mantener mayor liquidez en vez de obtener los bienes y servicios que ofrecen las empresas, ocasionarán efectos devastadores sobre la producción y el empleo.

Esto debido a que, como las familias no se ven incitadas a gastar y prefieren atesorar el dinero, entonces, la demanda por dinero aumentaría lo que a su vez genera presiones inflacionarias. El banco central para controlar esto, procede a subir la tasa de interés, pero un nivel excesivo de ésta reduce las posibilidades de que las empresas incrementen su inversión, pues, el costo de obtener un crédito aumentaría (Piégay y Rochon, 2005).

Por tanto, las empresas no se ven incentivadas a realizar nuevas inversiones, y como las familias prefieren mantener mayor cantidad de dinero en vez de gastarlo, debido a la incertidumbre sobre el futuro, se provocará una caída en la producción y consecuentemente se generará mayor desempleo.

Entonces, las expectativas sobre el futuro juegan un papel muy importante en el pensamiento postkeynesiano, pues, si las expectativas son negativas sobre un futuro incierto las personas optarán por conservar su dinero, en cambio, si las expectativas son positivas, el grado de preferencia por liquidez de las familias no se incrementará, por tanto, las empresas no se verán afectadas, continuarán con sus planes de inversión y la economía no entrará en una crisis

Cabe señalar que, “el motor de la economía postkeynesiana es el gasto en inversión. Este gasto es decidido por los empresarios, con independencia del ahorro de las familias” (Lavoie, 2005). Es decir, no consideran la preferencia por liquidez de las familias.

2.3.2. LA OFERTA MONETARIA Y LA TASA DE INTERÉS

El análisis de los postkeynesianos radica en dos características esenciales. La primera es que la oferta monetaria es endógena y es determinada por el sistema bancario, en respuesta a las necesidades de la economía. Y la segunda característica es que la tasa de interés es fijada por el banco central en función de sus objetivos de política monetaria.

En cuanto a la primera característica, los postkeynesianos señalan que el banco central no tiene control total sobre la cantidad de dinero que circula en la economía, es decir, dejan de lado la visión de una oferta monetaria exógena, pues, sostienen que el dinero es creado por el sistema bancario en respuesta a las demandas de crédito que van dirigidos hacia la producción de bienes y servicios (Piégay y Rochon, 2005).

Al respecto, Lavoie (1984) menciona que la integración del dinero en el sistema económico no debe hacerse cuando la producción ya está especificada, más bien el dinero debe ser introducido como parte del proceso de producción.

En este proceso las empresas juegan un papel muy importante, pues, son éstas quienes producen nuevos bienes y servicios, para esto necesitan distintos recursos, como mano de obra. Para tener acceso a estos recursos necesitan dinero, el cual es proporcionado por los bancos mediante la concesión de créditos.

Cabe señalar que los empresarios adquieren una deuda con el banco por el deseo de producir y de obtener ganancias de dicha producción.

El dinero que fue concedido a las empresas, por parte de los bancos, para que empiecen sus procesos de producción, vuelven a aparecer en el sistema bancario pero en el lado del pasivo en forma de depósitos, creándose así las reservas, en el momento en que las empresas remuneran sus factores de producción, es decir, cuando éstas pagan los salarios a los hogares.

Paul Davidson llama a esto el proceso financiero generador de ingresos (Davidson 1972, p. 227 en Lavoie, 1984). Cuando las empresas deciden producir más bienes, deben aumentar su fondo de salarios, así como sus otros gastos. Por lo tanto, deben pedir más dinero al sistema bancario. Si este último aumenta sus préstamos a las empresas, provoca un aumento de los depósitos en los bancos, lo que a su vez genera reservas.

Adicional a lo antes mencionado, hay que señalar el papel importante que tienen los bancos dentro de esta visión, debido a que estos últimos no están únicamente acotados para ser simples intermediarios financieros, las empresas obtienen de ellos los fondos necesarios en el corto plazo, en forma de líneas de crédito, por ejemplo, y obtienen préstamos en el largo plazo para el financiamiento de la inversión (Piégay y Rochon, 2005).

En realidad los postkeynesianos consideran que los bancos otorgan los fondos demandados a los prestatarios solventes y ello da origen a depósitos reflejos. En ese sentido, Moore afirma que la creación monetaria está determinada por la demanda y, a su vez, guiada por el crédito (*ibid*). El papel de aquéllos es, entonces, esencial, dado que su actividad permite, al mismo tiempo, la creación monetaria y el financiamiento del crecimiento.

En conclusión, el dinero se introduce en la economía a través de las actividades productivas de las empresas, ya que estas actividades generan ingresos a las familias que a su vez crean depósitos en el sistema bancario, con lo cual se generan reservas. Por tanto, es este incremento en las actividades productivas lo que causa un incremento en la oferta monetaria.

En cuanto a la segunda característica, que es la tasa de interés, los postkeynesianos toman a ésta como una variable exógena, pues, es el banco central quien fija esta tasa de acuerdo a sus objetivos de política de monetaria

Al decir que la tasa de interés es fijada por el banco central, los postkeynesianos rechazan la idea de que es la interacción entre la oferta y demanda de dinero la que determina la tasa de interés para una cantidad de dinero dado (Piégay y Rochon, 2005).

Para los postkeynesianos la tasa de interés no es más que un objetivo intermediario, para lograr una distribución del ingreso destinada a conducir al pleno empleo y no a la lucha contra la inflación. Al respecto Lavoie (2006) señala que la obsesión por la lucha contra la inflación conduce a una política de alza de dichas tasas.

Además, el alza de la tasa de interés no reduce necesariamente las presiones inflacionistas, pues este incremento en dichas tasas puede ocasionar un incremento de precios y consecuentemente se vería una reducción de la demanda efectiva, esto se lo puede explicar mejor de la siguiente manera.

La subida de la tasa de interés ocasiona un aumento de las cargas financieras de las empresas, esto se traslada a sus costos de producción y finalmente hace que los precios de las empresas se eleven. Por tanto, llevar a cabo una política de alza de dicha tasa, eventualmente podría limitar las presiones inflacionarias al costo de una reducción de la demanda global, que sumergiría a la economía en una recesión (Piégay y Rochon, 2005).

En cuanto al planteamiento de que la tasa de interés es un objetivo intermedio para lograr una distribución del ingreso que consecuentemente llevará a conseguir el pleno empleo, los postkeynesianos manifiestan que si se adopta una política fiscal destinada a corregir la desigualdad de ingresos, el pleno empleo puede ser alcanzado con distintos niveles de tasa de interés” (Piegay y Rochon, 2005).

Los postkeynesianos sostienen que la tasa de interés tiene objetivos redistributivos (Spotton, 1994), dado que las tasas elevadas afectan tanto a las empresas en el desarrollo de sus actividades, como a los trabajadores por el

incremento en el desempleo, pero benefician a los que obtienen ingresos de los intereses de sus riquezas.

En conclusión, los postkeynesianos afirman que la tasa de interés es determinada por el banco central de acuerdo a sus objetivos de política monetaria y que ésta debe ser baja, porque tener una tasa de interés alta generará un incremento en los costos de las empresas al momento de adquirir sus créditos para comenzar la producción, lo que al final se traduce en un incremento de sus precios y esto ocasiona una caída en la demanda efectiva.

2.3.3. PROCESO DE ENDOGENIZACIÓN

La forma en la cual se hace endógena la oferta monetaria se describe por medio de dos elementos. El primero es la relación que existe entre la actividad económica y el dinero. Esto se puede entender mejor de la siguiente manera.

Consideremos una empresa representativa que desea aumentar la producción, para esto, necesita tiempo para producir, tiene que pagar los gastos antes de que se obtengan los ingresos procedentes de las ventas. Con el fin de lograr esto, la empresa tiene que endeudarse con el banco. Tan pronto como la empresa se apoya en la facilidad de préstamos, comienza el proceso de incrementar la producción.

Una vez que ha transcurrido el tiempo y la producción ha terminado, la empresa obtendrá ingresos como resultado de sus ventas. Estos ingresos servirán para que la firma honre sus obligaciones con el banco, lo cual generará depósitos adicionales en esta institución y de esta forma aumenta la oferta monetaria (Howells, 2012).

Consecuentemente, la integración del dinero en el sistema económico no se debe hacer cuando la producción ya está realizada, más bien el dinero debe ser introducido como parte del proceso de producción. Cualquier flujo de producción requiere un flujo de nuevo crédito o la renovación de los flujos de crédito pasados y es el sistema bancario quien crea el crédito necesario (Lavoie, 1984).

Por lo tanto, el dinero aparece en la economía cuando las empresas distribuyen los ingresos a los hogares debido a su participación en el proceso de

producción, pues, el dinero se introduce en la economía a través de las actividades productivas de las empresas, ya que estas actividades generan ingresos. No puede haber dinero sin producción (*ibid*).

El segundo aspecto ha generado controversia dentro de los postkeynesianos, por una parte están los estructuralistas, quienes argumentan que los bancos podrían evadir la autoridad del banco central mediante la gestión de activos y pasivos, con el fin de respaldar la creciente demanda de créditos. Por el otro lado, están los horizontalistas, estos sostienen que es el banco central quien siempre va a proveer de reservas a los bancos para solventar la creciente demanda de préstamos.

De momento no se va a señalar cuál de las dos posiciones tiene mayor importancia, sin embargo, hay que indicar de forma clara que ambas corrientes de pensamiento sostienen que son los préstamos los que crean depósitos y no a la inversa, pues, es la demanda de nuevos préstamos por parte de las empresas la que provoca el incremento de la oferta monetaria (Moore, 1988 en Howells, 2012).

De lo anterior, se desprende la idea de que los bancos pueden no tener reservas para el otorgamiento de nuevos créditos, pues, una vez concedidos los préstamos a las empresas, estos volverán al sistema bancario en forma de depósitos por parte de los hogares o de otra empresa.

Más específicamente, ambos enfoques aceptan lo dicho por el ex-vicepresidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, Alan Holmes, de que "en el mundo real los bancos otorgan créditos, crean depósitos en el proceso y buscan las reservas más tarde" (Holmes, 1969 en Pollin, 1991).

Por tanto, no se cumple la noción de que el ahorro determina la inversión, debido a que pese a que los hogares no mantengan ahorros en el sistema financiero, que servirían para la inversión de las empresas, los bancos pueden otorgar créditos sin ningún problema.

2.3.4. EL ENFOQUE HORIZONTALISTA

Esta corriente de pensamiento busca distinguir su enfoque de la visión tradicional del proceso del dinero, el cual según la teoría clásica, manifiesta que para

incrementar el crédito bancario se necesitan recursos adicionales, es decir, primero se necesita un ahorro por parte de los hogares para poder proveer de créditos adicionales a las empresas. El ahorro es el recurso real de los bancos y la salida final es el flujo de dinero a los inversionistas (Fontana, 2003).

Los horizontalistas rechazan esta teoría y argumentan que el dinero es una convención social y por lo tanto cuenta como tener valor (*ibid*). El suministro de dinero no depende de la cantidad de ahorro de un país, más bien, el dinero es generado por el crédito bancario (Moore, 1988 en Fontana, 2003).

Una vez establecido que no se necesita del ahorro para que un banco comience a otorgar créditos a las empresas o inversionistas, se tiene que aclarar como obtienen los bancos el dinero para poder prestar a quienes lo demanden y poder efectuar el crédito.

Los horizontalistas sostienen que cuando los bancos presentan una falta de liquidez que les permita enfrentar la demanda créditos, es el banco central quien les debe proveer de reservas para incrementar su actividad crediticia, evitando de esta manera, que la estructura del sistema financiero se vea afectada y consecuentemente la economía en general (Pollin, 1991).

Para los horizontalistas los bancos no cuentan con algún tipo de restricción cuantitativa, lo estrictamente necesario es que los prestamistas (quienes demandan dinero de crédito) deben contar con la suficiente solvencia para hacer frente a sus obligaciones financieras, o al menos creer que la tienen. De esta manera, los bancos comerciales siempre podrán obtener nuevas reservas (Moore, 1991).

Lavoie (2005) expone que en tiempos normales, los bancos comerciales están dispuestos a realizar un sin número de créditos, mientras que los bancos centrales están dispuestos a proporcionar todas las reservas necesarias para los mismos, a una tasa de interés determinada de manera exógena por el banco central. Esta interacción permite un control endógeno de la oferta monetaria, siguiendo la tasa de interés fijada por el banco central (*ibid*).

Con respecto a las tasas de interés, los horizontalistas argumentan que los bancos centrales la determinan de forma exógena, obedeciendo a sus objetivos de política monetaria. Piégay (1999) describe la visión horizontalista como sigue:

Los bancos comerciales crean dinero de crédito en el proceso de financiamiento de la producción independientemente de sus necesidades de reserva. Cumplen con la demanda de los prestatarios en su totalidad. El costo a corto plazo de los fondos está exógenamente vinculado por el banco central. Posteriormente, el banco central satisface plenamente las necesidades de reserva derivadas de los préstamos bancarios. En su papel de prestamista de último recurso, el banco central concede todas las necesidades de reserva a la tasa de descuento unilateralmente fija.

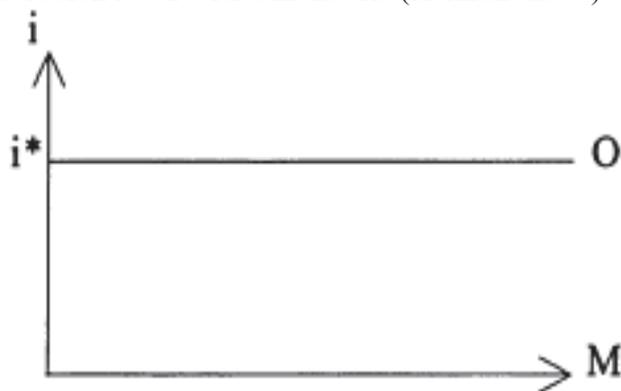
Por lo tanto, la liquidez de los bancos en su conjunto depende exclusivamente de la oferta de reservas por parte del banco central. Consecuentemente, el banco central es la principal institución de un país para proporcionar liquidez al sistema monetario.

De acuerdo con el papel de prestamista de última instancia, el banco central satisface la demanda de reservas de los bancos. Sin embargo, si las reservas se suministran totalmente a iniciativa de los bancos, el banco central sigue fijando el precio de este suministro.

Entonces, aunque el banco central es, en general, incapaz de controlar la oferta monetaria, puede elegir la tasa de interés a corto plazo a la que se hacen disponibles las reservas (Fontana, 2003).

Considerando lo anterior, se tiene que la tasa de interés es exógena, mientras que la oferta monetaria es endógena, pues, los bancos consideran la tasa de descuento fijada por el banco central como dato exógeno.

Para los horizontalistas la curva de oferta monetaria es perfectamente elástica, es decir, es horizontal, debido a que como se señaló anteriormente, la tasa de interés es fijada por el banco central y éste se encuentra en la obligación de proveer de reservas al sistema bancario para cubrir la demanda de préstamos (Piégay, 1999).

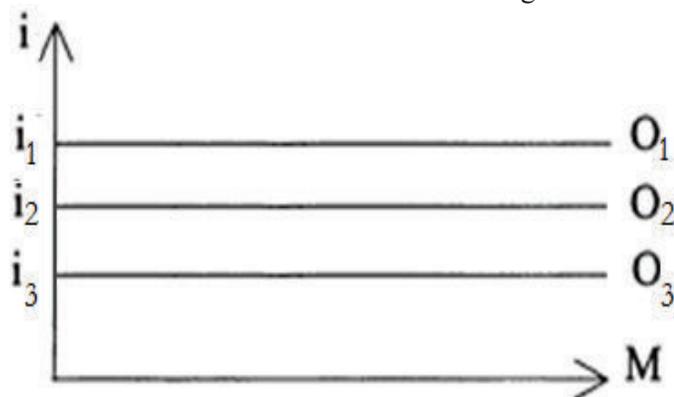
Ilustración No. 1 Oferta monetaria (Horizontalistas)

Fuente: Fontana, (2003)

Al respecto, Moore (1988) señala que representar la curva de oferta monetaria de forma horizontal no implica que el banco central fije para siempre la tasa de interés, simplemente significa que no hay fuerzas de mercado, de oferta y demanda, que obliguen a que la tasa de interés suba cuando la actividad económica aumenta, pues, también puede disminuir (Lavoie, 1996).

Los bancos centrales pueden cambiar la tasa de interés siempre que así lo deseen, obedeciendo a sus objetivos de política monetaria. Efectivamente, podemos considerar que cada nivel de tasa de interés corresponde a un determinado régimen monetario o política monetaria (*ibid*).

De forma gráfica, cada régimen monetario puede estar representado por una curva horizontal de oferta de dinero diferente que se den en distintos periodos de tiempo.

Ilustración No. 2 Oferta monetaria varios regímenes

Fuente: Fontana, (2003)

La noción de que tiene los horizontalistas acerca de que la tasa de interés es determinada por el banco central obedece a dos aspectos. El primero es que el banco central ejerce un control directo sobre la tasa para los préstamos de la ventana de descuento. El segundo es la influencia del banco central a través de operaciones de mercado abierto sobre la tasa de corto plazo para los préstamos de reservas que se realizan entre bancos privados. (Pollin, 1991).

Una vez que el banco central establece directamente la tasa de los préstamos de la ventana de descuento y que influye de forma indirecta sobre la tasa a la cual los bancos se prestan las reservas que necesiten, otras tasas se moverá proporcionalmente (*ibid*). Por lo tanto, se concluye que el banco central es quien determina la tasa de interés.

Otro aspecto clave de este enfoque es que se asume que las reservas prestadas y las reservas no prestadas son sustitutos perfectos a la tasa de interés que imponga el banco central (*ibid*).

En otras palabras, el banco central puede optar por incrementar la cantidad de préstamos otorgados mediante la ventana de descuento (reservas prestadas) o puede realizar operaciones de mercado abierto (reservas no prestadas) con el fin de proveer a los bancos las reservas que necesiten.

De esta manera, el banco central siempre está en la capacidad de suministrar reservas a los bancos, debido a que no tiene ningún impedimento y con esto se asegura que el sistema financiero no se vea afectado, pues, siempre va a disponer de liquidez.

En resumen, de acuerdo con el enfoque de horizontalista, la oferta monetaria responde endógenamente a los cambios en la demanda de préstamos por parte de las empresas. La variable exógena para todo el proceso de creación de dinero es el precio del crédito, que es, a través de la intermediación de bancos, bajo el control del banco central (Fontana, 2003).

En este enfoque existe una proporcionalidad entre préstamos y reservas, es decir, un aumento en la demanda de préstamos se verá acompañado por un aumento de reservas, debido a que en esta visión se considera que los préstamos

que se realizan en la ventana de descuento y las operaciones de mercado abierto sustitutos perfectos y la oferta de dinero es infinitamente elástica (Pollin, 1991).

Los horizontalistas han desafiado a los teóricos de la política monetaria dominante al defender la naturaleza crediticia del dinero y el papel de los préstamos bancarios para satisfacer las necesidades de comercio de las empresas (Fontana, 2003).

2.3.5. EL ENFOQUE ESTRUCTURALISTA

Los estructuralistas concuerdan con los horizontalistas en dos aspectos, primero en el rechazo hacia la visión tradicional del proceso del dinero y el segundo es que también aceptan que la oferta monetaria se ve influenciada por la demanda de préstamos de las empresas para poder financiar sus inversiones (Fontana, 2003).

No obstante, los estructuralistas argumentan que los horizontalistas han ignorado las implicaciones que tiene la preferencia por la liquidez en el análisis de la distribución del crédito y principalmente, en la provisión de reservas por parte del banco central (*ibid*). Lo anterior en última instancia ocasiona que la pendiente de la curva de oferta de dinero sea positiva.

Dinero endógeno y la preferencia por liquidez

La preferencia por liquidez modifica la estructura de los activos y pasivos de los hogares, las empresas, los bancos y el banco central. A continuación se explicará cómo influye esta preferencia en cada uno de los agentes descritos anteriormente.

Los hogares afectan la oferta de dinero a través de cambios en el tamaño de sus carteras: cuando la preferencia de liquidez disminuye, los hogares están más dispuestos a cambiar efectivo y depósitos corrientes por activos a corto y largo plazo (Fontana, 2003).

En este caso, el comportamiento de los hogares influye directamente en el proceso de concesión de crédito, pues, estos proporcionan mayor cantidad de reservas a los bancos para poder financiar los nuevos préstamos y esto a su vez incrementa la cantidad de dinero existente en la economía mediante el multiplicador bancario.

Cuando la preferencia de liquidez es baja, las empresas están más dispuestas a cambiar activos líquidos por activos menos líquidos. Además, las empresas también están más dispuestas a incurrir en préstamos comerciales para financiar la producción de nuevos bienes y servicios (*ibid*).

Alternativamente, cuando aumenta la preferencia de liquidez, independientemente de la política de préstamos de los bancos, las empresas adoptan un comportamiento de préstamo más conservador y optan por mantener activos más líquidos (*ibid*).

Por lo tanto, cuando la preferencia por liquidez es baja, las empresas solicitan nuevos créditos, lo cual genera que se incremente oferta monetaria, de nuevo mediante el multiplicador bancario.

Cuando los bancos tienen una preferencia por liquidez alta, debido, por ejemplo, a perspectivas económicas negativas, los bancos están menos dispuestos a satisfacer la demanda de crédito de empresas y hogares, prefiriendo optar por la compra bonos. En este caso, los bancos actúan como intermediarios financieros en lugar de prestamistas (*ibid*).

Alternativamente, cuando la preferencia de liquidez es baja, los bancos están más dispuestos a aumentar su actividad crediticia.

Los estructuralistas también sostienen que los bancos distinguen a los prestatarios por categorías de riesgo, en este caso, los bancos tendrán un grado de mayor preferencia de liquidez para los prestatarios más riesgos y un bajo grado de preferencia por liquidez para los prestatarios menos riesgos, es decir, los deudores solventes (*ibid*).

Por último, la teoría de la preferencia por la liquidez se extiende al comportamiento del banco central. La explicación es que el banco central no es pasivo frente a la demanda de reservas, sino que toma sus decisiones de préstamo de acuerdo a su preferencia por liquidez (Dow y Rodríguez Fuentes, 1998 en Fontana, 2003).

Por ejemplo, puede ser que debido a cambios en las variables macroeconómicas, tales como el nivel general de los precios o el tipo de cambio,

(Palley, 1991, Niggle, 1991, en Fontana, 2003), la preferencia de liquidez del banco central aumente. En este caso, el banco central está menos dispuesto a suministrar reservas a los bancos, lo que llevaría a que el banco central suba la tasa de interés para la concesión de estos préstamos y por tanto, la curva de oferta de dinero tiene una pendiente positiva.

En última instancia, la preferencia por liquidez que tenga el banco central justifica el hecho de que la curva de oferta de dinero tenga pendiente positiva como afirman los estructuralistas, pues, cuando esta preferencia es alta, la tasa de interés a la que el banco central provee de reservas a los bancos aumenta.

Además de ésta explicación, los estructuralistas sostienen que la tasa de interés va a ir aumentando debido a que las fuentes de financiamiento que tiene un banco van a tener un costo mayor en cada lapso de tiempo. Esto lo explica Palley (2015) de la siguiente manera:

Los bancos tienen tres fuentes de financiamiento, los préstamos de la ventana de descuento, los préstamos que se hacen entre bancos o mercado de fondos federales y los recursos que captan del público no bancario. La idea principal es que el costo marginal de cada una de estas fuentes está aumentando (Palley, 2015).

Ahora, si se considera un aumento en la demanda de préstamos los bancos están incentivados para buscar más fondos que respalden los nuevos préstamos, pues, van a tener mayores ingresos por estas operaciones de crédito.

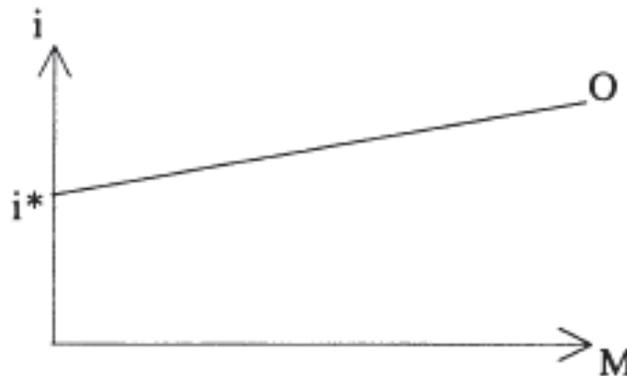
Para los estructuralistas, la suposición crítica es que los costos marginales para cada fuente de fondos están aumentando. Por lo tanto, para préstamos de ventana de descuento los bancos pagan la tasa de descuento y un costo de ceño que es una función positiva del nivel de las reservas prestadas (Palley, 2015).

En el mercado de fondos federales, el aumento en la demanda de préstamos eleva la tasa de los fondos, debido a que los bancos van a preferir tener mayor liquidez que cubran los nuevos créditos. Mientras que el público no bancario para mantener pasivos bancarios adicionales y tal vez cambiar la composición de sus tenencias a favor de aquellos con menores requisitos de reservas exige tasas de interés más altas (*ibid*).

Las implicaciones son que el sistema bancario debe pagar en última instancia más para obtener fondos adicionales, y esto hace que la oferta de dinero tenga pendiente positiva (*ibid*).

Entonces, cuanto mayor sea el monto de crédito otorgado, debido a una expansión en la demanda de préstamos, los bancos necesitan conseguir mayor cantidad de fondos que respalden estas operaciones. Esto conduce, en particular, a tasas de interés más altas, porque como se señaló anteriormente, los costos de obtener más fondos se van incrementando, por lo tanto, la curva representativa de la función de oferta monetaria ya no es estrictamente horizontal, sino es una curva ascendente (Piégay, 1999).

Ilustración No. 3 Oferta monetaria (Estructuralistas)



Fuente: Fontana, (2003)

Los estructuralistas no solo cuestionan la idea de los horizontalistas de que la curva de la oferta monetaria es horizontal con una tasa de interés fija, la cual es determinada por el banco central, también refutan la idea de que el banco central tiene una completa disposición a proveer de reservas al sistema financiero, debido a que presenta varias restricciones.

Los estructuralistas creen que los esfuerzos de los bancos centrales para restringir el crecimiento de las reservas no prestadas impondrán restricciones significativas a las reservas totales disponibles para el sistema financiero (Pollin, 1991).

Los estructuralistas, en otras palabras, no aceptan la opinión de que el préstamo de la ventana de descuento es un sustituto de las operaciones de

mercado abierto, por tanto, rechazan la idea de que las reservas prestadas y las reservas no prestadas son sustitutos perfectos (*ibid*).

Pollin (1991) propone un ejemplo para explicar mejor lo anterior. Él dice que si bien el banco central puede reconocer los peligros de contraer la cantidad de reservas que se suministra a los bancos, pues, se puede poner en riesgo el sistema financiero, también se puede creer que los peligros inflacionarios asociados con la facilidad monetaria son igualmente, si no más, problemáticos.

Similarmente, el banco central debe preocuparse de que un crecimiento demasiado rápido de las reservas no prestadas pueda ejercer presión a la baja sobre el valor del tipo de cambio de la moneda nacional (*ibid*).

Puede ocurrir que el banco central pueda calcular erróneamente la demanda de crédito y las consiguientes necesidades de reserva dentro de un período de corto plazo y, por lo tanto, adoptar una posición de mercado abierto excesivamente restrictiva a través de información imperfecta (*ibid*).

Por tales razones, en resumen, los estructuralistas sostienen que existe cierto grado de restricción de mercado abierto y que tal restricción actúa como una limitación significativa en la cantidad de reservas suministradas por el banco central (*ibid*).

Suponiendo todas estas restricciones, los estructuralistas argumentan que la gestión del pasivo, por parte de los bancos, puede conducir a la obtención de las reservas que necesiten los bancos.

Lavoie (2000) señala que “la gestión de pasivos se refiere a la capacidad de los bancos para aumentar su actividad crediticia mediante la obtención de fondos que aparecen en el lado del pasivo de su balance, sin verse obligados a vender parte de sus activos negociables”.

Otra forma de describir la gestión del pasivo es como un medio para obtener fondos que no vengan de las cuentas de depósito a la vista, debido a que tienen requisitos de reservas relativamente altas, sino más bien obtener fondos de otros tipos de instrumentos, como certificados de depósito, préstamos mercado de fondos federales, eurodólares e instrumentos similares, pues, en este tipo de

instrumentos el requerimiento de reservas asociado a su responsabilidad es menor que el de los depósitos a la vista, cayendo en algunos casos a cero (Pollin, 1991).

Por lo tanto, el objetivo de la gestión del pasivo que se persigue es que los bancos posean pasivos que necesiten una menor cantidad de reservas y de ésta manera los bancos podrán disponer de mayores reservas que financien mayores créditos a las empresas. Esto puede suceder, como señalan Earley y Evans, "incluso mientras el Banco Central controla implacable y exitosamente el nivel absoluto de reservas" (1982, pág. 55 en Pollin, 1991).

CAPÍTULO 3

DOLARIZACIÓN ECUATORIANA: UN CASO PARTICULAR DEL DINERO ENDÓGENO

3.1. DETERMINANTES DE LA OFERTA DE DINERO EN LA ECONOMÍA ECUATORIANA CON DOLARIZACIÓN OFICIAL

Paul Davidson (2002) en referencia al caso ecuatoriano, menciona que, bajo dolarización, el bienestar de la economía depende casi en su totalidad de la capacidad del país para obtener divisas adicionales. En este sentido, el mismo autor señala tres de las principales fuentes por medio de las cuales el Ecuador puede aumentar sus tenencias de moneda dura.

Como primer punto, Davidson (2002) expone la importancia de los saldos en Balanza comercial, es decir, establece la relevancia de que el Ecuador exporte más de lo que importa, en términos de valor en un monto que exceda el actual costo del servicio de la deuda anual sobre la deuda externa.

En segundo lugar, una economía dolarizada debe restaurar la confianza en los inversionistas y acreedores extranjeros, con la finalidad de que nuevos préstamos adicionales y una importante suma de inversión extranjera directa, fortalezca el sistema y pueda representar una fuente de crecientes divisas para el país y, por supuesto, un mecanismo importante en el control de la liquidez (*ibid*).

En tercera instancia, hay que recordar que en los años de crisis, el país permitió el funcionamiento de las *off-shore* en los bancos. Por ende, una posible repatriación de los fondos de fugas de capital que salieron a *ultramar* (paraísos fiscales), podría ser una buena opción para el incremento de las divisas (*ibid*).

A partir del año 2000, desde el momento en que el Ecuador adoptó el nuevo sistema de dolarización oficial, el Banco Central del Ecuador pierde la capacidad de emisión orgánica de dinero. La política monetaria que dirigía el banco central, deja de ser la comúnmente conocida, donde el stock de dinero es controlado principalmente por la creación primaria de dinero.

En consecuencia, el curso de la política monetaria cambia, esencialmente en el sentido de que el diseño de las políticas únicamente está dirigido a conservar

la estabilidad económica conseguida en los primeros años de la aplicación del nuevo sistema.

En este punto, el Banco Central del Ecuador, en su papel como máxima autoridad competente en la política monetaria, cambió varios de sus ejes de trabajo en el nuevo esquema monetario, determinándose como objetivo principal: “*velar por la estabilidad de la moneda*”; y como sus funciones: “*establecer, controlar y aplicar las políticas monetaria, financiera, crediticia y cambiaria del Estado*” (BCE, s/f).

En concordancia con lo expuesto, el Banco Central del Ecuador realiza una revisión continua a nivel macroeconómico de la liquidez de la economía, con el fin de precautelar y resguardar de cualquier contrariedad que pueda afectar la misma y, consecuentemente, el nivel de empleo y el bienestar de la sociedad (BCE, 2001).

Para ello, realiza permanentemente un análisis del movimiento que tiene el país con el resto del mundo, es decir, de los registros en Balanza de Pagos. De acuerdo a los nuevos lineamientos y objetivos del Banco Central ecuatoriano, la actividad con el sector externo es de suma importancia en la determinación y fortalecimiento del actual sistema monetario.

En este sentido, las actividades sintetizadas en la Balanza de Pagos, en el contexto de una economía dolarizada, se convierte en la generadora del circulante para el desenvolvimiento de la actividad productiva, en otras palabras, el saldo de la Balanza de Pagos se ha de convertir, en gran parte, en el determinante de las variaciones de los flujos de liquidez (*ibid*).

Del mismo modo, la Constitución de la República del Ecuador (2008) establece que entre los objetivos del Banco Central está mantener la estabilidad de precios y los equilibrios monetarios en la Balanza de Pagos.

Adicionalmente, el Código Orgánico Monetario y Financiero (2016), que establece las funciones de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, en el inciso 11 literal f, instituye que se debe “*precautelar la sostenibilidad de la Balanza de Pagos, la planificación económica para el Buen Vivir y la defensa de la industria naciente*”.

De acuerdo a lo señalado, es claro que, gran parte del diseño de las políticas económicas en el Ecuador, están dirigidas a la protección y fortalecimiento del comercio exterior del país, con la finalidad de proteger los saldos registrados en la Balanza de Pagos. Esto como medidas para precautelar el correcto funcionamiento del sistema monetario de dolarización.

Al respecto, Alberto Acosta (2005) señala que en dolarización, un aumento o contracción en la oferta monetaria va a depender, en su mayoría, de los resultados que el Ecuador obtenga a través de los flujos económicos (sean reales o monetarios) con el resto del mundo.

Aparentemente, el ingreso de divisas provenientes del exterior, tiene vital importancia en dolarización, pero, esto se puede explicar con mayor relevancia de acuerdo a lo señalado por Andrés Solimano (2003, pág. 25), quién dice existir un llamado mecanismo de flujo precio – especie de David Hume⁵, el cual se describe como un sistema donde un desequilibrio en la Balanza de Pagos va a repercutir directamente en temas monetarios, es decir, la oferta monetaria se va a expandir de existir un superávit de Balanza y se va a contraer cuando hay un déficit.

3.1.1. LA CANTIDAD DE DINERO Y SU RELACIÓN ASIMÉTRICA CON LA BALANZA DE PAGOS

La Balanza de Pagos es un registro contable que resume constantemente todas las transacciones económicas que tiene un país con el resto del mundo (BCE, 2011). Por ello, se puede evidenciar que el saldo de la Balanza de Pagos es considerado como el principal determinante de la liquidez en el Ecuador.

Las actividades de comercio con el resto del mundo, la inversión extranjera, las remesas de los familiares y todo tipo de divisas que ingresen al país, tienen vital importancia en el nivel del medio circulante del país. Estas y otras cuentas, se pueden ver resumidas en los dos grandes componentes de la Balanza de Pagos: la Cuenta Corriente⁶ y la Cuenta de Capital y Financiera⁷.

⁵ Véase con mayor claridad en Beckerman y Solimano (2003): Crisis y Dolarización, pág. 25-26.

⁶ La Cuenta Corriente registra todas las operaciones de comercio exterior (bienes y servicios), de renta y de transferencias corrientes (BCE, 2011).

⁷ La Cuenta de Capital y Financiera presenta el cambio de prosperidad de los activos y pasivos externos (BCE, 2011).

Si la Balanza de Pagos ha sido el principal determinante de la liquidez en la economía ecuatoriana después de dolarización, resulta pertinente analizar cómo ha sido su comportamiento después del cambio de régimen monetario.

De forma general, el cuadro No. 2 resume la evolución de la Balanza de Pagos, su variación porcentual y sus principales componentes en el periodo 2000 – 2015, donde claramente se aprecia constantes variaciones en cuanto a los saldos de la Balanza.

Cuadro No. 2 Evolución de la Balanza de Pagos y sus principales cuentas
(Millones de dólares)

Año	Cuenta Corriente	Cuenta de Capital	Cuenta Financiera	Saldo Balanza de Pagos	Variación Porcentual
2000	1.107,51	-1,39	-6.314,06	-5.707,28	-
2001	-521,78	14,90	792,14	-230,14	95,97%
2002	-1.218,26	15,57	1.296,15	-127,48	44,61%
2003	-386,87	7,51	368,81	135,75	206,49%
2004	-479,18	8,14	177,24	281,03	107,02%
2005	474,49	15,91	-151,76	666,13	137,03%
2006	1.739,07	18,57	-2.172,80	-130,61	-119,61%
2007	1.886,54	52,70	-613,61	1.386,64	1161,66%
2008	1.767,02	80,25	-733,52	933,95	-32,65%
2009	309,56	73,65	-2.786,15	-2.647,17	-383,44%
2010	-1.585,94	85,90	392,99	-1.212,26	54,21%
2011	-401,89	82,35	370,39	272,00	122,44%
2012	-165,33	121,46	-635,48	-581,93	-313,94%
2013	-930,51	66,12	2.855,60	1.845,94	417,21%
2014	-526,71	66,76	260,08	-424,47	-122,99%
2015	-2.092,06	-69,12	637,52	-1.488,44	-250,66%

Fuente: Banco Central del Ecuador

En general, el saldo de la Balanza de Pagos ha sido negativo en la mayoría de los años en el periodo 2000 – 2015. A pesar de que su variación porcentual ha presentado mejoría en gran parte de los mismos, es claro que estos esfuerzos no han logrado cumplir un objetivo superavitario.

De la misma forma, notamos que en los años donde la Cuenta Corriente ha presentado saldos netamente positivos, ocurre lo contrario en la Cuenta Financiera, esto se debe a que las transacciones internacionales tienen un registro de partida doble, cada operación, sea de Cuenta Corriente o de Capital y Financiera tienen su

contraparte por un monto equivalente que se registra en la Cuenta Financiera. Por ello, se dice que en teoría, la Balanza de Pagos debería ser nula.

Para el año 2000, el Ecuador aún presentaba estragos de la mayor crisis financiera que hasta ahora ha sufrido, por lo que a inicios del periodo de dolarización, el país canceló varias obligaciones con el exterior a un monto que ascendió a los USD -5.582,6 millones⁸.

Cuadro No. 3 Cuentas de la Balanza de Pagos, 2000 – 2001
(Millones de dólares)

Transacción / Periodo	2000	2001
CUENTA CORRIENTE	920,5	-549,8
BIENES	1.399,3	-397,2
Exportaciones	5.056,7	4.781,5
Importaciones	-3.657,4	-5.178,7
SERVICIOS	-420,0	-522,7
Servicios prestados	849,3	911,4
Servicios recibidos	-1.269,3	-1.434,1
RENTA	-1.410,6	-1.268,8
Renta recibida	70,5	47,5
Renta pagada	-1.481,0	-1.316,3
TRANSFERENCIAS CORRIENTES	1.351,8	1.638,8
CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	-6.608,6	918,4
CUENTA DE CAPITAL	-1,4	-62,6
CUENTA FINANCIERA	-6.607,2	981,1
Inversión directa	720,0	1.329,8
Inversión de cartera	-5.582,6	117,1
Activos	-	-
Pasivos	-5.582,6	117,1
Otra inversión	-1.744,5	-465,8
Activos	-1.275,6	-1.332,9
Pasivos	-468,9	867,0

Fuente: Banco Central del Ecuador. Boletín Trimestral de la Balanza de Pagos No. 1

El cuadro No. 3 muestra que el saldo de la Cuenta Corriente para el año en mención resulta ser positivo en USD 920,5 sin embargo, como se mencionó anteriormente, el pago de las obligaciones, principalmente en títulos de deuda contribuyeron a que el saldo de la Balanza de Pagos sea deficitario (cuadro No. 2).

Adicionalmente, para el 2009, el Ecuador tuvo que afrontar obligaciones que arrastraba desde aquellos años cuando la economía estaba devastada. En este punto, el país renegoció la compra de los Bonos Global 2012 y 2030, mismos que significaron un alivio en la deuda externa ecuatoriana pero representaron una

⁸ Boletín Trimestral de la Balanza de Pagos No. 1.

importante salida de divisas hacia el exterior que desembocaron en un saldo estrictamente negativo, como se puede apreciar en el cuadro No. 2.

En el cuadro No. 4 se puede contemplar como los pasivos de la Inversión de Cartera ascienden a los USD -2.989,4 esencialmente correspondientes a la compra de dichos títulos de deuda.

Cuadro No. 4 Cuenta Financiera de la Balanza de Pagos, 2008-2010
(Millones de dólares)

Transacción / Período	2008	2009	2010
CUENTA FINANCIERA	-752,7	-2.894,9	215,6
Inversión directa	1.057,6	307,7	165,2
En el extranjero	-	-	-
En el país	1.057,6	307,7	165,2
Inversión de cartera	213,1	-3.141,5	-731,1
Activos	216,9	-152,1	-720,9
Pasivos	-3,7	-2.989,4	-10,2
Títulos de participación en capit	1,4	2,4	0,4
Títulos de deuda	-5,1	-2.991,9	-10,6
Otra inversión	-2.023,4	-61,1	781,5
Activos	-1.799,4	-1.562,2	75,0
Créditos comerciales	-537,2	-552,5	-618,3
Préstamos	-	-	-
Moneda y depósitos	-206,9	-485,2	602,2
Otros activos	-1.055,3	-524,5	91,1
Pasivos	-224,1	1.501,1	706,5
Créditos comerciales	782,4	1.311,0	0,4
Autoridades monetarias	-	-	-
Gobierno general	-3,3	799,3	-499,3
Bancos	-	-	-
Otros sectores	785,7	511,7	499,7
Préstamos	-1.072,0	257,0	729,7
Autoridades monetarias	-0,6	-0,6	-0,6
Gobierno general	-588,1	683,1	1.175,3
Bancos	-2,3	-2,0	87,6
Otros sectores	-480,9	-423,5	-532,6
Moneda y depósitos	65,5	-66,9	-23,6
Autoridades monetarias	17,3	21,7	-17,7
Gobierno general	-	-	-
Bancos	48,2	-88,6	-6,0
Otros sectores	-	-	-

Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín Trimestral de la Balanza de Pagos No. 48

A pesar de que los saldos de la Balanza de Pagos presenten, en su mayoría, cifras negativas, existen años donde ésta ha logrado alcanzar el objetivo de ser superavitario.

En este sentido, se puede apreciar que en el 2007 existe un superávit de aproximadamente USD 1.387 millones (cuadro No. 2), llegando a ser uno de los

años más prósperos. Esto se debe principalmente al incremento que experimento el sector externo debido a las exportaciones, mismas que ascendieron a USD 14.870,2 millones. De la misma manera, las Transferencias Corrientes recibidas representaron un rubro muy importante en ese año, llegando al valor de USD 3.552,4 millones.

Cuadro No. 5 Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, 2007-2013
(Millones de dólares)

Transacción / Período	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
CUENTA CORRIENTE	1.886,5	1.766,1	303,6	-1.583,7	-220,6	-163,4	-1.192,2
BIENES	1.823,0	1.548,7	143,6	-1.504,0	-160,3	49,9	-645,3
Exportaciones	14.870,2	19.460,8	14.412,0	18.137,1	23.082,3	24.568,9	25.685,7
Importaciones	-13.047,1	-17.912,1	-14.268,4	-19.641,1	-23.242,6	-24.518,9	-26.331,0
SERVICIOS	-1.371,5	-1.571,4	-1.281,8	-1.522,4	-1.562,7	-1.391,1	-1.501,1
Servicios prestados	1.200,1	1.441,6	1.336,5	1.472,2	1.587,5	1.807,2	2.029,2
Servicios recibidos	-2.571,6	-3.013,0	-2.618,3	-2.994,7	-3.150,2	-3.198,4	-3.530,3
RENTA	-1.968,1	-1.432,2	-1.279,8	-1.038,3	-1.220,0	-1.302,4	-1.444,6
Renta recibida	337,4	333,5	199,1	77,7	84,5	105,3	112,6
Renta pagada	-2.305,5	-1.765,7	-1.478,9	-1.116,0	-1.304,4	-1.407,7	-1.557,2
TRANSFERENCIAS CORRIENTES	3.403,1	3.221,0	2.721,6	2.481,0	2.722,4	2.480,2	2.398,8
Transferencias corrientes recibidas	3.552,4	3.382,7	3.033,1	2.927,7	2.984,8	2.756,6	2.702,5
Transferencias corrientes enviadas	-149,3	-161,8	-311,5	-446,7	-262,3	-276,4	-303,7

Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín Trimestral de la Balanza de Pagos No. 48

Por su parte, en el 2013 la Balanza de Pagos arrojó un superávit de USD 1.845,9. Para este año, si bien el barril del petróleo alcanzaba precios históricos (USD 106,5 precio del crudo referencial WTI⁹), no fue precisamente el saldo de Cuenta Corriente (debido a las exportaciones) lo que aportó significativamente al ascenso superavitario de la Balanza de Pagos.

De acuerdo al cuadro No. 5, la Cuenta Corriente presenta un saldo negativo de USD -1.192,2 millones para el 2013, a excepción de las Transferencias Corrientes; la Balanza de Bienes, Servicios y de Renta, muestran saldos deficitarios. Es decir, a pesar de los altos precios del barril de petróleo (principal producto de exportación del Ecuador), la Balanza de Bienes del Ecuador para el año en mención resultó ser negativa en USD -645,3 millones.

De este modo, se tiene que el superávit de la Balanza no fue producto de un incremento en las exportaciones ecuatorianas, como fue el caso del 2007.

Para el 2013, el Ecuador había firmado un acuerdo de preventa de crudo por aproximadamente USD 2.000 millones entre el Ministerio de Finanzas, EP

⁹ Ministerio Coordinador de Política Económica. Indicadores Macroeconómicos, Septiembre 2013.

Petroecuador, el Banco de Desarrollo de China (CDB), Petrochina y Sinopec-Unipec. Como resultado de este acuerdo, en aquel año el Ecuador recibió varios pagos como parte de la venta anticipada del petróleo ecuatoriano.

Cuadro No. 6 Cuenta Financiera de la Balanza de Pagos, 2009-2013
(Millones de dólares)

Transacción / Periodo	2009	2010	2011	2012	2013
CUENTA FINANCIERA	-2.894,9	215,6	340,3	-906,2	3.105,4
Inversión directa	307,7	165,2	643,6	584,6	727,9
En el extranjero	-	-	-	-	-
En el país	307,7	165,2	643,6	584,6	727,9
Inversión de cartera	-3.141,5	-731,1	41,0	66,7	-909,8
Activos	-152,1	-720,9	47,6	138,7	-903,5
Pasivos	-2.989,4	-10,2	-6,6	-72,0	-6,4
Títulos de participación en capital	2,4	0,4	2,0	4,6	2,2
Títulos de deuda	-2.991,9	-10,6	-8,6	-76,6	-8,6
Otra inversión	-61,1	781,5	-344,3	-1.557,5	3.287,4
Activos	-1.562,2	75,0	-2.517,8	-1.877,0	-868,3
Créditos comerciales	-552,5	-618,3	-711,4	-778,7	-1.485,9
Préstamos	-	-	-	-	-
Moneda y depósitos	-485,2	602,2	-1.124,9	-703,1	-1.647,5
Otros activos	-524,5	91,1	-681,5	-395,2	2.265,1
Pasivos	1.501,1	706,5	2.173,6	319,5	4.155,7
Créditos comerciales	1.311,0	0,4	583,1	-428,0	1.412,4
Autoridades monetarias	-	-	-	-	-
Gobierno general	799,3	-499,3	532,4	-495,1	1.362,7
Bancos	-	-	-	-	-
Otros sectores	511,7	499,7	50,7	67,1	49,7
Préstamos	257,0	729,7	1.591,2	674,3	2.766,8
Autoridades monetarias	-0,6	-0,6	-0,3	-0,3	-0,3
Gobierno general	683,1	1.175,3	1.405,4	794,3	2.129,3
Bancos	-2,0	87,6	-65,4	29,7	-75,2
Otros sectores	-423,5	-532,6	251,5	-149,5	713,0
Moneda y depósitos	-66,9	-23,6	-0,7	73,2	-23,5
Autoridades monetarias	21,7	-17,7	18,3	65,6	-67,0
Gobierno general	-	-	-	-	-
Bancos	-88,6	-6,0	-19,1	7,6	43,5
Otros sectores	-	-	-	-	-

Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín Trimestral de la Balanza de Pagos No. 48

En el cuadro No. 6 se evidencia como la contratación de nuevas obligaciones hace que se incrementen los pasivos en “Otra Inversión”, ya que esta cuenta registra el aumento de nuevas obligaciones, principalmente en créditos por parte del Gobierno General (USD 1.362,7) así como los préstamos que el mismo Gobierno adquiere (USD 2.129,3) y los del sector privado (USD 713,0).

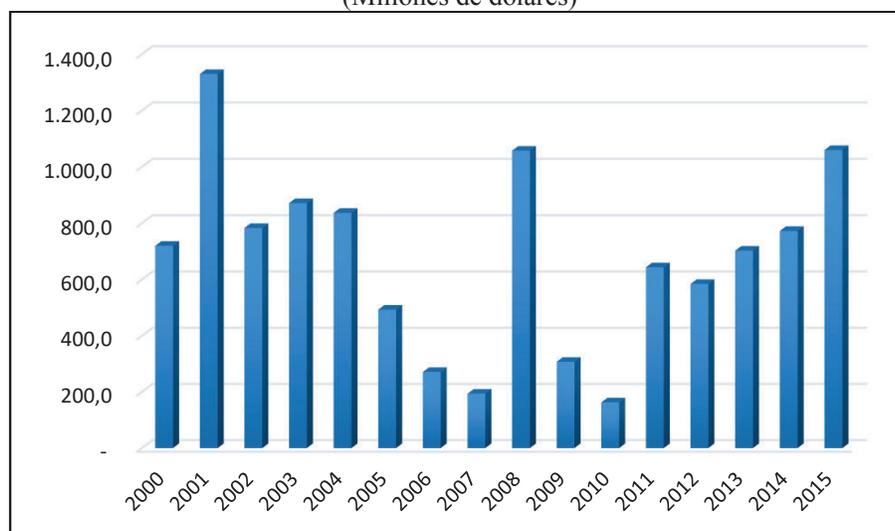
De esta forma, el panorama de superávit en los dos años más favorables para el sector externo ecuatoriano son totalmente distintos, mientras que para el 2007 el superávit responde a un fuerte incremento de la actividad comercial por

exportaciones; para el 2013, el aumento de obligaciones contraídas por el Estado y el sector privado responden al creciente saldo positivo de la Balanza.

En contraste a los principales años superavitarios y deficitarios que ha tenido el Ecuador en el periodo 2000 – 2015¹⁰, se puede evidenciar que no solo la Balanza Comercial es la más relevante en el sector externo. Las obligaciones con el exterior llegan a representar uno de los rubros más importantes al momento de contabilizar el saldo de la Balanza de Pagos.

A pesar de la importancia que tiene la Balanza comercial y las obligaciones con el exterior, la Inversión Extranjera que ingresa al país tiene renombre en el sector externo ecuatoriano. En este sentido, el gráfico No. 1 presenta la evolución de la Inversión Extranjera Directa que ha tenido el Ecuador en el periodo de análisis.

Gráfico No. 1 Evolución de la Inversión Extranjera Directa (IED)
(Millones de dólares)



Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaborador por: Autores

En el gráfico No. 1 se puede evidenciar claramente que con la aplicación del nuevo sistema monetario la IED se incrementó, llegando a su pico más alto en el año 2001 con un valor que ascendía a los USD 1.329,8 millones monto que fue de gran contribución para la recuperación de la economía en los primeros años del nuevo siglo.

¹⁰ Uno de los años de mayor énfasis en este periodo podría ser el 2015, pero no se realiza un análisis profundo debido a que los datos con los que se cuenta, (presentados por el Banco Central) aún son provisionales.

Sin embargo, para los años 2006 y 2007 existe una caída sustancial en la IED, llegando a ser de USD 271,4 millones y USD 193,9 millones, respectivamente. Esta caída se caracterizó, en parte por la declaración de caducidad del contrato con la compañía petrolera Occidental, además de que se perdió una importante capitalización proveniente de México para el sector de servicios a empresas.

Para el 2007, el endeudamiento neto de las empresas de IED con sus empresas relacionadas del exterior fue negativo¹¹.

Por el contrario, para el 2008, las mismas empresas revierten la situación reinvertiendo las utilidades, además destinan USD 446,3 millones a desembolsos de Capital netos de empresas relacionadas a sus afiliadas, por cuanto el monto de IED para el 2008 ascendió a la cuantía de USD 1.057,6 millones. Este monto fue principalmente destinado a actividades como explotación de minas y canteras, transporte y almacenamiento, industria manufacturera, servicios prestados a las empresas y al comercio, generando mayor producción interna¹².

Al momento, se puede evidenciar que la actividad económica externa del Ecuador (así como la del resto de países) es bastante extensa, por lo que existen varios factores¹³ que pueden influir en un superávit o déficit de sus saldos. De esta forma, la Balanza de Pagos resulta ser un sector relativamente inestable en la economía ecuatoriana.

Por ello, las autoridades gubernamentales y varios analistas económicos han demostrado notable preocupación en cuanto al déficit comercial y de Balanza de Pagos como una amenaza al actual régimen monetario.

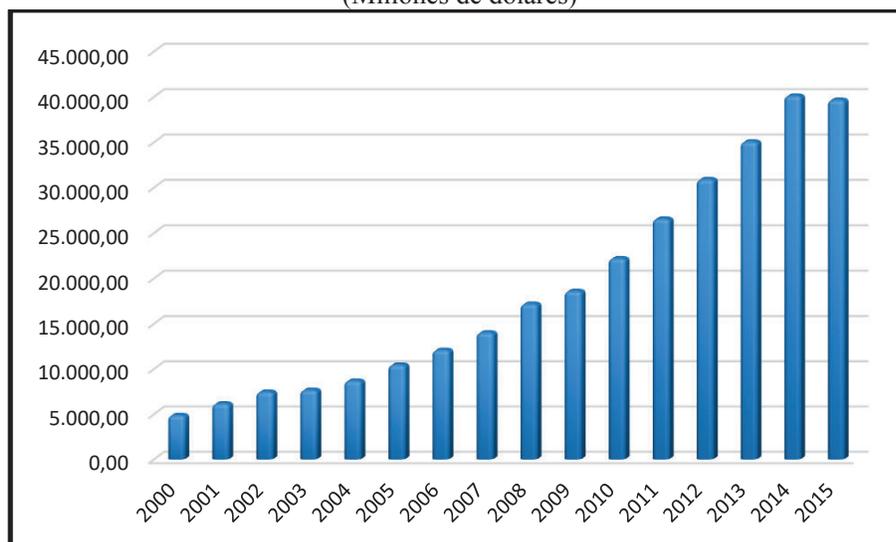
En la sección anterior se pudo observar como el saldo de Balanza de Pagos es considerado el principal determinante de la Liquidez en la economía bajo un régimen monetario de dolarización. Si observamos el gráfico No. 2, podemos apreciar cómo ha evolucionado la Liquidez de la economía ecuatoriana a partir de la adopción del dólar como moneda oficial.

¹¹ Análisis Trimestral de la Balanza de Pagos. Resumen anual 2006, 2007

¹² Análisis Trimestral de la Balanza de Pagos. Resumen anual 2008

¹³ Los factores que se han analizado en este estudio son considerados los más influyentes en una economía dolarizada.

Gráfico No. 2 Evolución de la Liquidez Total (M2¹⁴), periodo 2000 – 2015
(Millones de dólares)



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaborador por: Autores

En el Gráfico No. 2 se puede observar que la cantidad de dinero total disponible en la economía ecuatoriana ha experimentado una clara tendencia al alza. Esto se puede ver expresado en la evolución de la Liquidez Total (M2¹⁵), pasando de USD 4.870,4 millones en el 2000 a USD 39.650,60 millones en el 2015, es decir, se ha multiplicado por 10. Siendo su pico más alto en el año 2014 con un monto de USD 40.104,37 y el más bajo, precisamente en el 2000 con un valor de USD 4.874,70 millones.

A pesar de que en el año 2015, la Liquidez Total en el Ecuador presenta una ligera disminución (-1,13%), esto se debe a las dificultades que empezaba a presentar la economía para este año.

Esto daría indicios de que la dolarización en el Ecuador no se ha visto amenazada desde su implementación, ya que, el monto total del circulante en el país ha incrementado constantemente.

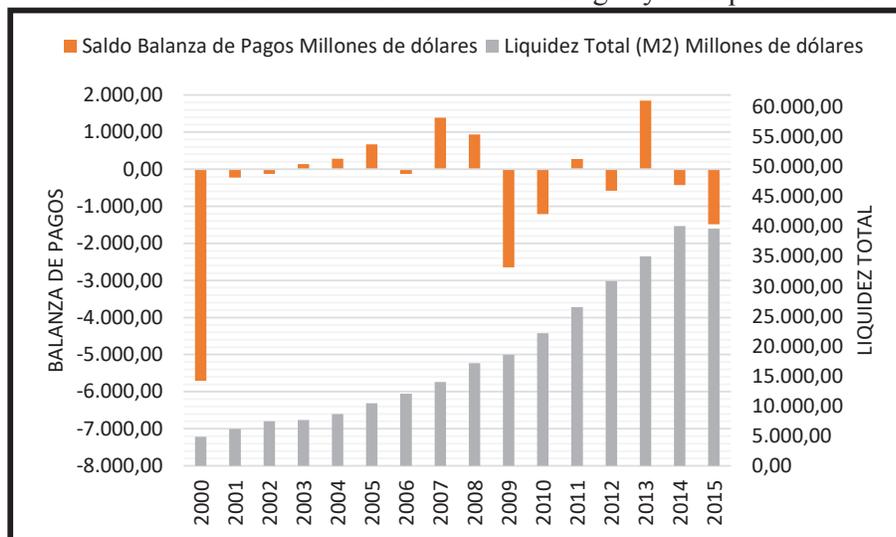
Considerando la preocupación que tienen las autoridades del Gobierno, en cuanto al supuesto de que los flujos netos negativos en Balanza pueden disminuir

¹⁴ Para este estudio, el M2 representa una variable proxy de la Liquidez Total en el Ecuador.

¹⁵ El M2 se define como la suma de la oferta monetaria M1 y el cuasidinero, es decir, todos los depósitos y captaciones, que los sectores tenedores de dinero mantienen en el sistema financiero nacional. También se le conoce como dinero en sentido amplio (BCE, 2011).

la cantidad de dólares en la economía, se puede comparar la evolución que ha presentado la Balanza de Pagos y la liquidez a lo largo del periodo de estudio.

Gráfico No. 3 Evolución de la Balanza de Pagos y la Liquidez Total



Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaborador por: Autores

El gráfico No. 3 indica como la tendencia de la Balanza de Pagos muestra un comportamiento sumamente diferente al mercado por la Liquidez Total en el país, por lo que, en oposición a la creencia general de que la dolarización en el Ecuador se sostiene de los resultados de la Balanza de Pagos, existe una aparente independencia entre la oferta de dinero y los flujos netos internacionales de divisas (de la Torre, 2013).

Como parte fundamental de esta aclaración, la evidencia del caso ecuatoriano muestra que a lo largo de 16 años de dolarización, periodo 2000 – 2015, la Balanza de Pagos no ha sido el determinante principal de la liquidez, pues ésta ha registrado un saldo estrictamente negativo de USD - 7.028,00 millones, mientras que la Liquidez Total del país se ha incrementado cerca de 10 veces.

En resumen, el Banco Central del Ecuador no tiene la necesidad de mantener un saldo positivo de Balanza de Pagos, ya que, en teoría, éstas permiten

incrementar el monto de las Reservas Internacionales¹⁶ de una nación, mismas que permiten respaldar la emisión de moneda local (de la Torre, 2013).

Pero, la emisión monetaria no es una posibilidad para el BCE, por lo que tampoco tiene la necesidad de Reservas Internacionales, es más, el BCE no tiene reservas en estricto sentido¹⁷. De esta forma, los agentes privados y públicos no necesitan Reservas Internacionales para sus actividades comerciales con el exterior, de hecho, todo el tiempo cuentan con esas divisas de forma directa (*ibid*).

3.2. LA ACTIVIDAD ECONÓMICA Y LA CANTIDAD DE DINERO

En el contexto de análisis de la presente investigación, el incremento de la masa monetaria total en el Ecuador se podría explicar de acuerdo a las premisas de la teoría postkeynesiana del dinero endógeno, que se revisó en el capítulo anterior.

El sistema monetario de dolarización, adoptado por el Ecuador a inicios del nuevo siglo, podría ser considerado como un caso particular de la teoría postkeynesiana, donde la cantidad total del dinero circulante dependería primordialmente de la actividad económica interna del país.

En este sentido, las empresas son las encargadas de poner en marcha la actividad económica mediante la producción de nuevas mercancías, pero como afirma Fontana [2000, 2003], Lavoie [1996, 2002], Moore [1991], Rochon [2002, 2006], Pollin [1991], la producción inicia exclusivamente cuando las empresas solicitan un crédito a los bancos.

De esta manera, los bancos inyectan la liquidez que las empresas requieren para iniciar con el ciclo de producción y, de acuerdo a los fundamentos del dinero endógeno, este ciclo permite que la masa monetaria total se incremente.

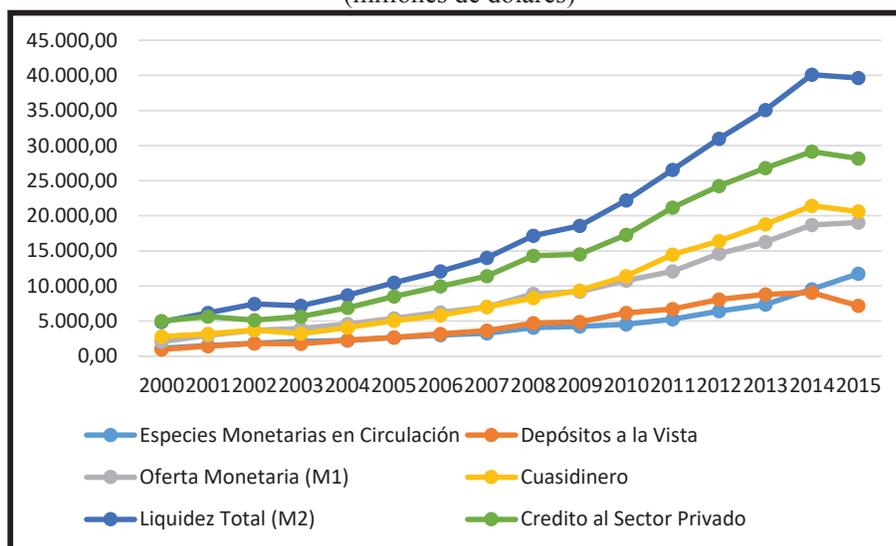
¹⁶ Las reservas internacionales son una cantidad determinada de recursos (generalmente dinero representado en diferentes monedas y oro) que los países poseen y que utilizan, principalmente, para cumplir con compromisos internacionales (amortización de la deuda externa y pago de intereses) y como medios de pago; es decir, como herramientas utilizadas y aceptadas por el mundo en general para realizar intercambios comerciales (Banco de la República, s/f).

¹⁷ Luego de dolarización el BCE desarrolló el concepto de registro estadístico de Reserva Internacional de Libre Disponibilidad, que no tiene coincidencia con el concepto de Reserva Internacional. La RILD es el monto de recursos en moneda extranjera que dispone el BCE de manera inmediata para cumplir con sus obligaciones como agente financiero del Gobierno y banco de bancos.

En la sección anterior se pudo observar que la liquidez en el Ecuador ha tendido al alza a partir de la aplicación del nuevo régimen monetario, asimismo, se evidenció que aquel incremento no correspondía a una relación simétrica o proporcional con la Balanza de Pagos.

Por tanto, podríamos enfocar el crecimiento de la Liquidez Total en el Ecuador analizando desde el punto de vista postkeynesiano, para ello, resulta pertinente ver la evolución de las Especies Monetarias en Circulación, los depósitos a la vista, la oferta monetaria (M1), el Cuasidinero, la Liquidez Total (M2) y los créditos al sector privado.

Gráfico No. 4 Evolución de la EMC, Depósitos a la Vista, M1, Cuasidinero, M2 y Créditos al sector privado (millones de dólares)



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaborado por: Autores

En conformidad con la hipótesis postkeynesiana, en el gráfico No. 4 se puede observar que la evolución de los créditos bancarios a agentes privados es consistente con los depósitos (depósitos a la vista y cuasidinero) y, consecuentemente, presentan la misma relación contextual con los agregados monetarios, especialmente con el M2 (de la Torre, 2013). Es decir, el incremento de los créditos demandados por parte del sector privado, produjo un incremento casi proporcional en la Liquidez Total del Ecuador.

Cuadro No. 7 Evolución de los Créditos al Sector Privado y la Liquidez Total en el Ecuador
(Millones de dólares)

Año	Créditos al sector Privado	Liquidez Total (M2)
2000	4.997,50	4.874,70
2001	5.653,50	6.157,14
2002	5.153,70	7.452,66
2003	5.667,40	7.667,00
2004	6.895,50	8.678,55
2005	8.496,80	10.451,40
2006	9.965,74	12.083,54
2007	11.395,11	14.013,27
2008	14.300,29	17.177,26
2009	14.522,56	18.588,46
2010	17.272,75	22.189,37
2011	21.152,62	26.550,19
2012	24.258,57	30.905,50
2013	26.812,32	35.051,14
2014	29.156,62	40.104,37
2015	28.168,59	39.650,60

Fuente: Banco Central del Ecuador

El incremento de la cantidad total del circulante en la economía ecuatoriana, de acuerdo al cuadro No. 7, corresponde al dinero creado por las instituciones bancarias mediante la continua emisión de préstamos, en otras palabras, bajo dolarización, el Ecuador ha creado dinero a través de la intermediación financiera (creación secundaria de dinero¹⁸).

Esta emisión secundaria de dinero, ha permitido generar un círculo virtuoso de la producción, que se inicia cuando se otorga un crédito (planteamiento postkeynesiano), y posteriormente la producción se encarga de generar consumo y gasto y, por ende, más producción. Este argumento es el planteado por Keynes y es denominado como multiplicador keynesiano¹⁹.

Si bien los bancos son los encargados de inyectar dinero para iniciar el ciclo de producción, esto no significa que el papel de éstos termine cuando inicia el ciclo,

¹⁸ Los bancos tienen la capacidad de poner a recircular el dinero captado a manera de depósitos, a través de los créditos. Estos créditos generan nuevos préstamos y consecuentemente permiten que la masa de dinero inicial se incremente. A esto se conoce como creación secundaria de dinero.

¹⁹ El multiplicador keynesiano hace referencia a que un cambio en la Demanda Agregada (por el cambio de sus componentes) provoca un incremento más que proporcional en la producción.

ya que, como se señaló, la producción generará nueva producción. En este punto, nuevas empresas estarán listas para ingresar al ciclo de producción y los bancos estarán listos para otorgar nuevos créditos, y de esta manera continuar con el ciclo.

Del mismo modo, consistente con la teoría del circuito monetario, la deuda tomada durante el proceso de producción deberá ser reembolsada, por ende, si las empresas desean continuar con un incremento sostenido de ingresos, es necesaria la cooperación del sistema financiero para que éste renueve la deuda y así el gasto pueda continuar (Rochon, 2009).

Sin duda, la intermediación financiera es clave en el ciclo de producción y por ende en el tamaño de la economía. Por ello, la evidencia del Ecuador, muestra una continua tendencia al alza de los créditos otorgados por los bancos y consecuentemente un aumento importante del PIB en el país.

Cuadro No. 8 Evolución del PIB y Gasto de los Hogares en el Ecuador
(Millones de dólares)

Año	PIB Real	Gasto Consumo Final de los Hogares
2000	37.726,41	23.166,54
2001	39.241,36	24.899,40
2002	40.848,99	26.661,34
2003	41.961,26	27.461,59
2004	45.406,71	29.228,97
2005	47.809,32	30.523,14
2006	49.914,62	31.851,53
2007	51.007,78	33.201,28
2008	54.250,41	34.994,86
2009	54.557,73	34.648,40
2010	56.481,06	37.320,64
2011	60.925,06	39.234,63
2012	64.362,43	40.361,88
2013	67.293,23	41.942,28
2014	70.243,05	43.375,76
2015	70.353,85	43.313,21

Fuente: Banco Central del Ecuador

De acuerdo al cuadro No. 8, el Ecuador ha experimentado un importante crecimiento de su economía, pasando de USD 37.726,41 millones en el año 2000, a USD 70.353,85 millones en el 2015. Esto significa que el crecimiento de los

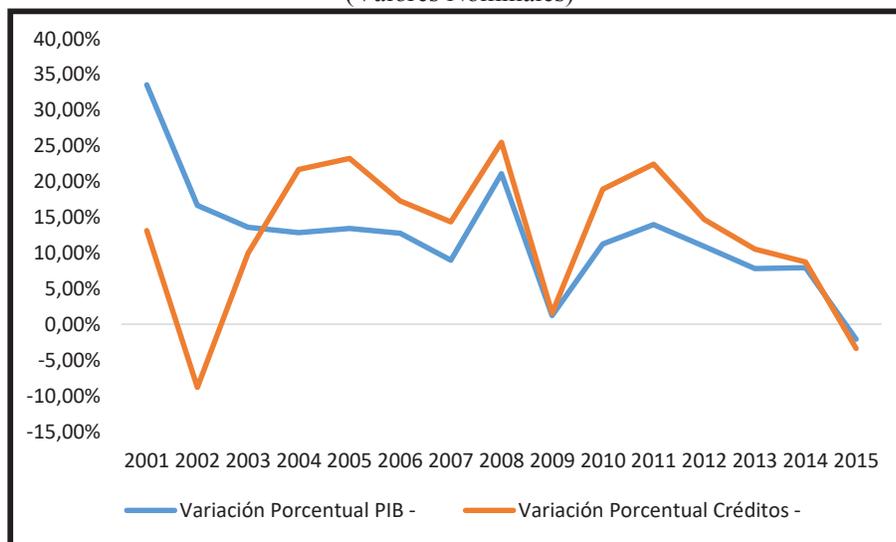
créditos bancarios ha tenido una repercusión sumamente positiva en la economía ecuatoriana, y esto se ve reflejado en su PIB.

Asimismo, se puede verificar un importante crecimiento en uno de los componentes principales del PIB. El gasto de consumo de los hogares ha presentado un importante crecimiento de USD 20.146,67 millones, en el periodo 2000 – 2015.

Esto contribuye a la afirmación antes mencionada, principalmente debido a que el gasto de los hogares representa un incremento de la demanda por mercancías producidas en el país, esto da indicios a que los individuos han creado nuevas riquezas producto del incremento de la actividad económica, ya que, como señala la teoría del circuito monetario, los bancos otorgan créditos para el flujo y reflujos de los bienes, es decir, para la inversión y el consumo.

Adicionalmente, podemos observar en el cuadro No. 8 que en el 2015 la economía ecuatoriana se desacelera, y presenta un crecimiento de apenas el 0,2%. En este año los créditos otorgados al sector privado caen (-3,39%), en consecuencia, la actividad económica del país también se ve afectada y el PIB ecuatoriano únicamente asciende a USD 70.353,85 millones.

Gráfico No. 5 Variación Porcentual del PIB y de los Créditos al sector Privado (Valores Nominales)

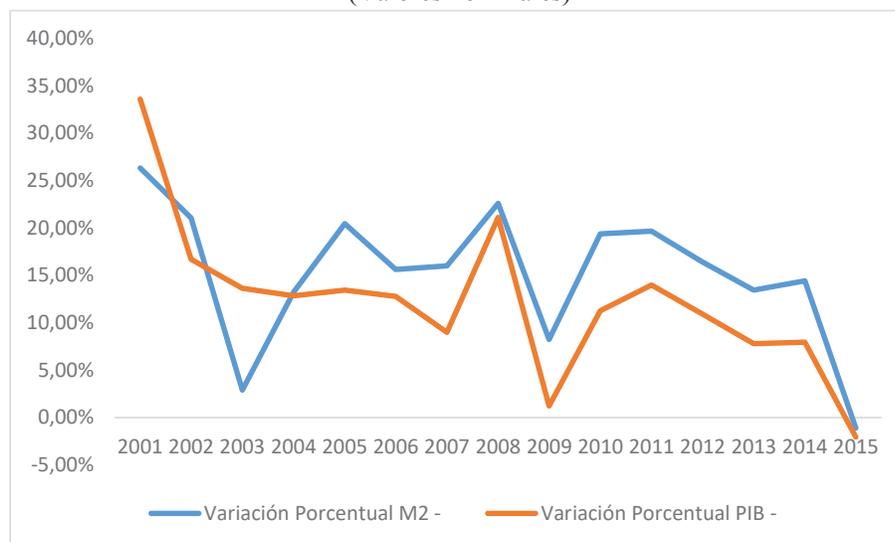


Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaborado por: Autores

El gráfico No. 5 muestra como la caída de los créditos provoca un desplome casi de igual proporción en el PIB. Lavoie (1996; en Rochon, 2009) explica este fenómeno cuando un país está cerca de presentar situaciones de crisis, en ese punto incrementa la incertidumbre de los bancos y por ende aumentan los requerimientos para acceder a un crédito. La obtención de nuevos créditos se dificulta y la actividad se contrae.

De esta manera, es claro que los créditos influyen de forma directa en la actividad económica, y de acuerdo a la hipótesis postkeynesiana, esta actividad debe influir en la Liquidez Total del país. Para ello, el gráfico No. 6 presenta la variación porcentual del PIB y de la Liquidez Total del Ecuador en el periodo de estudio.

Gráfico No. 6 Variación Porcentual del PIB y del M2
(Valores nominales)



Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaborado por: Autores

La Liquidez Total presenta una trayectoria consistente con la marcada por el PIB. Esta relación es permanente desde el año 2005, mientras que antes de ello, los indicadores presentan variaciones porcentuales positivas pero con determinada discrepancia, lo que puede explicarse a los años de ajuste que le tomo al Ecuador para adaptarse al nuevo sistema.

La simetría que presenta la Liquidez Total y la actividad económica del Ecuador (medida mediante el PIB) es contundente en concordancia a la teoría

postkeynesiana del dinero endógeno, lo que demuestra la capacidad del sistema financiero para acomodar la demanda de préstamos por parte de los usuarios cuando incrementa la producción interna del país.

En resumen, la dolarización en el Ecuador permitió al sistema financiero acomodar la cantidad de créditos demandada por parte de los usuarios, esto consiguió dinamizar la producción del país y consecuentemente incrementar la masa monetaria total en el Ecuador.

CAPÍTULO 4

DATOS Y METODOLOGÍA

4.1. RECOPIACIÓN DE DATOS

Las series utilizadas para las estimaciones fueron el PIB en términos constantes, el saldo de la Cuenta Corriente²⁰ de la Balanza de Pagos, los Créditos al Sector Privado²¹ y la Liquidez Total (M2). Dichas series van desde el año 2000 hasta el año 2015 de forma trimestral y se construyeron utilizando la información que se encuentra en los boletines estadísticos mensuales del Banco Central del Ecuador.

Se toma el PIB en términos reales como un medidor de la actividad económica (producción) a nivel nacional, además para realizar un análisis estrictamente económico de la evolución de la variable en contraste con la evolución de los Créditos y la Liquidez Total.

De la misma forma, se toma los valores de los Créditos al Sector Privado debido a la afirmación postkeynesiana de que los créditos otorgados por los bancos se los realiza a las empresas (sector privado) para posteriormente ser invertidos.

Por su parte, como se mencionó en el Capítulo 3 los valores del M2 (dinero en sentido amplio) representan una variable proxy de la Liquidez Total en el Ecuador, por lo que funciona de manera casi exacta en el objetivo del estudio.

Cabe indicar que la serie de la Liquidez Total (M2) fue construida recopilando la información de dos fuentes, la primera de los boletines estadísticos mensuales del Banco Central del Ecuador para el periodo 2007-2015 y la segunda del artículo “Medición del Circulante en Dolarización: Ecuador 2000-2007” (Vera, 2007) para el periodo 2000-2007.

Se toma el saldo de Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, en lugar de tomar el saldo global de la misma, debido a que las políticas tomadas en base a la

²⁰ En la Cuenta Corriente se registran todas las transacciones en valores económicos (salvo recursos financieros) que se realizan entre agentes residentes y no residentes. Las clasificaciones principales son: bienes, servicios, renta y transferencias corrientes (BCE, 2011).

²¹ Registra anticipos y otros valores por cobrar al sector privado. En la práctica corresponde a saldos mínimos que el BCE registra en las cuentas por cobrar (BCE, 2011).

creencia de que la dolarización se sostiene por el flujo de divisas internacionales, son dirigidas estrictamente a este componente de la Balanza de Pagos, es decir, la cuenta de capital y financiera no se ve mayormente influenciada por las políticas dirigidas hacia el fortalecimiento del actual sistema monetario.

Se toma las variables como el Crédito al Sector Privado, el PIB y la Liquidez Total (M2) en concordancia con el enfoque postkeynesiano sobre el dinero endógeno, pues, ellos sostienen que el crédito otorgado por el sistema financiero permite que se incremente el nivel de producción y este incremento en la producción permitirá que la oferta de dinero existente en la economía se incremente.

Adicionalmente, se toma el saldo de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos con el fin de contrastar la hipótesis de que, “en un sistema de dolarización oficial, la liquidez no depende del saldo de la Balanza de Pagos”.

4.2. DESCRIPCIÓN DEL MODELO

4.2.1. TRABAJOS PREVIOS

Palley (1994), realizó una comparación entre los distintos modelos para la determinación de la oferta de dinero, estos modelos son: el enfoque ortodoxo, el enfoque horizontalista y el enfoque estructuralista. Como estos enfoques difieren en las causas que provocan cambios en la oferta de dinero, el autor utilizó un test de causalidad en el sentido de Granger para verificar que enfoque se cumplía en Estados Unidos para el periodo 1973-1990.

Las series utilizadas fueron los préstamos y títulos en bancos comerciales, los multiplicadores de los agregados monetarios (M1 y M2) y la base monetaria. Los resultados obtenidos por Palley concluyeron a favor del enfoque estructuralista, es decir, se acepta la endogeneidad de la moneda en Estados Unidos para dicho periodo.

Francisco Alvarado (2011) realizó un trabajo para evaluar la hipótesis postkeynesiana del dinero endógeno en Colombia para el periodo que va desde el año 1982 hasta el año 2009. En este trabajo toma como variables la cartera neta del sistema financiero y los agregados monetarios M2 y M3. Para comprobar las

relaciones de causalidad estadísticas entre las variables, realizó la estimación de modelos VAR, y concluye que los resultados obtenidos soportan el enfoque postkeynesiano, particularmente el enfoque horizontalista.

Rodríguez (2004), desarrolló un trabajo en el cual buscaba analizar la relación de causalidad entre los activos de caja del sistema bancario y diversos agregados monetarios (M3 y OM que es un agregado monetario amplio, el cual, el autor denomina como oferta monetaria) en España con el propósito de contrastar el carácter exógeno o endógeno de la oferta monetaria. El autor realiza un análisis desde 1978 a 1998 y concluye que para el periodo 1987-1998, en España la oferta monetaria es endógena.

4.2.2 EVIDENCIA EMPÍRICA PARA EL ECUADOR 2000-2015

Con la finalidad de analizar la liquidez como función de la actividad económica, nuestra investigación pretende demostrar que la cantidad de créditos otorgados por el sistema bancario, influyen directamente en la cantidad del medio circulante en la economía ecuatoriana. En el mismo sentido, el PIB representa el nivel de producción total en una nación, por tanto, se busca la relación causal que ésta tiene con la masa monetaria total, a fin de llegar a nuestro objetivo.

Como último punto, es necesario encontrar una relación de causalidad entre la Balanza de Pagos y la masa de dinero, con la finalidad de demostrar la influencia nula de ésta en la Liquidez Total. Bajo esta propuesta, el Test de causalidad en el sentido de Granger resulta de gran ayuda, pues permite determinar si, de acuerdo a los datos, existe una variable cuyos cambios anteceden a cambios en otra variable.

Para probar el test de causalidad de Granger, primero se debe estimar el modelo VAR de la siguiente forma. Sean X_t y Y_t dos series de tiempo estacionarias, el VAR es:

$$X_t = \sum_{j=1}^m a_j X_{t-j} + \sum_{j=1}^m b_j Y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (11)$$

$$Y_t = \sum_{j=1}^m c_j X_{t-j} + \sum_{j=1}^m d_j Y_{t-j} + \eta_t \quad (12)$$

Donde ε_t , η_t se toman como dos series de ruido blanco no correlacionadas, es decir, $E[\varepsilon_t \varepsilon_s] = 0 = E[\eta_t \eta_s]$, $s \neq t$. En la ecuación (11) y (12) m , que es el número de rezagos, puede ser infinita pero en la práctica debido a la longitud finita de los datos disponibles, m será asumida finita y más pequeña que las series de tiempo dadas (Granger, 1969).

El número de rezagos (m) puede ser determinado usando los criterios de selección de modelos, como el Criterio Bayesiano de Información (BIC, (Schwartz 1978)) o el Criterio de Información de Akaike (AIC, (Akaike 1974)), pueden usarse para determinar el orden apropiado del modelo m (Seth, 2007).

El criterio de selección es que, para los mismos datos, el modelo de regresión que arroje un resultado menor es cualquiera de ambos es el mejor modelo (Montero, 2013).

4.3. CAUSALIDAD DE GRANGER

Definir la causalidad de Granger resulta relativamente sencillo. Supongamos que tenemos tres términos X_t , Y_t y W_t y que primero intentamos pronosticar X_{t+1} utilizando términos pasados de X_t y W_t . Luego intentamos pronosticar X_{t+1} usando términos pasados de X_t , Y_t y W_t . Si se encuentra que el segundo pronóstico es más exitoso, entonces el pasado de Y parece contener información que ayuda a pronosticar X_{t+1} que no está en los valores pasados de X_t y W_t . En particular, W_t podría ser un vector de posibles variables explicativas.

Entonces, Y_t causaría en el sentido de Granger a X_{t+1} si: (a) Y_t ocurre antes que X_{t+1} ; y (b) Contiene información útil en la predicción de X_{t+1} que no se encuentra en un grupo de otras variables apropiadas (Seth, 2007).

Ahora bien, podemos ver que la idea del test de Granger se apoya fuertemente sobre la idea de que la causa se produce antes que el efecto, es decir, el futuro no puede provocar el presente o el pasado, y que el presente o el pasado no necesariamente puede tener un efecto sobre el futuro.

La definición de causalidad establecida anteriormente implica que Y_t está causando a X_t si algún b_j no es cero en la ecuación (11). De forma similar, X_t está

causando Y_t si algún c_j no es cero en la ecuación (12). Si ambas condiciones suceden se dice que tenemos una relación bivariada entre X_t y Y_t (Granger, 1969).

Lo mencionado anteriormente se puede probar realizando una prueba F sobre la hipótesis nula que es:

$$H_0: b_j = 0 \quad (j = 1, 2, \dots, m)$$

$$H_1: b_j \neq 0$$

Si no se rechaza la hipótesis nula, entonces Y_t no causa en el sentido de Granger a X_t y si se rechaza la hipótesis nula entonces Y_t causa en el sentido de Granger a X_t , por lo tanto, cambios en Y_t deben preceder en el tiempo a cambios en X_t . De forma análoga se debe realizar una prueba F sobre la hipótesis nula:

$$H_0: c_j = 0 \quad (j = 1, 2, \dots, m)$$

$$H_1: c_j \neq 0$$

Si no se rechaza la hipótesis nula, entonces X_t no causa en el sentido de Granger a Y_t y si se rechaza la hipótesis nula entonces X_t causa en el sentido de Granger a Y_t , por lo tanto cambios en X_t deben preceder en el tiempo a cambios en Y_t (Enders, 1948).

No obstante, resulta pertinente señalar de forma clara que la causalidad de Granger no es una verdadera causalidad, pues, como se señaló anteriormente, ésta se refiere únicamente a los efectos pasados de una variable en la predicción futura de otra variable, los efectos contemporáneos de una variable sobre otra quedan fuera del análisis, por tanto, la causalidad de Granger no es suficiente para concluir causalidad estricta.

4.4. VALIDACIÓN DEL MODELO

Arias (2011) señala que en el modelo VAR no se acostumbra analizar los coeficientes de regresión estimados ni sus significancias estadísticas; tampoco la bondad del ajuste (R^2 ajustado) de las ecuaciones individuales. Sin embargo, se debe verificar que se cumpla ausencia de correlación serial o autocorrelación de

los residuos de las ecuaciones individuales del modelo y la distribución normal multivariada de éstos.

Si no se cumplen el supuesto de que los residuos siguen una distribución normal, la utilización de las pruebas estadísticas que involucren las distribuciones “ t ”, “ F ” y “ χ^2 ” no son válidas (Gujarati, 2009). Para verificar que se cumple con este supuesto se realizará el test de Jarque-Bera, el cual determina si los residuos siguen una distribución normal (*ibid*).

De igual forma, si no se cumple la ausencia de correlación serial implicaría que las pruebas “ t ”, “ F ” y “ χ^2 ” dejen de ser válidas ya que muy probablemente arrojen conclusiones erradas (*ibid*). Para verificar que no existe autocorrelación en los residuos se utilizará el test de multiplicador de lagrange, propuesto por Johansen (1995²²).

Adicionalmente, se deben realizar pruebas para verificar la estabilidad del modelo, la significancia conjunta de las variables que se encuentran en el modelo y la dirección de la causalidad (Arias, 2011).

Para determinar la estabilidad del modelo, Lütkepohl (2005) demostró que si el módulo de cada valor propio de la matriz A^{23} es estrictamente inferior a uno, el VAR estimado es estable.

Y para comprobar la significancia conjunta de las variables se procederá a realizar el test de Wald, el cual prueba si las variables endógenas en un rezago determinado son conjuntamente cero para cada ecuación y para todas las ecuaciones conjuntamente (Lütkepohl, 2005).

²² Véase Johansen (1995) “Likelihood-Based Inference in Cointegrated Vector Autoregressive Models”. Oxford: Oxford University Press, pág 21-22

²³ Matriz complementaria de la cual se obtienen sus valores propios. Si estos son menores a uno se dice que el Var es estable (Lütkepohl,2005)

CAPÍTULO 5

RESULTADOS

5.1. RELACIONES DE CAUSALIDAD

En la tabla 1 se simplifican las relaciones de causalidad que surgen de los distintos enfoques sobre la oferta monetaria, que sirven como sustento de las hipótesis que deben ser validadas por las estimaciones.

Tabla No. 1 Relaciones de causalidad

Enfoque ortodoxo	Enfoque horizontalista	Enfoque estructuralista
M2 → Crédito	Crédito → M2	Crédito → M2
		M2 → Crédito

Fuente: Alvarado (2011)

La relación planteada para el enfoque ortodoxo tiene correspondencia con la exogeneidad de la moneda y la capacidad del banco central de controlar la cantidad de dinero en la economía, rechazando la posibilidad de que ésta sea determinada por el crédito otorgado (Alvarado, 2011).

En contraste, el enfoque horizontalista sostiene que la oferta monetaria siempre se expande por la demanda de crédito y está fuera del control de la autoridad monetaria, respalda la relación de causalidad unidireccional desde el crédito hacia la oferta monetaria (*ibid*).

Por último, la posición estructuralista involucra una relación de causalidad bidireccional entre el crédito y la oferta monetaria. En la medida que las variaciones positivas del precio de los recursos en la ventana de descuento, hacen efectivas las restricciones del banco central existirá causalidad desde la oferta monetaria hacia el crédito y en la medida que el crédito puede expandirse por la gestión de activos y pasivos realizados por los bancos existirá una causalidad desde el crédito hacia los agregados monetarios (*ibid*).

5.2. EVIDENCIA EMPÍRICA ENTRE LOS CRÉDITOS Y LA LIQUIDEZ TOTAL (MODELO 1)

Como la estimación del modelo VAR requiere que las series de tiempo utilizadas en las estimaciones sean estacionarias, en el anexo A se presentan los resultados de las pruebas de raíz unitaria para los logaritmos de las series en niveles y en primeras diferencias, así como sus respectivos gráficos.

Los resultados indicaron que el logaritmo de la Liquidez Total no es estacionaria al igual que la serie del logaritmo de los créditos al sector privado, por lo que se utilizaron los logaritmos de las series en primeras diferencias para realizar la estimación.

Se estimó un VAR de orden cinco (VAR(5)) teniendo en cuenta los criterios de información²⁴.

En la tabla 2 se presenta la estimación del Modelo 1²⁵, en esta tabla se puede ver que existe una relación significativa y positiva entre la variable DLGCREDITO (Logaritmo de los Créditos al Sector Privado en primeras diferencias) y DLGM2 (logaritmo de la Liquidez en primeras diferencias) en el segundo rezago cuando la variable DLGM2 es la variable dependiente.

Y, cuando la variable DLGCREDITO es la variable dependiente existe una relación significativa pero negativa entre las variables en el quinto rezago, y existe una relación significativa y negativa en el quinto rezago.

²⁴ En el anexo A se presentan los resultados obtenidos para la determinación del número de rezagos para el modelo VAR

²⁵ Todos los test post estimación que se deben realizar para verificar que el modelo estimado es correcto se encuentran en el anexo A

Tabla No. 2 Coeficientes de estimación Modelo 1

	DLGCREDITO		DLGM2	
L.DLGCREDITO	0.207	(1.51)	0.0567	(0.51)
L2.DLGCRED~O	0.0821	(0.59)	0.317***	(2.84)
L3.DLGCRED~O	0.00223	(0.02)	-0.137	(-1.17)
L4.DLGCRED~O	-0.0974	(-0.67)	0.134	(1.15)
L5.DLGCRED~O	0.0407	(0.29)	-0.0425	(-0.37)
L.DLGM2	0.0865	(0.52)	0.142	(1.06)
L2.DLGM2	0.0163	(0.11)	-0.151	(-1.32)
L3.DLGM2	0.123	(0.89)	-0.176	(-1.58)
L4.DLGM2	0.201	(1.43)	0.455***	(4.01)
L5.DLGM2	-0.245*	(-1.86)	-0.225**	(-2.12)
_cons	0.0163	(1.31)	0.0228**	(2.26)
N	58			
t statistics in parentheses				
* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01				

Elaborado por: Autores, en base a los datos del BCE

Consecuentemente, la prueba de causalidad de Granger (Tabla 3) da indicios de la endogeneidad de la moneda, respaldando el enfoque horizontalista, pues, DLGCREDITO causa en el sentido de Granger a LGM2.

Tabla No. 3 Causalidad de Granger Modelo 1

Equation	Excluded	chi2	df	Prob > chi2
DLGCREDITO	DLGM2	5.7674	5	0.330
DLGCREDITO	ALL	5.7674	5	0.330
DLGM2	DLGCREDITO	11.02	5	0.051
DLGM2	ALL	11.02	5	0.051

Elaborado por: Autores, en base a los datos del BCE

5.3. EVIDENCIA EMPÍRICA ENTRE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA Y LA LIQUIDEZ TOTAL (MODELO 2)

Se realiza la estimación de un modelo VAR entre el PIB en términos constantes y la Liquidez Total para contrastar la hipótesis del dinero endógeno donde la actividad económica es la que determina la cantidad de dinero existente en una economía dolarizada.

Para esto se tomó el logaritmo de la serie PIB en términos constantes y el logaritmo de la Liquidez Total, ambos en primeras diferencias.

En el anexo B se presentan los resultados de las pruebas de raíz unitaria para el logaritmo del PIB en términos constantes así como sus respectivos gráfico. De esta forma, se estimó un VAR de orden ocho (VAR(8)) teniendo en cuenta los criterios de información²⁶.

En la tabla 4 se muestra la estimación del Modelo 2²⁷, aquí se puede ver que existe una relación significativa y positiva entre la variable DLGPIBCONS (logaritmo del PIB en términos constantes en primeras diferencias) y la variable DLGM2 (logaritmo de la Liquidez Total en primeras diferencias) en el primer rezago y en el octavo rezago, siendo esta última la variable dependiente.

Tabla No. 4 Coeficientes de estimación Modelo 2

	DLGPIBCONS		DLGM2	
L.DLGPIBCONS	0.202	(1.45)	1.142***	(2.73)
L2.DLGPIBC~S	-0.0546	(-0.38)	0.255	(0.58)
L3.DLGPIBC~S	0.178	(1.23)	-0.400	(-0.92)
L4.DLGPIBC~S	0.174	(1.24)	0.279	(0.67)
L5.DLGPIBC~S	0.0910	(0.64)	0.340	(0.80)
L6.DLGPIBC~S	-0.175	(-1.37)	0.461	(1.20)
L7.DLGPIBC~S	-0.241*	(-1.77)	-0.377	(-0.93)
L8.DLGPIBC~S	0.0121	(0.10)	0.700*	(1.87)
L.DLGM2	0.152***	(3.36)	0.00286	(0.02)
L2.DLGM2	-0.0421	(-0.85)	-0.159	(-1.08)
L3.DLGM2	-0.0426	(-0.93)	-0.248*	(-1.80)
L4.DLGM2	-0.0864*	(-1.83)	0.253*	(1.80)
L5.DLGM2	-0.150***	(-3.51)	-0.274**	(-2.15)
L6.DLGM2	0.0506	(1.11)	-0.150	(-1.10)
L7.DLGM2	0.000860	(0.02)	-0.127	(-0.92)
L8.DLGM2	0.0938**	(2.16)	0.228*	(1.76)
_cons	0.00880*	(1.86)	0.0233	(1.64)
N	55			
t statistics in parentheses				
* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01				

Elaborado por: Autores, en base a los datos del BCE

Consecuentemente, la prueba de causalidad de Granger (Tabla 5) da indicios de que es la actividad económica la que determina la cantidad de dinero que existe en la economía, pues, DLGPIBCONS causa en el sentido de Granger a DLGM2.

²⁶ En el anexo B se presentan los resultados obtenidos para la determinación del número de rezagos para el modelo VAR

²⁷ Todos los test post estimación que se deben realizar para verificar que el modelo estimado es correcto se encuentran en el anexo B

Tabla No. 5 Causalidad de Granger Modelo 2

Equation	Excluded	chi2	df	Prob > chi2
DLGPIBCONS	DLGM2	25.522	8	0.001
DLGPIBCONS	ALL	25.522	8	0.001
DLGM2	DLGPIBCONS	16.79	8	0.032
DLGM2	ALL	16.79	8	0.032

Elaborado por: Autores, en base a los datos del BCE

5.4. EVIDENCIA EMPÍRICA ENTRE EL SALDO DE LA CUENTA CORRIENTE Y LA LIQUIDEZ TOTAL (MODELO 3)

Con la finalidad de verificar empíricamente si el saldo de la Balanza de Pagos es el principal determinante de la cantidad de dinero en una economía dolarizada, se procede a estimar un modelo VAR entre el saldo de la Cuenta Corriente y la Liquidez Total.

Para esta estimación se tomó la serie de la Cuenta Corriente en niveles y el logaritmo de la Liquidez Total en primeras diferencias. Se toma la primera serie en niveles debido a que es estacionaria y cumple con la condición para estimar el modelo VAR.

En el anexo C se presentan los resultados de las pruebas de raíz unitaria para la serie del saldo de la Cuenta Corriente, así como su respectivo gráfico.

Adicionalmente, se incluye las variables C1 y C2 con el carácter de exógenas. Estas variables de naturaleza binaria (variables dummy) capturan los shocks que se presentan en la Cuenta Corriente en los años de mayor variabilidad en los precios del petróleo.

Esto permite analizar factores meramente económicos que presenta la serie de la Cuenta Corriente, principalmente porque la fluctuación del precio del petróleo es un factor exógeno, que en un momento benefició a las exportaciones ecuatorianas y en otro no favoreció a las mismas. Esto se realiza debido a que el petróleo es el principal producto de exportación en el país.

La variable C1 captura el efecto del alza del precio del barril del petróleo que se experimentó en el año 2008-2012, por lo que, toma el valor de 1 en los cuatro trimestres de los años en mención y 0 en caso contrario.

Por su parte, la variable C2 capta el efecto que tuvo la caída del precio del petróleo en el 2015. En este caso, la variable toma el valor de 1 en los cuatro trimestres del 2015 y 0 en otros casos.

Se estimó un VAR de orden cuatro (VAR(4)) teniendo en cuenta los criterios de información²⁸.

En la tabla 6 se muestra la estimación del Modelo 3²⁹, aquí se puede ver que existe una relación significativa y negativa entre la variable CUENTACORRIENTE (saldo de la Cuenta Corriente) y la variable DLGM2 (logaritmo de la Liquidez Total en primeras diferencias) en el cuarto rezago, siendo esta última la variable dependiente.

Tabla No. 6 Coeficientes de estimación Modelo 3

	CUENTACORR~E		DLGM2	
L1.CUENTACO~E	0.599***	(4.65)	0.0000124	(1.33)
L2.CUENTAC~E	-0.279*	(-1.85)	0.000000140	(0.01)
L3.CUENTAC~E	-0.188	(-1.24)	0.00000880	(0.81)
L4.CUENTAC~E	0.220*	(1.73)	-0.0000193**	(-2.11)
L1.DLGM2	1205.3	(0.79)	-0.0457	(-0.41)
L2.DLGM2	-678.6	(-0.46)	-0.0539	(-0.51)
L3.DLGM2	-1145.7	(-0.78)	-0.198*	(-1.86)
L4.DLGM2	-4152.2***	(-3.25)	0.369***	(4.01)
C1	107.9	(0.66)	0.00892	(0.76)
C2	-302.4	(-1.38)	-0.0279*	(-1.76)
_cons	156.3	(1.19)	0.0317***	(3.35)
N	59			
t statistics in parentheses				
* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01				

Elaborado por: Autores, en base a los datos del BCE

Este resultado es contradictorio con lo expuesto por varios autores acerca de que se debe mantener un superávit para proteger el sistema de dolarización, pues, lo que se esperarí­a es que los signos de los coeficientes sean siempre positivos cuando la Liquidez Total es la variable endógena, debido a que, de acuerdo con estos autores, si se tiene un superávit se tendrá una mayor cantidad de dólares en la economía.

²⁸ En el anexo C se presentan los resultados obtenidos para la determinación del número de rezagos para el modelo VAR

²⁹ Todos los test post estimación que se deben realizar para verificar que el modelo estimado es correcto se encuentran en el anexo C

En la tabla 7 se puede ver que la relación de causalidad en el sentido de Granger del saldo de la Cuenta Corriente hacia la Liquidez Total, no obstante, como el signo del cuarto rezago, el cual resultó ser significativo, es negativo no se puede dar una interpretación económica a esta relación de causalidad.

Tabla No. 7 Causalidad de Granger Modelo 3

Equation	Excluded	chi2	df	Prob > chi2
CUENTACORRIENTE	DLGM2	14.541	4	0.006
CUENTACORRIENTE	ALL	14.541	4	0.006
DLGM2	CUENTACORRIENTE	8.9687	4	0.062
DLGM2	ALL	8.9687	4	0.062

Elaborado por: Autores, en base a los datos del BCE

CAPÍTULO 6

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

6.1. CONCLUSIONES

Las conclusiones del presente estudio se remiten a los postulados de la hipótesis postkeynesiana de la endogeneidad del dinero obtenidas de la evidencia empírica en la evolución de los indicadores económicos considerados y de los resultados obtenidos del análisis econométrico de los modelos VAR.

A partir de la evidencia empírica en la evolución de los Créditos al Sector Privado, el PIB y la Liquidez Total, se puede apreciar que existe la certeza de que la oferta monetaria en el Ecuador, bajo dolarización oficial es endógena, debido a la relación directa que presentan dichas variables entre sí. En este punto, la evidencia del caso ecuatoriano muestra que cuando suben los Créditos otorgados al Sector Privado, estos inyectan un efecto dinamizador en la producción nacional, lo que permite que el tamaño de la economía (PIB) crezca de forma casi proporcional y, en consecuencia, la Liquidez Total también lo haga.

Por el contrario, para el año 2015, se produce una caída de los créditos otorgados al sector privado, esto genera una disminución en el PIB ecuatoriano y, este descenso conduce a una baja en la Liquidez Total. Esto se debe a la incertidumbre que se genera en la población y en los bancos debido a los diversos factores que aquejaban al país. Por el lado de la población, se crea cierto temor a contraer deuda, por el otro, incrementan los requerimientos para poder acceder a un préstamo, para garantizar el retorno del mismo.

La Liquidez Total en el Ecuador creció a lo largo de 16 años de dolarización (2000 – 2015) a pesar de la inexistencia de un banco central autónomo, esto se contrasta con lo expuesto por los postkeynesianos de que la oferta monetaria no crece únicamente por iniciativas del Banco Central.

Esto inició desde el momento en que la economía se dolarizó y el banco Central perdió la capacidad de emitir dinero propio, por ello, la oferta monetaria creció debido a las presiones que emergieron de forma endógena de los mercados

financieros. Por esto se concluye que la dolarización es un caso particular del dinero endógeno.

Se evidencia que a lo largo del periodo de estudio la Balanza de Pagos no ha sido el principal determinante de la liquidez en la economía ecuatoriana, debido a que la relación de este indicador no se encuentra relacionado de forma directa con el crecimiento de la liquidez. Por el contrario, la evidencia ecuatoriana muestra como en varios años la masa monetaria total continúa creciendo a pesar de la caída que ésta presentaba.

De acuerdo a los modelos econométricos de Vectores Autorregresivos (VAR) desarrollados en el capítulo anterior, en el modelo 1 se pudo constatar que los Créditos al Sector Privado causan en el sentido de Granger a la Liquidez Total (M2), corroborando el planteamiento postkeynesiano, particularmente el enfoque "Horizontalista". A pesar de que en el Ecuador no exista un Banco Central con la capacidad de emitir dinero propio, el caso ecuatoriano se acomoda a este enfoque.

En el mismo sentido, en el modelo 2 el Producto Interno Bruto (PIB) causa en el sentido de Granger a la Liquidez Total (M2), de manera que se demuestra la hipótesis planteada para este estudio de que la Liquidez Total de la economía ecuatoriana se determina fundamentalmente por la actividad económica interna del país.

Asimismo, se ratifica la segunda hipótesis de este estudio, ya que el modelo 3 muestra como la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos no causa en el sentido de Granger a la Liquidez Total (M2), por lo que bajo el sistema monetario de dolarización, la liquidez de la economía ecuatoriana no depende de los flujos de divisas provenientes del exterior.

No obstante, esto no significa que las actividades registradas en la Balanza de Pagos no merezcan atención en el contexto de dinero endógeno, ya que toda mercancía que salga del país va a ser producto de la actividad económica que se genere en el interior del país, así como los productos o divisas que ingresen al país, van a permitir que la actividad económica continúe.

Finalmente, con lo expuesto a lo largo de este trabajo, si realmente se quiere proteger al sistema monetario vigente en el Ecuador, lo que se debe hacer es incentivar la actividad económica y no lo contrario.

6.2. RECOMENDACIONES

Habiendo finalizado el presente trabajo de investigación, se ponen a consideración las siguientes recomendaciones, con la finalidad de poner en práctica un mejor manejo de la política monetaria y resguardar el sistema monetario de dolarización.

A partir de la aplicación del nuevo régimen monetario se han aplicado políticas económicas equivocadas, como la implementación de salvaguardias que generan la contracción del sector del comercio exterior. Esto produce un decrecimiento de la producción nacional y, en consecuencia, un aumento del desempleo. Por ello, resulta conveniente eliminar todo tipo de expectativas negativas para el sector de la producción y, por el contrario centrar la atención en políticas que promuevan dichas actividades.

De la misma forma, resulta conveniente centrar la atención en dinamizar los créditos otorgados por parte de los bancos. Para ello, es necesario poner en práctica un mejor manejo de las tasas de interés, es decir, las autoridades monetarias (Banco Central) deben trabajar en reducir dichas tasas, sobre todo para créditos dirigidos a la inversión, esto promovería la participación de las empresas quienes demandarían nuevos préstamos y promoverían la producción. Por supuesto, los intentos de disminuir las tasas de interés podrían resultar inútiles debido a posibles expectativas negativas existentes en la población (principalmente en momentos de crisis), y estas se podrían mostrar reticentes a contraer nuevos créditos, en ese punto, la situación se puede tornar favorable con un estímulo de la “demanda efectiva”, principalmente mediante el Consumo de los Hogares, ya que este componente también se ve favorecido con la disminución de dichas tasas, considerando que el Gobierno también puede hacer uso del mismo beneficio e impulsar la inversión pública, generando expectativas positivas en la economía. Lo último, siempre y cuando el Gobierno se encuentre en la capacidad de contraer nueva deuda. Como parte fundamental de esta recomendación, debemos recordar que las tasas de interés elevadas generan mayores costos de inversión para las

empresas, lo que se traduce en un incremento de los costes de producción y, consecuentemente en un aumento de los precios, esto provoca una disminución de la demanda efectiva, por ello, resulta conveniente mantener constantemente las tasas de interés bajas.

Se evidenció que en el Ecuador la oferta monetaria es endógena, particularmente de acuerdo al enfoque horizontalista del planteamiento postkeynesiano. No obstante, dicho planteamiento señala la necesidad de un Banco Central con soberanía monetaria, quien provee de las reservas suficientes al Sistema Financiero, por lo que se recomienda realizar un estudio más exhaustivo sobre el funcionamiento del Sistema Financiero ecuatoriano, particularmente a lo largo del periodo de dolarización, con la finalidad de determinar cómo fue la gestión de los bancos para obtener las reservas suficientes que permitieron acomodar la demanda de créditos existente por parte de los ecuatorianos (empresas y particulares) a lo largo del periodo en mención.

BIBLIOGRAFÍA

Acosta, Alberto (2002). *Dolarización en el Ecuador. Antecedentes, realidad y perspectivas*, pág. 103-117. Disponible en: http://www.fes-ecuador.org/fileadmin/user_upload/pdf/indice_libros-dolarizacion-0388.pdf.

Acosta, Alberto (2005). "El Aporte de las Remesas para la economía ecuatoriana". Disponible http://www.un.org/esa/population/meetings/IltMigLAC/P02_AAcosta.pdf

Alvarado, Francisco. (2011). "La hipótesis postkeynesiana del dinero endógeno: evidencia empírica para Colombia 1982-2009". *Ensayos de Economía*, 21 (38), 45-83

Arestis, Philip y Peter, Howells. (1996). "Theoretical reflections on endogenous money: the problem with 'convenience lending'". *Cambridge Journal of Economics*, 20 (5), 539-551

Argandoña, Antonio (1990). "El Pensamiento Económico de Milton Friedman". *IESE Business School – Universidad de Navarra*. Disponible en: <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0193.pdf>.

Arias, Eilyn y Carlos Torres. (2011). "Modelos VAR y VECM para el pronóstico de corto plazo de las importaciones de costa rica". Disponible en: http://www.bccr.fi.cr/investigacioneseconomicas/metodoscuantitativos/Modelos_VAR_y_VECM.pdf.

Asamblea Constituyente de la República del Ecuador (2008); Constitución de la República del Ecuador. Publicada en el Registro Oficial No. 449. 20 de Octubre de 2008. Quito – Ecuador.

Asamblea Nacional del Ecuador (2016). *Código Orgánico Monetario y Financiero*.

Banco Central del Ecuador (BCE) (2001). "La dolarización en el Ecuador. Un año después".

Banco Central del Ecuador (BCE) (s/f). "Banco Central del Ecuador en el Régimen de Dolarización".

Banco Central del Ecuador (BCE), Información Estadística Mensual, varios números, Quito, BCE.

- 85 años del Banco Central del Ecuador (Series Estadísticas Históricas), varios números.
- Boletín Anuario, varios números.

Banco Central del Ecuador (BCE). Análisis Trimestral de la Balanza de Pagos.

- IV Trimestre 2006
- Segundo Trimestre 2007
- Resumen anual 2008

- Banco Central del Ecuador (BCE) (2011). "Estadísticas Monetarias Financieras", en: *Metodología de la información estadística mensual, 3ra. Edición*, pág.11-60
- Bertocco, G. (2006). "Some observations about the endogenous money theory". Obtenido de Università dell'Insubria facoltà di economia: http://eco.uninsubria.it/dipeco/quaderni/files/QF2006_2.pdf.
- Davidson, Paúl (1996). "¿Cuáles son los elementos esenciales de la Teoría Monetaria Poskeynesiana?", en: Piégay, Pierre y Louis-Philippe Rochon (editor), *Teorías Monetarias Poskeynesianas*, Madrid, Ediciones Akal S.A., 2006, pág. 27 – 45.
- Davidson, Paúl (2002). "Dolarización, las funciones de un Banco Central y la economía ecuatoriana". *Cuestiones Económicas*, 18 (3:3), 55-77.
- De la Torre, Carlos (2013). "La Balanza de Pagos en una Economía Dolarizada: ¿Puede una Crisis de Balanza de Pagos Derribar la Dolarización?". Disponible en: <http://www.puce.edu.ec/sitios/economia/docs/2014/semana-economia/ECONOMIA-SEMIIII-Carlos-de-la-Torre.pdf>.
- Dillard, Dudley (1964). *La Teoría Económica de John Maynard Keynes, 6ta edición*. Madrid: Aguilar S.A.
- Enders, Walter (1998). *Applied Econometric Time Series, 4th edition*. United States of America: Wiley.
- Fontana, Giuseppe (2000). "Post Keynesians and Circuitists on money and uncertainty: an attempt at generality". *Journal of Post Keynesian Economics*, 23 (1), 27-48.
- Fontana, Giuseppe (2003). "Post Keynesian Approaches to Endogenous Money: a time framework explanation". *Review of Political Economy*, 15 (3), 291-314.
- Fontana, Giuseppe (2004). "Rethinking Endogenous Money: A Constructive Interpretation of the Debate between Horizontalists and Structuralists". *Metroeconomica*, 55 (4), 367-385.
- Granger, Clive (1969). "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods". *Econometrica*, 37 (3), 424-438.
- Graziani, Augusto (2003). "Introduction", en: Graziani, Augusto (editor), *The Monetary Theory of Production*, United Kingdom, Cambridge University Press, 2003, pág. 1 - 32.
- Gujarati, Damodar (2009). "Modelos de ecuaciones simultáneas y econometría de series de tiempo", en: *Econometría, 5ta edición*. México, D.F: McGRAW-HILL/INTERAMERICANA EDITORES, S.A. DE C.V.
- Harrod, Roy F. (1972). *El Dinero, 1ra edición*. Barcelona: Ariel S.A.
- Hidalgo, Francisco y Marco Naranjo (2002). "Funciones del Banco Central del Ecuador en dolarización oficial de la economía". *Cuestiones Económicas*, 18 (3:3), 227-233.

Howells, Peter. (2012). "Economía postkeynesiana". *Información Comercial Española*. (865), 7-22

Keen, Steve (2014). "Secular stagnation and endogenous Money". *Real World Economics Review*, No 66. Disponible en: <http://www.paecon.net/PAERReview/issue66/Keen66.pdf>

Keen, Steve (s/f). "The Circuit Theory of Endogenous Money". Disponible en: https://www.researchgate.net/publication/265364475_The_Circuit_Theory_of_Endogenous_Money.

Larrea, Carlos (2004). "Dolarización y desarrollo humano en Ecuador". *ICONOS* No. 19, 43-53.

Lavoie, Marc (1984). "The Endogenous Flow of Credit and the Post Keynesian Theory of Money". *Journal of Economic Issues*, 18 (3), 771-797

Lavoie, Marc (1985). "Credit and Money: The Dynamic Circuit, Overdraft Economics, and Post-Keynesian Economics", en Jarsulic, Marc (editor), *Money and Macro Policy*, New York, Kluwer-Nijhoff, 1985, pág. 63 – 84.

Lavoie, Marc (1992). "Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis". *The Canadian Journal of Economics*, 27(3), 752-754.

Lavoie, Marc (1996). Horizontalism, structuralism, liquidity preference and the principle of increasing risk. *Scottish Journal of Political Economy*, 43: 275–300.

Lavoie, Marc (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 (2002). "Dinero endógeno en un esquema coherente de existencias y flujos". *Cuestiones Económicas*, 18 (1:3), 107-135.

Lavoie, Marc (2005). "La heterodoxia postkeynesiana", en: *La economía postkeynesiana, 1ra edición*. Barcelona: Icaria S.A, pág. 11-33

Lavoie, Marc (2006). "A Post-keynesian Amendment to the New Consensus on Monetary Policy". *Metroeconomica*, 57 (2), 165-192

Lavoie, Marc (2010). "Changes in Central Bank Procedures during the Subprime Crisis and Their Repercussions on Monetary Theory". Obtenido de University of Ottawa: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.172.3743&rep=rep1&type=pdf>.

Lütkepohl, Helmut (2005). "Stable Vector Autoregressive Processes", en: *New Introduction to Multiple Time Series Analysis, 1ra. Edición*. Berlín: Springer-Verlag, pág. 13-68

Montero, Roberto (2013). "Test de causalidad". Documentos de Trabajo en Economía Aplicada. Universidad de Granada. Disponible: <http://www.ugr.es/~montero/matematicas/causalidad.pdf>.

Moore, Basil (1985). "Wages, Bank lending, and The Endogeneity of Credit Money", en: Jarsulic, Marc (editor), *Money and Macro Policy*, New York, Kluwer-Nijhoff, 1985, pág. 1 – 28.

Moore, Basil (1989). "The endogeneity of credit money". *Review of Political Economy*, 1 (1), 65-93.

Moore, Basil (1991). "La endogeneidad de la oferta de dinero: ¿se fija el Precio o la Cantidad de Reservas?", en: Piégay, Pierre y Louis-Philippe Rochon (edit), *Teorías Monetarias Poskeynesianas*, Madrid, Ediciones Akal S.A., 2006, pág. 46-54.

Napoleoni, Claudio (1968). *El pensamiento económico en el siglo XX, 2da edición*. Barcelona: oikos-tau S.A.

Naranjo, Marco (1995). "La enfermedad holandesa y el caso ecuatoriano". *Cuestiones Económicas*, n. 24, 69-108.

Naranjo, Marco (2003). "La dolarización de la economía del Ecuador: tres años después". *Cuestiones Económicas*, 19 (1:3), 115-155.

Naranjo, Marco (2005). *Dolarización oficial y regímenes monetarios en el Ecuador*. Quito: Colegio de Economistas de Pichincha.

Ordeñana, Xavier (2011). "El impacto de la dolarización en la economía ecuatoriana, once años después de su implementación". Disponible en: <http://revistas.ups.edu.ec/index.php/retos/article/view/713/0>.

Palley, Thomas (1991). "The Endogenous Money Supply: Consensus and Disagreement". *Journal of Post Keynesian Economics*, 13 (3), 397-403.

Palley, Thomas (1994). "Competing views of the money supply process: theory and evidence". *Metroeconomica*, 45 (1), 67-88.

Palley, Thomas (2002). "Dinero endógeno: significado y alcance", en: Piégay, Pierre y Louis-Philippe Rochon (edit), *Teorías Monetarias Poskeynesianas*, Madrid, Ediciones Akal S.A., 2006, pág. 67-80.

Palley, Thomas. (2002). "Endogenous Money: What is and Why it Matters". *Metroeconomica*, 53 (2), 152-180.

Palley, Thomas. (2015). "The Endogenous Money Supply: Consensus and Disagreement". *Journal of Post Keynesian Economics*, 13 (3), 397-403

Parguez, Alain (2006). "Dinero y Capitalismo: La Teoría General del Circuito", en: Piégay, Pierre y Louis-Philippe Rochon (edit), *Teorías Monetarias Poskeynesianas*, Madrid, Ediciones Akal S.A., 2006, pág. 122-133.

Piegay, Pierre y Louis Rochon. (2005). "Teorías monetarias poskeynesianas: Una aproximación de la escuela francesa". *Revista Latinoamericana de Economía*, 143 (36), 33-57

Piégay, Pierre y Louis-Philippe Rochon (2006). "Dinero Endógeno y economías Monetarias de Producción: la aportación de las Teorías Monetarias

Poskeynesianas”, en: Piégay, Pierre y Louis-Philippe Rochon (editor), *Teorías Monetarias Poskeynesianas*, Madrid, Ediciones Akal S.A., 2006, pág. 9 – 19.

Piegay, Pierre (1999). “The New and Post Keynesian Analyses of Bank Behavior: Consensus and Disagreement”. *Journal of Post Keynesian Economics*, 22(2), 265-283

Pollin, Robert. (1991). “Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence”. *Journal of Post Keynesian Economics*, 13 (3), 366-396

Rísquez, Justino (2006). “Keynes: la teoría cuantitativa y la no neutralidad del dinero”. *Revista de Ciencias Sociales (RCS) vol. XII, No. 2*. Disponible en: http://www.scielo.org.ve/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1315-95182006000200009.

Rochon, Louis-Philippe (2002). “Dinero y dinero endógeno: una aproximación post keynesiana y de la circulación”. *Cuestiones Económicas*, 18 (1:3), 137-168.

Rochon, Louis-Philippe (2009). “Multiplicador Keynesiano, Crédito Bancario y Producto”. *Ola Financiera*, vol. 10, num. 26. Disponible en: <http://www.revistas.unam.mx/index.php/ROF/article/view/23051/21862>.

Rodríguez, Carlos y Antonio, Olivera. (2004). “La endogeneidad de la oferta monetaria: teoría y evidencia empírica para la economía española”. *Revista Austriana de Economía*, N° 29

Rousseas, Stephen (1985). “Financial Innovation and Control of the Money Supply: The Radcliffe Report Revisited”, en Jarsulic, Marc (editor), *Money and Macro Policy*, New York, Kluwer-Nijhoff, 1985, pág. 47 – 61.

Seccareccia, Mario y Alain Parguez (2002). “The credit theory of money: the monetary circuit approach”, en: Smithin, John (edit), *What is Money?*, London, Taylor & Francis, 2002, pág. 101-123.

Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo (SENPLADES) (2013). Plan Nacional del Buen Vivir, (2013-2017).

Seth, Anil (2007). “Granger Causality”. *Scholarpedia*, 2 (7).

Smithin, John (2002). “What is Money? Introduction”, en: Smithin, John (edit), *What is Money?*, London, Taylor & Francis, 2002, pág. 1 – 15.

Solimano, Andrés (2003). “Crisis y Dolarización: Visión General”, en: Beckerman, Paúl y Andrés Solimano (edit), *Crisis y Dolarización en el Ecuador: Estabilidad, Crecimiento y Equidad Social*, Washington D.C., The World Bank, pág. 15-31.

Spotton, Brenda (1994). “Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis”. *The Canadian Journal of Economics*, 27 (3), 752-754

Velásquez, Iván (2009). “Oferta monetaria y tasa de interés: Un análisis comparativo en las teorías Postkeynesiana y Circuitista”. *Ecos de Economía*, 13 (29), 21-59.

Vera, Wilson (2007). "Medición del Circulante en Dolarización: Ecuador 2000-2007". *Cuestiones Económicas*, 23 (2), 133-161

Wray, L. Randall (1995). "Keynesian Monetary Theory: Liquidity Preference or Black Box Horizontalism?" *Journal of Economic Issues*, 29 (1), March, 273-282.

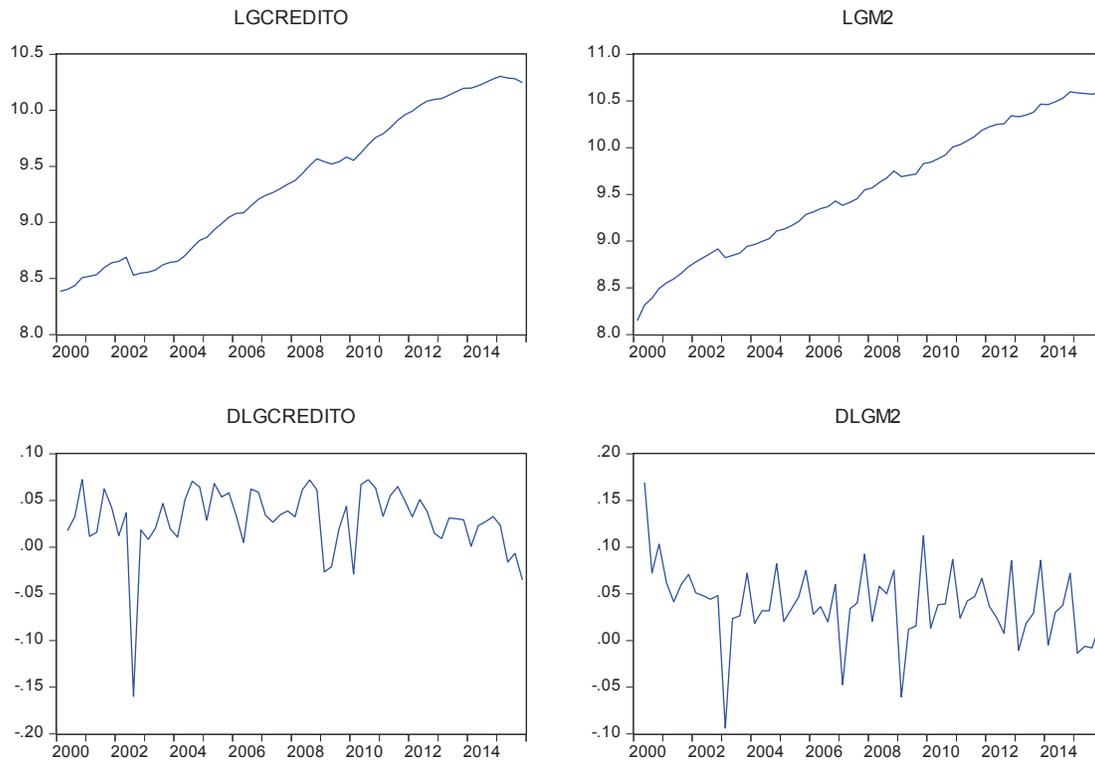
Wray, L. Randall (2006). "El Enfoque Poskeynesiano del Dinero", en: Piégay, Pierre y Louis-Philippe Rochon (edit), *Teorías Monetarias Poskeynesianas*, Madrid, Ediciones Akal S.A., 2006, pág. 55-66.

Wray, L. Randall (2010). "Money". *Levy Economics Institute*, Working Paper No. 647. Disponible en: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_647.pdf

ANEXOS

ANEXO A Modelo 1

Gráficos de las series de tiempo y pruebas de raíz unitarias



PRUEBAS DE RAÍZ UNITARIA

Variable Logaritmo del Credito (LGCREDITO)

Dickey-Fuller test for unit root		Number of obs = 63		
Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
Z(t)	-0.587	-3.562	-2.920	-2.595
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.8739				

Phillips-Perron test for unit root		Number of obs = 63		
		Newey-West lags = 3		
Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller			
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value	
Z (rho)	-0.309	-19.134	-13.404	-10.778
Z (t)	-0.572	-3.562	-2.920	-2.595

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.8772

Variable Logaritmo del Credito en primeras diferencias (DLGCREDITO)

Dickey-Fuller test for unit root		Number of obs = 62		
Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller			
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value	
Z (t)	-6.160	-3.563	-2.920	-2.595

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0000

Phillips-Perron test for unit root		Number of obs = 62		
		Newey-West lags = 3		
Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller			
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value	
Z (rho)	-51.533	-19.116	-13.396	-10.772
Z (t)	-6.213	-3.563	-2.920	-2.595

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0000

Variable Logaritmo de la Liquidez Total (LGM2)

Dickey-Fuller test for unit root		Number of obs = 63		
Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller			
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value	
Z (t)	-2.473	-3.562	-2.920	-2.595

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.1221

Phillips-Perron test for unit root		Number of obs = 63		
		Newey-West lags = 3		
Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller			
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value	
Z(rho)	-1.121	-19.134	-13.404	-10.778
Z(t)	-2.535	-3.562	-2.920	-2.595

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.1072

Variable Logaritmo de la Liquidez Total en primeras diferencias

Dickey-Fuller test for unit root		Number of obs = 62		
Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller			
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value	
Z(t)	-8.405	-3.563	-2.920	-2.595

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0000

Phillips-Perron test for unit root		Number of obs = 62		
		Newey-West lags = 3		
Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller			
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value	
Z(rho)	-56.828	-19.116	-13.396	-10.772
Z(t)	-8.563	-3.563	-2.920	-2.595

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0000

Determinación del número de rezagos

Selection-order criteria								
Sample: 2003q2 - 2015q4						Number of obs	=	51
lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	219.046				6.9e-07	-8.51161	-8.48266	-8.43585*
1	225.494	12.897	4	0.012	6.3e-07	-8.60763	-8.52078	-8.38035
2	226.985	2.981	4	0.561	6.9e-07	-8.50922	-8.36447	-8.13043
3	240.936	27.901	4	0.000	4.7e-07	-8.89943	-8.69679	-8.36913
4	246.892	11.912	4	0.018	4.4e-07	-8.97614	-8.71559	-8.29432
5	255.912	18.041*	4	0.001	3.6e-07*	-9.17302*	-8.85457*	-8.33968
6	256.66	1.4958	4	0.827	4.1e-07	-9.04548	-8.66914	-8.06063
7	259.316	5.3131	4	0.257	4.4e-07	-8.9928	-8.55856	-7.85643
8	261.237	3.8411	4	0.428	4.9e-07	-8.91125	-8.41911	-7.62337
9	263.202	3.9307	4	0.415	5.4e-07	-8.83146	-8.28142	-7.39206
10	263.61	.81453	4	0.936	6.4e-07	-8.69057	-8.08263	-7.09965
11	264.961	2.7037	4	0.609	7.4e-07	-8.58672	-7.92089	-6.84429
12	266.281	2.6387	4	0.620	8.5e-07	-8.4816	-7.75786	-6.58765

Endogenous: DLGM2 DLGCREDITO
Exogenous: _cons

TEST POST ESTIMACIÓN

Prueba de normalidad

Jarque-Bera test			
Equation	chi2	df	Prob > chi2
DLGM2	23.608	2	0.00001
DLGCREDITO	1240.398	2	0.00000
ALL	1264.006	4	0.00000

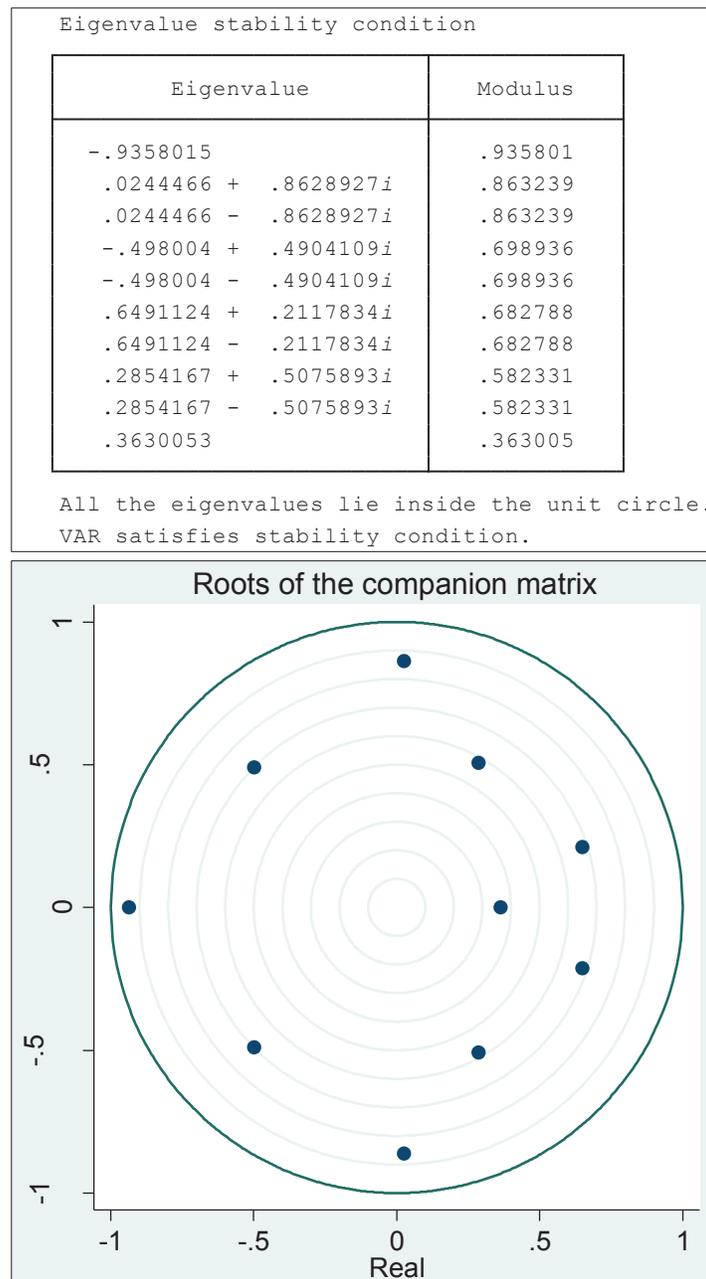
Como se puede observar los residuos no siguen una distribución normal multivariada, no obstante, Arias (2004) argumenta que es más importante que el VAR cumpla con la prueba de errores no autocorrelacionados que con la de normalidad multivariada (Arias, 2004; en Fernandez-Corugedo, 2003).

Prueba de autocorrelación

Lagrange-multiplier test			
lag	chi2	df	Prob > chi2
1	2.7811	4	0.59510
2	4.7053	4	0.31890
3	7.2478	4	0.12336
4	9.3358	4	0.05323
5	1.7936	4	0.77365

H0: no autocorrelation at lag order

Prueba de estabilidad de los parámetros



Prueba de significancia conjunta

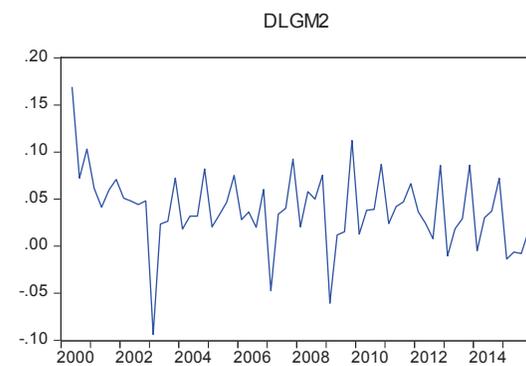
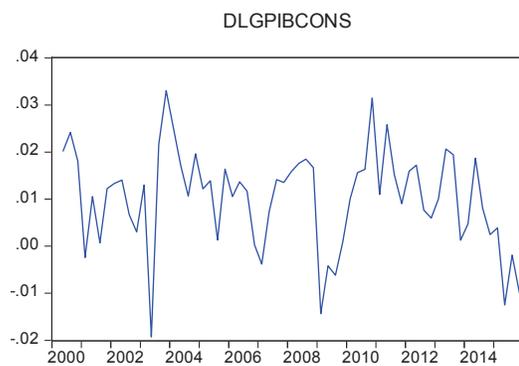
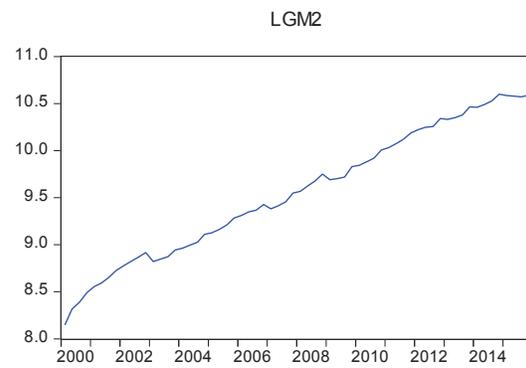
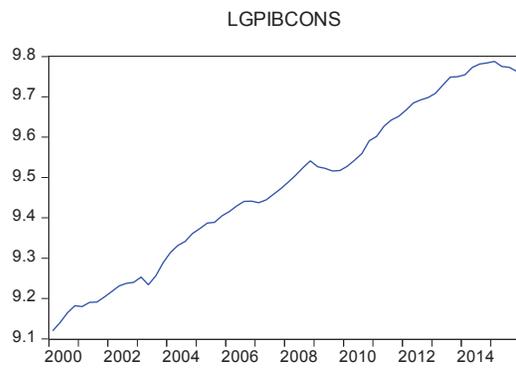
Equation: DLGM2			
lag	chi2	df	Prob > chi2
1	1.954615	2	0.376
2	8.314753	2	0.016
3	5.817624	2	0.055
4	21.37521	2	0.000
5	4.891229	2	0.087

Equation: DLGCREDITO			
lag	chi2	df	Prob > chi2
1	3.42583	2	0.180
2	.4485772	2	0.799
3	.9038313	2	0.636
4	2.139717	2	0.343
5	3.472988	2	0.176

Equation: All			
lag	chi2	df	Prob > chi2
1	4.499485	4	0.343
2	8.596309	4	0.072
3	8.635909	4	0.071
4	22.48763	4	0.000
5	6.650039	4	0.156

ANEXO B Modelo 2

Gráficos de las series de tiempo y pruebas de raíz unitarias



PRUEBAS DE RAÍZ UNITARIA

Variable Logaritmo del PIB en términos constantes (LGPIBCONS)

Dickey-Fuller test for unit root		Number of obs = 63		
Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller			
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value	
Z(t)	-1.615	-3.562	-2.920	-2.595
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.4754				
Phillips-Perron test for unit root		Number of obs = 63 Newey-West lags = 3		
Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller			
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value	
Z(rho)	-0.719	-19.134	-13.404	-10.778
Z(t)	-1.367	-3.562	-2.920	-2.595
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.5979				

Variable Logaritmo del PIB en términos constantes en primeras diferencias (DLGPIBCONS)

Dickey-Fuller test for unit root		Number of obs = 62		
Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller			
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value	
Z(t)	-5.177	-3.563	-2.920	-2.595
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0000				
Phillips-Perron test for unit root		Number of obs = 62 Newey-West lags = 3		
Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller			
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value	
Z(rho)	-40.017	-19.116	-13.396	-10.772
Z(t)	-5.188	-3.563	-2.920	-2.595
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0000				

Determinación del número de rezagos

Selection-order criteria								
Sample: 2003q2 - 2015q4						Number of obs	=	51
lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	262.8				1.2e-07	-10.2274	-10.1985	-10.1517*
1	270.429	15.258	4	0.004	1.1e-07	-10.3698	-10.2829	-10.1425
2	271.077	1.2957	4	0.862	1.2e-07	-10.2383	-10.0936	-9.85952
3	279.162	16.17	4	0.003	1.0e-07	-10.3985	-10.1959	-9.8682
4	290.421	22.518	4	0.000	7.9e-08	-10.6832	-10.4226*	-10.0014
5	295.636	10.43	4	0.034	7.6e-08*	-10.7308	-10.4124	-9.89749
6	299.683	8.0938	4	0.088	7.7e-08	-10.7327*	-10.3563	-9.74781
7	301.233	3.1008	4	0.541	8.5e-08	-10.6366	-10.2024	-9.50023
8	305.944	9.4217	4	0.051	8.4e-08	-10.6645	-10.1723	-9.37659
9	310.904	9.9188	4	0.042	8.3e-08	-10.7021	-10.1521	-9.2627
10	313.186	4.5642	4	0.335	9.2e-08	-10.6347	-10.0268	-9.04382
11	319.219	12.066*	4	0.017	8.8e-08	-10.7145	-10.0486	-8.97202
12	320.879	3.3201	4	0.506	1.0e-07	-10.6227	-9.89896	-8.72874

Endogenous: DLGPIBCONS DLGM2
Exogenous: _cons

Para la estimación de este segundo modelo los criterios de información establecen que el número de rezagos óptimos debe ser cuatro, cinco o seis, sin embargo, al momento de hacer la estimación se la realizó con ocho rezagos con el objetivo de solucionar los problemas de autocorrelación que se presentaba.

TEST POST ESTIMACIÓN

Prueba de normalidad

Jarque-Bera test

Equation	chi2	df	Prob > chi2
DLGPIBCONS	0.268	2	0.87480
DLGM2	52.951	2	0.00000
ALL	53.219	4	0.00000

Como se puede observar los residuos no siguen una distribución normal multivariada, no obstante, Arias (2004) argumenta que es más importante que el VAR cumpla con la prueba de errores no autocorrelacionados que con la de normalidad multivariada (Arias, 2004; en Fernandez-Corugedo, 2003).

Prueba de autocorrelación

Lagrange-multiplier test

lag	chi2	df	Prob > chi2
1	5.1961	4	0.26776
2	1.2143	4	0.87575
3	0.8175	4	0.93608
4	3.8583	4	0.42552
5	6.4371	4	0.16880
6	0.6638	4	0.95572
7	2.0890	4	0.71940
8	2.2684	4	0.68652

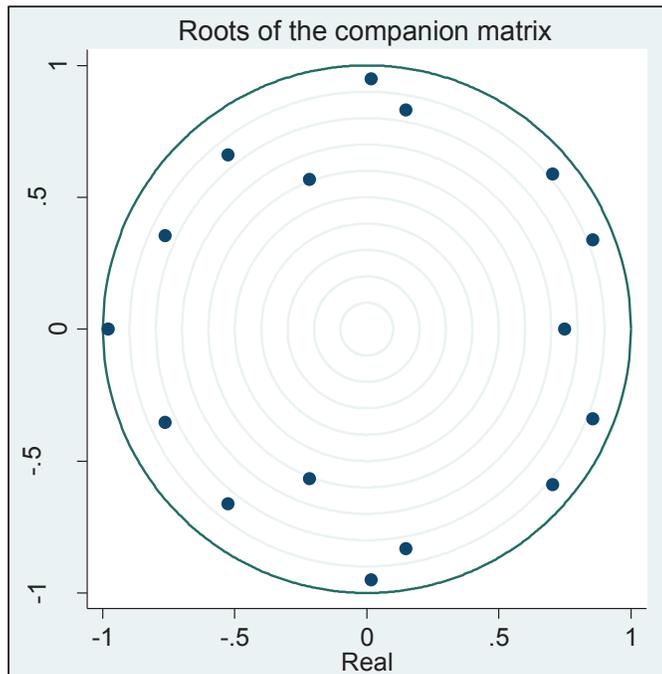
H0: no autocorrelation at lag order

Prueba de estabilidad de los parámetros

Eigenvalue stability condition

Eigenvalue	Modulus
-.9798913	.979891
.01704418 + .9499514i	.950104
.01704418 - .9499514i	.950104
.856721 + .3387884i	.921275
.856721 - .3387884i	.921275
.7037851 + .588488i	.917405
.7037851 - .588488i	.917405
.1482472 + .8317448i	.844853
.1482472 - .8317448i	.844853
-.5255477 + .6611197i	.844559
-.5255477 - .6611197i	.844559
-.7648715 + .3542024i	.842904
-.7648715 - .3542024i	.842904
.747902	.747902
-.216968 + .5666786i	.606795
-.216968 - .5666786i	.606795

All the eigenvalues lie inside the unit circle.
VAR satisfies stability condition.



Prueba de significancia conjunta

Equation: DLGPIBCONS			
lag	chi2	df	Prob > chi2
1	19.06619	2	0.000
2	1.118954	2	0.572
3	2.069121	2	0.355
4	4.320567	2	0.115
5	12.35799	2	0.002
6	2.831828	2	0.243
7	3.223044	2	0.200
8	5.02729	2	0.081

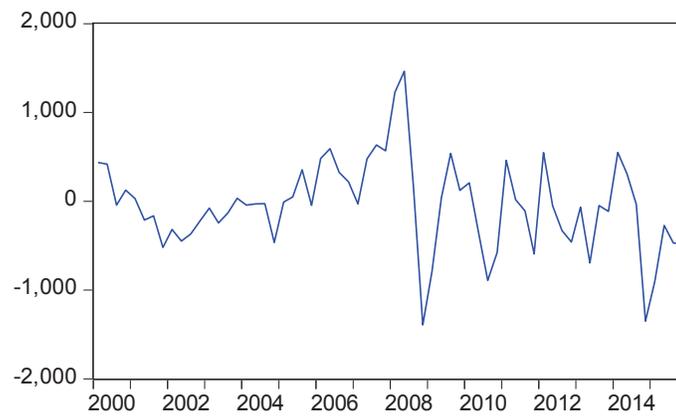
Equation: DLGM2			
lag	chi2	df	Prob > chi2
1	8.533537	2	0.014
2	1.256048	2	0.534
3	4.682658	2	0.096
4	4.125987	2	0.127
5	4.903101	2	0.086
6	2.414382	2	0.299
7	2.084824	2	0.353
8	8.451074	2	0.015

Equation: All			
lag	chi2	df	Prob > chi2
1	24.88793	4	0.000
2	2.127909	4	0.712
3	7.27261	4	0.122
4	11.06857	4	0.026
5	13.79361	4	0.008
6	7.675946	4	0.104
7	4.505748	4	0.342
8	11.33574	4	0.023

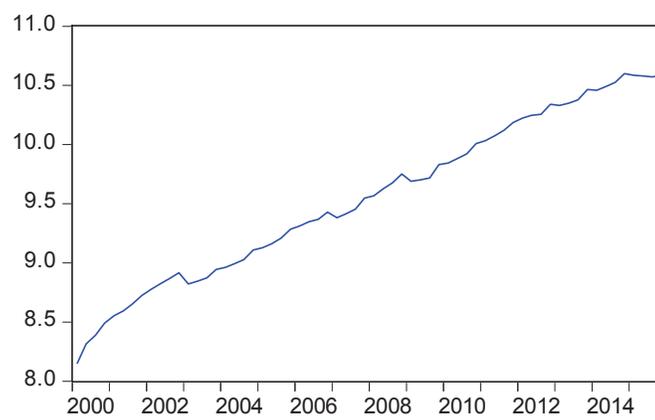
ANEXO C Modelo 3

Gráficos de las series de tiempo y pruebas de raíz unitarias

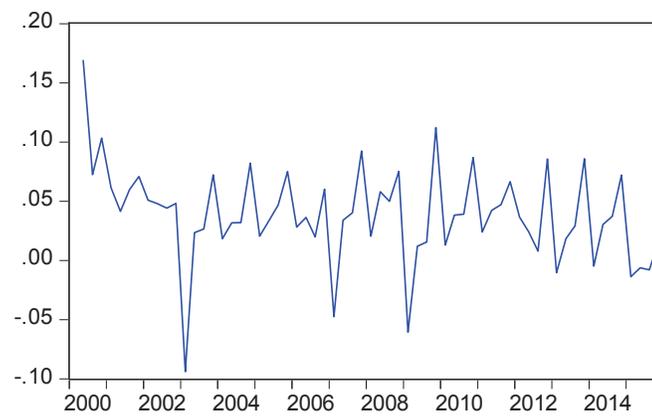
CUENTA CORRIENTE



LGM2



DLGM2



PRUEBAS DE RAÍZ UNITARIA

Variable CUENTA CORRIENTE

Dickey-Fuller test for unit root				Number of obs =	63
Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller				
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value		
Z(t)	-4.505	-3.562	-2.920		
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0002					
Phillips-Perron test for unit root				Number of obs =	63
				Newey-West lags =	3
Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller				
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value		
Z(rho)	-28.841	-19.134	-13.404		
Z(t)	-4.379	-3.562	-2.920		
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0003					

Determinación del número de rezagos

Selection-order criteria								
Sample: 2003q2 - 2015q4								
Number of obs = 51								
lag	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	-287.58				342.903	11.5129	11.5998	11.7402
1	-277.903	19.353	4	0.001	274.743	11.2903	11.4351	11.6691
2	-273.526	8.7537	4	0.068	271.315	11.2755	11.4782	11.8059
3	-266.088	14.877	4	0.005	238.037	11.1407	11.4013	11.8225
4	-251.976	28.224	4	0.000	161.125	10.7442	11.0626*	11.5775*
5	-249.05	5.8526	4	0.210	169.611	10.7863	11.1626	11.7711
6	-242.076	13.948*	4	0.007	152.885*	10.6696*	11.1039	11.806
7	-240.658	2.8346	4	0.586	172.109	10.7709	11.2631	12.0588
8	-239.158	3.0003	4	0.558	194.129	10.869	11.419	12.3084
9	-234.635	9.0467	4	0.060	195.695	10.8484	11.4564	12.4393
10	-230.154	8.9612	4	0.062	199.065	10.8296	11.4954	12.572
11	-228.194	3.9217	4	0.417	225.492	10.9096	11.6333	12.8035
12	-225.3	5.7868	4	0.216	248.851	10.9529	11.7346	12.9984

Endogenous: CUENTACORRIENTE DLGM2
Exogenous: C1 C2 _cons

TEST POST ESTIMACIÓN

Prueba de normalidad

Jarque-Bera test			
Equation	chi2	df	Prob > chi2
DLGM2	215.261	2	0.00000
CUENTACORRIENTE	2.319	2	0.31365
ALL	217.580	4	0.00000

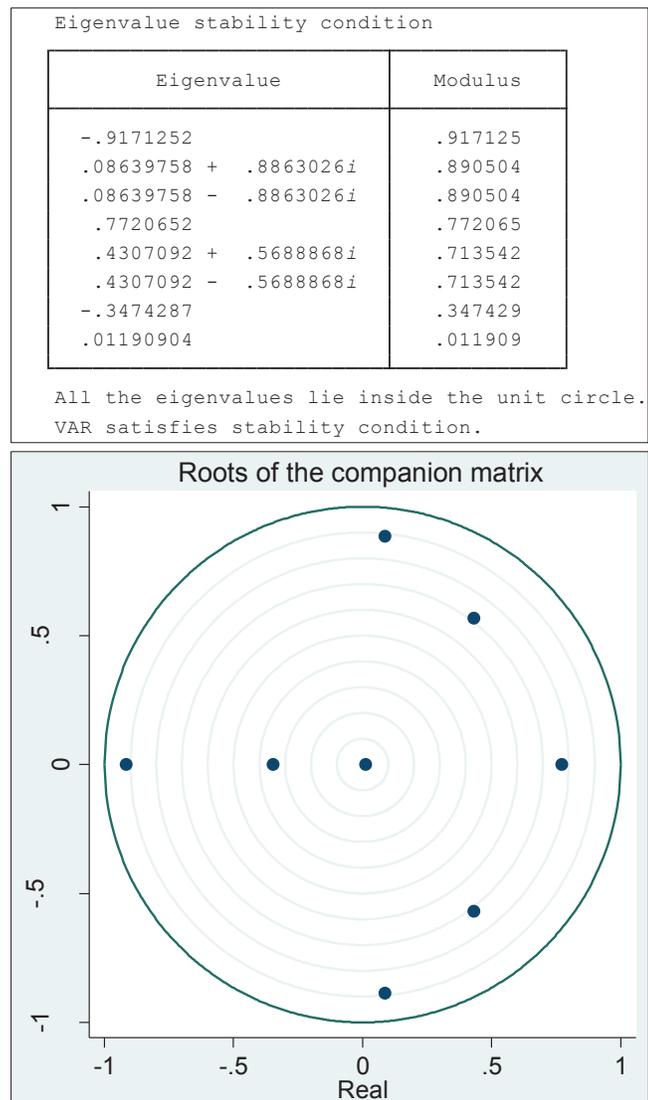
Como se puede observar los residuos no siguen una distribución normal multivariada, no obstante, Arias (2004) argumenta que es más importante que el VAR cumpla con la prueba de errores no autocorrelacionados que con la de normalidad multivariada (Arias, 2004; en Fernandez-Corugedo, 2003).

Prueba de autocorrelación

Lagrange-multiplier test			
lag	chi2	df	Prob > chi2
1	4.6003	4	0.33082
2	0.7528	4	0.94466
3	3.2310	4	0.51993
4	3.0513	4	0.54928

H0: no autocorrelation at lag order

Prueba de estabilidad de los parámetros



Prueba de significancia conjunta

Equation: DLGM2			
lag	chi2	df	Prob > chi2
1	2.408731	2	0.300
2	.2829302	2	0.868
3	5.508256	2	0.064
4	21.56191	2	0.000

Equation: CUENTACORRIENTE			
lag	chi2	df	Prob > chi2
1	21.85699	2	0.000
2	3.427563	2	0.180
3	1.732081	2	0.421
4	14.26662	2	0.001

Equation: All			
lag	chi2	df	Prob > chi2
1	24.64323	4	0.000
2	3.711316	4	0.446
3	7.24223	4	0.124
4	34.89544	4	0.000