PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL ECUADOR
FACULTAD DE ECONOMÍA

Disertación de grado previo a la obtención del título de Economista

Análisis conceptual de los Títulos del Banco Central para el reciclaje de liquidez

Gabriela Alejandra Cueva Real
acuevareal@gmail.com

Director: Econ. Carlos Andrade
cjandrade@bce.ec

Quito, Febrero de 2017

Resumen

El reciclaje de liquidez constituye un valioso instrumento de política monetaria en un país con dolarización. La presente investigación a través de una metodología explorativa y descriptiva, debido a que no existen estudios que ahonden en el reciclaje de liquidez, analiza los Títulos del Banco Central para el reciclaje de liquidez. El estudio previamente se enfoca en un análisis de la política monetaria, así como las teorías más sobresalientes sobre la importancia del dinero y manejo de liquidez que incluye también la participación del gobierno y la confianza que genera en la población para que las decisiones de política monetaria tomadas por la autoridad tengan la acogida y resultados esperados, posteriormente se hace referencia al papel del Banco Central del Ecuador y se realiza una descripción histórica hasta llegar a la etapa de dolarización en la que se redefine los instrumentos y objetivos de política monetaria para alcanzar la estabilidad y crecimiento económico. Por último se analiza el contexto macroeconómico actual así como el modelo económico utilizado en la presidencia del economista Rafael Correa que conlleva a la implementación de los Títulos del Banco Central como un mecanismo de reordenamiento monetario ante un escenario de falta liquidez para el pago a proveedores, con esto se busca administrar el dinero excedente y distribuirlo a instituciones deficitarias, este mecanismo adicionalmente permite la integración de los diferentes actores de la economía además de la dinamización del sistema financiero.

Palabras clave: política monetaria, banco central, reciclaje de liquidez

A Dios por las oportunidades, a mis padres por su apoyo incondicional y paciencia, a mi familia por estar conmigo y a todas las personas que fueron mi fuerza y motivación para no rendirme.

Nadie dijo que sería fácil, pero valió la pena.

Agradezco al Economista Carlos Andrade por creer en mí, por el apoyo y guía en la elaboración de la presente investigación.

Quiero agradecer también a cada uno de mis profesores que a lo largo de mi camino universitario compartieron sus conocimientos a través de su experiencia.

Análisis conceptual de los Títulos del Banco Central para el reciclaje de liquidez

Introducción **9**

Metodología de Trabajo **12**

Objetivos 14
General 14
Específicos 14
Preguntas de investigación 14
General 14
Específicas 14
Estrategia de Investigación 14
Fuentes de información 15
Procedimiento Metodológico 15

Fundamentación teórica **16**

Política monetaria 16
Historia de la política monetaria 16
El modelo clásico 17
Ley de Say 17
El modelo clásico ampliado 17
Teoría Cuantitativa del Dinero 17
Postulados de la teoría cuantitativa del dinero 18
Formulación 19
Irving Fisher: Ecuación de cambio 19
Efecto de los cambios de la oferta de dinero sobre los precios en la economía 20
Alfred Marshall: La ecuación de saldo efectivo 22
Mecanismo de transmisión de acuerdo al enfoque de Cambridge 23
El modelo keynesiano 24
El modelo keynesiano ampliado 25
Canales de transmisión de política monetaria 26
Objetivos de la política monetaria 27
Instrumentos de la política monetaria 27
Operaciones de mercado abierto 27
Variación de coeficiente de caja 28
Tipos de política monetaria 29
Política monetaria expansiva 29
Política monetaria contractiva 29
Política monetaria en dolarización 29
Gobierno y política 30
Política fiscal 30
Monetaristas y keynesianos 31
Importancia del análisis de la política monetaria 32

Funciones del Banco Central en Dolarización **33**

Historia del Banco Central del Ecuador 33
Marco jurídico 35
Constitución del Ecuador 2008 35
Código Orgánico Monetario y Financiero 36
Inconsistencias del Código Orgánico Monetario y Financiero 36
Sistemas del Banco Central del Ecuador 37
Funciones del Banco Central en dolarización 38
Responsabilidades de Banco Central en dolarización 39

Control macroeconómico 40
Política monetaria 40
Política cambiaria 40
Política fiscal 41
Restricciones del Banco Central en dolarización 41
Restricciones en la ejecución de política monetaria y cambiaria 42
Pérdida de soberanía monetaria 42
Pérdida del señoreaje 42
Prestamista de última instancia 43
Exposición a shocks externos 43
Instrumentos de acción de política monetaria del Banco Central del Ecuador 44
Requerimiento de reservas 44
Fondos de estabilización 44
Sistemas de pago 45
Crédito 47
Encaje 47
Reservas de Libre Disponibilidad 48
El Banco Central y su independencia 49
Reglas en lugar de discreción: La inconsistencia de los planes óptimos 50
Determinantes de la independencia del Banco Central 51

Los Títulos del Banco Central como mecanismo de reciclaje de liquidez 53

Entorno macroeconómico 53
Producto Interno Bruto PIB 53
Inflación 55
Sistema Financiero Nacional 56
Balanza Comercial 57
Sector petrolero 58
Inversión pública 60
Reciclaje de liquidez 61
Sistema de reciclaje de liquidez del Banco Central del Ecuador 61
Títulos del Banco Central como mecanismo de reciclaje de liquidez 62
Modelo económico ecuatoriano 62
Sustento legal 65
Código Orgánico Monetario y Financiero 65
Resolución No. 034-2015-M 65
Resolución No. 094-2015-M 66
Incidencia de los Títulos del Banco Central en el Mercado de Valores 66
Importancia de los Títulos del Banco Central en el reciclaje de liquidez 67

Conclusiones 70

Recomendaciones 73

Referencias Bibliográficas 75

Índice de gráficos

Gráfico 1: La expansión monetaria y el aumento de precios 18
Gráfico 2: Mecanismo de transmisión de acuerdo a David Hume 21
Gráfico 3: Mecanismo de transmisión de acuerdo a David Ricardo 21
Gráfico 4: Función de demanda de acuerdo al enfoque de Cambridge 23
Gráfico 5: Función de demanda de acuerdo al enfoque de Cambridge 24
Gráfico 6: Función de consumo keynesiana 25
Gráfico 7: Canales de transmisión de la política monetaria 26
Gráfico 8: Efecto desplazamiento 30
Gráfico 9: Esquema del Sistema Nacional de Pagos 46
Gráfico 10: Inconsistencia de los planes óptimos 51
Gráfico 11: Producto Interno Bruto (PIB) 53
Gráfico 12: Variación del PIB por Industria 2014 - 2015 54
Gráfico 13: Inflación Mensual 55
Gráfico 14: Variación anual IPC vs IPP 56
Gráfico 15: Saldos de Depósitos 56
Gráfico 16: Balanza Comercial 57
Gráfico 17: Participación de los principales sectores en el PIB 58
Gráfico 18: Producción petrolera 59
Gráfico 19: Valores de barril de petróleo 59
Gráfico 20: Inversión pública 60
Gráfico 21: Inversión pública por sector 63
Gráfico 22: Deuda pública con proveedores 64
Gráfico 23: Funcionamiento de los Títulos del Banco Central 698
Gráfico 24: Ciclo económico 69

Índice de Tablas

Tabla 1: Comparación entre keynesianos y monetaristas 31
Tabla 2: Sistemas del Banco Central del Ecuador 37
Tabla 3: Balance del Banco Central del Ecuador 38
Tabla 4: Deuda pública 64
Tabla 5: Montos negociados a través de Bolsa de Valores 67

Introducción

La liquidez es la capacidad que se tiene para cumplir con las obligaciones a corto plazo, y está definida en el dinero circulante y los activos que pueden transformarse en dinero de manera inmediata. (Duarte, 2011) Es importante considerar que en el momento en el que se empieza a adquirir diferentes tipos de bienes el Estado debe contar con la liquidez suficiente para abarcar con la adquisición y así tener la capacidad para el cumplimiento de las obligaciones, esto significa generar la liquidez suficiente, ya que la falta de liquidez desencadena en el incumplimiento de las obligaciones, incrementando así el costo financiero por mora.

La política monetaria así como cualquier otra política económica, es planteada como una interacción entre los distintos actores de la economía, autoridad y ciudadanía, no es un proceso aislado, sino que, está en continuo cambio mientras se adapta a los requerimientos que la economía necesita, es por ello que la autoridad es la encargada de revisar y plantear tanto la política como los instrumentos mientras que el público se ajusta a los cambios. Por lo tanto los resultados de la política son netamente endógenos ya que son el resultado de las autoridades que actúan como hacedores de política con el fin de controlar y mantener la estabilidad económica**.**

Entre los mecanismos de política monetaria se encuentran:

- Política de descuento
- Variación del coeficiente de caja
- Operaciones de mercado abierto
- Variación tipo de interés

La política monetaria utiliza diversos instrumentos para cumplir cuatro objetivos principales:

- Controlar la inflación
- Reducir el desempleo
- Conseguir crecimiento económico
- Mejorar el saldo en la balanza de pagos

En Ecuador bajo el esquema de dolarización y bajo el Plan Nacional para el buen vivir 2013, el Estado es el encargado de garantizar y generar las políticas públicas que estén direccionadas hacia un dinamismo de la economía con la finalidad de brindar seguridad financiera (Consejo Nacional de Planificación, 2013). Ante estos compromisos y responsabilidades delineadas desde el ámbito teórico, gubernamental y constitucional, se

hace necesario conocer realmente la evolución de la estrategia de emisión de Títulos del Banco Central (TBC) como mecanismo de reciclaje de dinero, y determinar el impacto que tuvo en la economía, debido a que las acciones de política monetaria tomadas por la autoridad afecta la evolución de precios.

El sector real de la economía se ha visto afectado por diversos factores en el último año, entre los principales se encuentra la caída del precio del petróleo, la apreciación del dólar, el déficit fiscal, la disminución de las exportaciones e importaciones, la reducción del crédito y del consumo y la recesión económica en relación con los factores previamente mencionados. En este sentido, es sustentable el ajuste del Gobierno a las provisiones de crecimiento. Al igual que las proyecciones presentadas por el Fondo Monetario Internacional, el cual proyecto un crecimiento del menos cuatro por ciento para 2015 y un crecimiento del uno por ciento para el 2016.

La primera responsabilidad que tiene el Banco Central del Ecuador es manejar la liquidez de la economía, solidez y seguridad del sistema financiero mientras que busca evitar el riesgo sistémico, lo que implica asegurar el adecuado funcionamiento del régimen de dolarización y para ello el banco cuenta con varios mecanismos de acción inmediata e instrumentos de política monetaria, crediticia y financiera para ejercer control.

Los mecanismos se adaptan a los requerimientos de la economía, la misma que en el Ecuador puede definirse como compleja y cambiante, es así como el Banco Central realiza dos operaciones fundamentales para el manejo de liquidez:

1. Para contraer liquidez, retira dinero de la economía. El BCE lo hace a través de la colocación de títulos.

2. Para proveer liquidez, inyecta dinero en la economía. El BCE “re-compra” temporalmente a descuento los títulos emitidos en el numeral anterior.

En este contexto, el Gobierno consideró la emisión de Títulos del Banco Central.

Los Títulos del Banco Central han permitido al Estado liquidar las cuentas por pagar pendientes con sus proveedores. Asimismo, existe la posibilidad de utilizar los TBC para pagar tributos, lo que constituye el fin de reciclaje de dinero, formando un instrumento de operación de mercado abierto dentro de las operaciones de reporto autorizadas por el Banco Central.

Analizar los Títulos del Banco Central, comprende un tema de actualidad así como también tiene una importante relevancia en las decisiones de política, ya que comprenden un mecanismo de reciclaje de liquidez y funcionan como un instrumento de reordenamiento monetario cuyo fin es modular la volatilidad de los flujos monetarios de la economía, para y fortalecer el sistema económico (Banco Central del Ecuador, 2001).

El estudio pretende analizar la estrategia Título del Banco Central y luego del análisis de su efectividad proponer mejoras para mitigar los efectos negativos del reciclaje de liquidez. La investigación analiza en el primer capítulo la política monetaria así como el aporte de los principales autores de teoría monetaria con el fin de tener una apreciación del funcionamiento de política monetaria así como la importancia de la liquidez en la economía.

El segundo capítulo brinda una descripción del Banco Central del Ecuador y su trascendencia histórica desde los primeros años desde su creación hasta llegar a la dolarización en la que los instrumentos así como los objetivos de política monetaria son redefinidos y su rol se centra en la estabilidad macroeconómica.

El tercer capítulo define la importancia de la liquidez en la economía y sobre todo en una economía dolarizada. Posteriormente se caracteriza el modelo económico utilizado en el período presidencial del economista Rafael Correa el mismo que fue protagonizado por un alto nivel de gato e inversión que fue sostenido principalmente por los ingresos petroleros, sin embargo frente a una caída del precio del petróleo sumado a la apreciación del dólar complicaron el entorno económico y que resultaron en la disminución de liquidez disponible, haciendo que el Estado recurra a los Títulos del Banco Central para la compensación de sus deudas.

A partir del estudio realizado se concluye principalmente en la importante de definir una política monetaria así como presentar un escenario claro en el cual el Banco Central como autoridad monetaria, define sus objetivos en función de sus capacidades e instrumentos disponibles. El no tener un fondo de liquidez suficiente para afrontar un periodo de crisis hizo que los Títulos del Banco Central sean utilizados como un mecanismo emergente que permitió al gobierno aliviar el pago con sus proveedores así como las empresas que se vieron beneficiadas por este mecanismo pudieron a su vez subsanar sus deudas con empresas así como con el Servicio de Rentas Internas.

Las recomendaciones que surgen a partir de la investigación demuestran en primer lugar que la difusión y promoción del mecanismo Títulos del Banco Central no fue suficiente y si bien muchas empresas se vieron beneficiadas con esto, existen muchas también que se encuentran a la espera del pago, adicionalmente se toma en consideración la aplicación del mecanismo en época de crisis como resultado de una falta de precaución por lo que se recomienda siempre un análisis previo de la liquidez disponible así como la liquidez que se tendrá y realizar una planificación en base a diferentes escenarios.

Metodología de Trabajo

La importancia de la política monetaria radica esencialmente en la estabilización del ciclo económico, para lo cual, es necesario analizar el sector real. Ecuador actualmente presenta un déficit presupuestal que afecta a las finanzas públicas, el cual se origina antes de la caída del precio del crudo en 2014. Esta reducción coincide con una situación fiscal complicada que en los últimos tiempos se ha caracterizado por un gasto público que consistentemente excede a los ingresos. (Oleas, Mosquera, & Bucaram, 2015)

El éxito de la política monetaria depende en gran parte de la capacidad del gobierno para aplicar política de acuerdo a la situación que enfrente el país, sin embargo en un país con dolarización, como es el caso del Ecuador, las decisiones de política monetaria pueden verse restringidas. El principal actor es el Estado, quien tiene la función directa de ejercer política y aplicarla, por otro lado está el sector privado y la sociedad que influyen en la aplicación y buen manejo de la política monetaria.

La política monetaria en el Ecuador a partir de la dolarización no se vio perdida del todo ya que existen herramientas que pueden ser aplicadas, sin embargo la capacidad del Banco Central para actuar como prestamista de última instancia es limitada ya que no existe una moneda propia. En lugar de eso se crearon mecanismos alternos, como el fondo de liquidez, que presta a bancos, inclusive por horas; y mecanismos de reciclaje, puesto que, como el Banco Central no tiene como función actuar como generador de crédito puede captar excedentes de liquidez de los bancos, y colocarlos a los bancos deficitarios. Este mecanismo hace más eficiente a la liquidez existente en la economía.

Para finales del año 2014 los precios del petróleo así como la apreciación del dólar, hicieron que las decisiones en materia de gasto público e inversión pública tomadas por el gobierno sean cuestionadas. Los recursos de los ingresos petroleros se destinaron a una fuerte inversión, lo que desencadenó en dificultades al no generar los recursos suficientes para cubrir el pago a los proveedores en los tiempos requeridos.

Las erróneas proyecciones realizadas por el gobierno para su presupuesto en base a un precio del petróleo de aproximadamente USD 60 vs un precio real de USD 30, causaron un ajuste del presupuesto, restringiendo en primer lugar la inversión y la suspensión de varios proyectos, consecuencia de la falta de pago a los proveedores del estado, culminando en un aumento en los niveles de desempleo.

De acuerdo al Código Orgánico Monetario y Financiero, el Art. 27 determina que el Banco Central tiene por finalidad la instrumentación de las políticas monetaria, crediticia, cambiaria y financiera del Estado, mediante el uso de los instrumentos determinados en el Código y en base a esto se respalda el Art. 126 que determina La Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, autorizara al Banco Central del Ecuador, dentro de los límites de sostenibilidad de la balanza de pagos, la emisión de valores denominados Títulos del Banco Central (TBC), fueron emitidos de manera que tengan renovación automática y se encuentren respaldados en su totalidad con los activos del Banco Central del Ecuador. (Asamblea Nacional, 2014)

Tanto gastos como ingresos del sector público se han expandido a partir del año 2007, el crecimiento del gasto se incrementa sustancialmente según el Banco Central del Ecuador (BCE) y el Ministerio de Finanzas (MF). Por otro lado, entre 2007 - 2014, los gastos del sector público no financiero (SPNF) crecieron un promedio anual de 15,4%; mientras que la tasa de crecimiento promedio del gasto entre 2002 - 2006 que fue de 6,1%. Asimismo, los ingresos del SPNF los crecieron en promedio más entre 2007 - 2014 (11,9%) que en el periodo 2002 - 2006 (8,8%). Este cambio de comportamiento en el patrón fiscal se debe al crecimiento económico existente.

El Banco Central del Ecuador dentro de su misión se encuentra garantizar el funcionamiento del régimen monetario, controlar la inflación e impulsar el crecimiento económico del país y canalizar el ahorro hacia el crédito.

El mecanismo de reciclaje de liquidez, contemplado en el Artículo 20 de la Ley de Régimen Monetario y Banco del Estado, constituye un instrumento de Reordenamiento Monetario que permite modular la volatilidad de los flujos monetarios en la economía. Reciclar la liquidez del sistema financiero significa recoger excedentes de liquidez que existan en la economía, mediante la emisión de Títulos del Banco Central (TBC) y Obligaciones del Banco Central del Ecuador (OBC), y canalizarlos a través de Operaciones de Reporto, hacia instituciones financieras que presenten necesidades temporales de liquidez y que no puedan acceder de manera suficiente al mercado interbancario. De tal forma, se reduce el riesgo del sistema financiero al evitar que problemas temporales de liquidez de determinadas instituciones financieras se perciban como dificultades de solvencia. El mecanismo de venta de títulos es por colocación directa en la que participan instituciones financieras privadas y públicas. Los TBC son emitidos a tasa fija y las OBC son emitidas a tasa fija o variable.

La investigación partió de un análisis monetario, en el que se definió el aporte de las principales corrientes económicas sobre el uso del dinero y la importancia de la liquidez, además se analizaron los diferentes instrumentos de política monetaria haciendo énfasis en las operaciones de mercado abierto, que marcó el punto de partida para determinar las acciones que puede realizar el Banco Central. La importancia del análisis de la instrumentación práctica de los Títulos del Banco Central permitió contar con una visión clara sobre el manejo de la liquidez en el Ecuador para así determinar cómo el reciclaje de liquidez se convirtió en una alternativa para que el Estado pueda mitigar su falta de liquidez.

El 20 de septiembre de 2016 el comercio publicó la noticia que describe cómo hasta la fecha el Banco Central ha transferido al Gobierno Central un valor de USD 399.6 millones por concepto de crédito de liquidez a corto plazo y son parte de las políticas contra cíclicas para que evitar un decrecimiento mayor de la economía. Es importante señalar que estos créditos están en función de la reserva internacional que es el mayor respaldo del crédito.

Es así como para la compensación de deudas pendientes entre el Estado y sus proveedores, se crearon los Títulos del Banco Central (TBC) a mediados del 2015, con el objetivo de dinamizar la economía y propiciar la recirculación de liquidez.

Los objetivos que se buscan a partir de la investigación son los siguientes:

Objetivos

General

- Analizar los Títulos del Banco Central para el mecanismo de reciclaje de liquidez

Específicos

- Analizar la situación de la política monetaria en el caso del Ecuador
- Definir el funcionamiento del Banco Central en un país con dolarización
- Identificar los resultados del uso de los Títulos del Banco Central para el Estado, Mercado de Valores y empresas.

Preguntas de investigación

General

- ¿Cuál es la incidencia de los Títulos del Banco Central como mecanismo de reciclaje de liquidez?

Específicas

- ¿Cómo funciona el manejo de liquidez del Banco Central en dolarización?
- ¿Cuáles son las ventajas y desventajas de los Títulos del Banco Central como mecanismo de reciclaje de liquidez?
- ¿Cuál es el aporte de los Títulos del Banco Central en las empresas y el Mercado de Valores?

Estrategia de Investigación

La investigación es de tipo explorativa y descriptiva, ya que al ser los Títulos del Banco Central un tema relativamente nuevo se analizan los antecedentes de la política y con ello busca describir en un primer plano las funciones del Banco Central del Ecuador en dolarización y la importancia de los Títulos del Banco Central como un mecanismo de reciclaje de liquidez y a partir de ellos se busca evaluar la incidencia de las transacciones de TBCs para el mercado de valores, así como para el Estado y empresas.

El enfoque de la investigación es mixto porque abarca datos cuantitativos y cualitativos. Los datos cualitativos surgen de las técnicas y métodos a emplear, es decir, de entrevistas a personas que se encuentran relacionadas con el tema adicionalmente se tomará en cuenta una entrevista para obtener el punto de vista de las empresas que se han visto beneficiadas con el mecanismo de reciclaje. Por otra parte, la información cuantitativa resulta del estudio estadístico de las bases de datos que actualmente existen sobre las variables presentadas.

Esas técnicas de investigación permiten conocer las consecuencias económicas y sociales de las estrategias de reciclaje de liquidez así como la efectividad, según la percepción y experiencia de los actores involucrados. La combinación de lo cualitativo y cuantitativo permite establecer la relación entre la teoría y las particularidades del mecanismo en el caso del Ecuador.

El método de investigación es el inductivo ya que partiendo de los datos, estadísticas existentes y del análisis de la dinámica real, se proponen estrategias para lograr un mayor dinamismo de los mecanismos de reciclaje de liquidez.

Fuentes de información

La información que se utilizará en esta investigación proviene de las fuentes primarias tales como libros y publicaciones y secundarias, tales como investigaciones, informes de organismos e instituciones.

Es importante mencionar que no existe una bibliografía específica que permita el análisis del mecanismo de reciclaje de liquidez por lo que en base a la experiencia de la aplicación se podrá definir los Títulos del Banco Central como mecanismo de reciclaje de liquidez.

Procedimiento Metodológico

Para el cumplimiento de los objetivos planteados se empezó con un análisis de la política monetaria en un país con dolarización para posteriormente analizar el caso del Ecuador y las funciones del Banco Central, con esto se da paso al siguiente objetivo que permite tener una evaluación de los mecanismos de reciclaje de liquidez y particularmente del mecanismo denominado Títulos del Banco Central.

Fundamentación teórica

Política monetaria

La política monetaria es la capacidad que tiene la autoridad monetaria para actuar sobre la cantidad de dinero con el fin de tener un impacto sobre las decisiones de ahorro e inversión de los individuos, con el objetivo de cambiar el nivel de precios en la economía, pero sobre todo lograr una estabilidad del ciclo económico.

Historia de la política monetaria

Durante varios siglos la acuñación de monedas e imprimir papel moneda, fue la actividad decisiva para influir en la cantidad de dinero disponible en la economía así como para generar crédito. A pesar de que estas herramientas siguen siendo utilizadas en la actualidad, han pasado a un segundo plano de importancia.

Históricamente, China es el primer país que registra la impresión de papel moneda o billetes en el siglo VII y fue conocido como jlaozi y era un derivado de las cartas reales que los súbditos tenían que dar a su portador una mercancía fijada. Posteriormente la dinastía Yuan utilizó los billetes en circulación como un medio de pago, lo que desencadenó en una inflación debido a una impresión excesiva de billetes para mantener su posición en el poder, para ese entonces el gobierno y la política monetaria se encontraban fuertemente ligados. (Chafloque, 2014)

En 1964 se creó el Banco de Inglaterra que tenía entre sus funciones la impresión de billetes con un respaldo en oro físico, es así como la política monetaria empieza separarse del poder ejecutivo.

Los bancos centrales alrededor del mundo empezaron a surgir entre 1870 y 1920, uno de ellos fue la Reserva Federal de los Estados Unidos creada en 1913.

El tipo de cambio fijo era un término que se encontraba muy relacionado a la política monetaria ya que era necesario mantenerlo por el comercio de la divisa nacional y la extranjera, por lo que fue necesario establecer un interés para cobrar a los prestatarios que necesiten liquidez. Debido a que las tasas de interés afectaban directamente al tipo de cambio y debido a esto era necesario realizar ajustes mensuales, se establece que el Banco Central será prestamista de última instancia (Efxto, 2012).

En la segunda mitad del siglo XX, la política monetaria se centraba en el crecimiento de la oferta monetaria y su efecto sobre la macroeconomía en los países que para ese momento marcaban un nivel más alto de desarrollo (Efxto, 2012). Esta era la idea principal de los economistas monetaristas, algunos de los más influyentes fue Milton Friedman, premio Nobel de ciencias económicas en 1976, quien llegó a afirmar que los agregados de deuda pública contraída por los gobiernos durante etapas de recesión económica serían financiados por la creación de la misma cantidad de dinero para estimular la economía. Sin embargo, este tipo de política centrada en objetivos de crecimiento de la oferta monetaria ha llevado a resultados

no tan satisfactorios en varias ocasiones. Por ejemplo, en 1979 la Reserva Federal de los Estados Unidos se centró en crear y dar salida a más dinero aumentando la oferta monetaria disponible para estimular el crecimiento económico; pero no dio resultado. En la práctica existen complejas relaciones entre la oferta monetaria y otras variables macroeconómicas que hacen esta política poco práctica. (Flandreau, 2006)

El modelo clásico

El modelo clásico parte de un análisis de la evidencia y plantea que la cantidad de dinero circulante en la economía puede tener un impacto en la inflación. Adicionalmente reconoce la existencia de determinantes relacionados al sistema capitalista que permiten alcanzar el pleno empleo en la economía. Se reconoce una economía que se autorregula por sí sola.

Ley de Say

La Ley de Say formulada por Jean Baptiste Say (1767 – 1832) plantea que la oferta de bienes determina su propia demanda, por lo cual la teoría de tener una sobreproducción no es posible y se deduce la existencia de pleno empleo tanto de la mano de obra así como otros recursos utilizados en la producción. En conclusión las variables reales se encuentran relacionadas con otras variables reales.

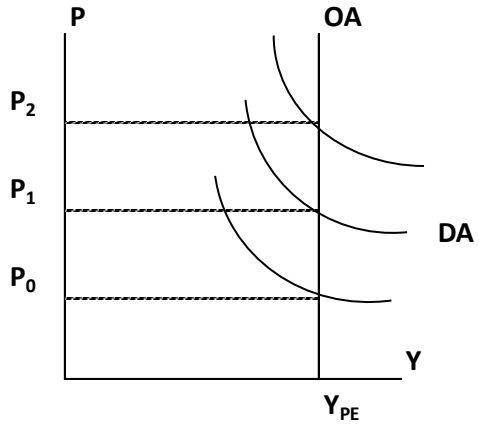
El modelo clásico ampliado

El modelo clásico parte de un análisis de la evidencia y plantea que la cantidad de dinero circulante en la economía puede tener un impacto en la inflación. Adicionalmente reconoce la existencia de determinantes relacionados al sistema capitalista que permiten alcanzar el pleno empleo en la economía.

Teoría Cuantitativa del Dinero

Tras la conquista del nuevo continente, era necesario encontrar una explicación de la inflación que se dio en Europa, ya que el origen principal se creía que estaba en el aumento de la cantidad de oro trasladado desde el nuevo continente hacia el viejo, sobre todo hacia España y Portugal, sin embargo la capacidad productiva no iba creciendo a la par del traslado de metales, por lo que resultado de que las personas poseen una mayor cantidad de dinero y por lo tanto demandaban más bienes y servicios que, no eran suficientes para toda la población, los precios se elevaban constantemente.

Gráfico 1: La expansión monetaria y el aumento de precios



Fuente: Gaviria, 2007
Elaborado por: Gaviria, 2007

De acuerdo a la visión clásica, el resultado de un incremento en la cantidad de dinero circulante en la economía deriva en una expansión de la demanda agregada y por ello se da un incremento de los precios, partiendo de una situación de pleno empleo.

Postulados de la teoría cuantitativa del dinero

La teoría cuantitativa clásica del dinero, tiene como principal postulado la relación positiva entre la cantidad de dinero existente en la economía y la variación de los precios.

Jean Bodin (1530 – 1596) podría considerarse como uno de los promotores de la teoría cuantitativa del dinero, ya que plantea que el aumento de los precios de los bienes esenciales es mayor a la depreciación de la moneda, por lo que determina que existe una inflación nominal y real, que es un efecto de la gran cantidad de oro y plata que crece en relación indirecta con la cantidad de bienes.

David Hume (1711 – 1776), en su postulado define la homogeneidad como una relación inversa entre bienes y precios, es decir que a mayor cantidad de bienes existentes en la economía el precio será menor y viceversa como una ley de asociación de causa – efecto, lo que constituye un resultado racional.

David Ricardo (1772 – 1823) deja de lado los bienes y servicios para enfocarse en un análisis del largo plazo, determina que mientras cualquier factor tenga un impacto en los precios en el corto plazo todas las variaciones que resulten son producto de aumento o disminuciones de la cantidad de dinero, así fue como este argumento se posicionó como el pilar fundamental de la teoría cuantitativa del dinero.

Formulación

La idea de Jean Bodin sobre la cantidad de dinero marcó el punto de partida y determina el precio de los bienes, pasando por David Hume y llegando a David Ricardo, fueron varios teóricos que intentaron formalizar los planteamientos y postulados de la teoría sin embargo fueron los trabajos de Irving Fisher y Alfred Marshall los que lograron consolidar los principales logros que sustentan la teoría monetaria clásica.

Irving Fisher: Ecuación de cambio

Irving Fisher (1867 – 1947), fue un matemático norteamericano y doctor en economía a quien se le atribuye el planteamiento de un marco matemático que concluye en la teoría cuantitativa.

Si bien no es posible que la medir la rapidez con la que se gasta un dólar en particular, se puede analizar la velocidad media de los movimientos del dinero. (Spencer, 1993)

The Purchasing Power of Money (1911) muestra que la forma simple de la ecuación de Fisher parte del principio en el cual la suma total de dinero pagada por los compradores en una economía siempre es igual a la suma de dinero recibida por los vendedores, es decir que toda compra o venta tiene su contrapartida monetaria equivalente. Entonces, la suma de dinero pagada por los compradores de una economía puede asimilarse como igual a la cantidad de dinero existente en esa economía (oferta de dinero) multiplicada por la cantidad promedio de veces en que cada unidad monetaria participa en una transacción en determinado periodo de tiempo (concepto más conocido como la velocidad de circulación del dinero).

Esto se puede definir matemáticamente de la siguiente forma:

$MV = PY$

Donde:

- M es la oferta de dinero, y es determinada por la autoridad monetaria por lo tanto es considerada como una variable exógena, es decir, toma valores sin depender de otra variable.

- V es la velocidad de circulación del dinero, es el número de veces al año que en promedio el dinero se gasta en alguna transacción, es una variable que depende del comportamiento de las personas que a su vez no se relaciona con ninguna otra variable, por lo cual es considerada como una constante.

- P es el precio medio de los bienes y servicios, es la variable dependiente de la ecuación y se ajusta de manera endógena con el fin de mantener el equilibrio entre el dinero entregado por los compradores y el dinero recibido por los vendedores.

- Y es el ingreso, que es considerado como una constante.

Lo que la muestra la evidencia respecto a la ecuación es importante diferenciar el corto del largo plazo, es así como históricamente se puede concluir que:

1. Cambios en el precio (P) resultan en cambios en la oferta de dinero (M) en el largo plazo. Como fue lo sucedido en Europa con transporte de metales preciosos, dando como resultado el aumento en los precios debido a un aumento de la oferta monetaria.

2. La velocidad de circulación del dinero (V) en el corto plazo varía mucho, pero en el largo plazo presenta un crecimiento constante, lo que hace que la producción varíe durante el año.

Se puede concluir que si bien la teoría cuantitativa del dinero no sirve para predecir los cambios en el precio en el corto plazo debido a un cambio en la oferta monetaria, constituye un elemento útil para determinar el impacto de las fuerzas monetarias sobre el cambio de los precios en el largo plazo (Gaviria, 2007).

Efecto de los cambios de la oferta de dinero sobre los precios en la economía

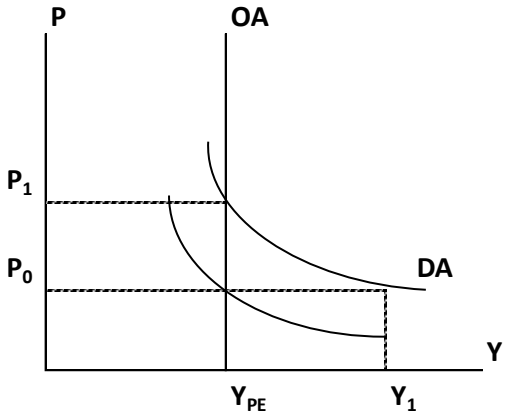
La comprobación de que la cantidad de dinero en una economía desencadena en una variación en los precios, es explicada por David Hume y David Ricardo.

De acuerdo a Hume las variaciones en la oferta de dinero se transmiten a los precios a través de los cambios que se producen en el corto plazo en los salarios y en el nivel de empleo.

En el caso de un incremento en la cantidad de dinero, genera inicialmente una mayor demanda de bienes y servicios en la economía lo cual estimula una mayor producción y, como resultado de ello se traduce en el corto plazo en un incremento en el nivel de empleo lo cual da como siguiente resultado una mejora en el salario de los trabajadores. (Gaviria, 2007)

El incremento en los salarios, en el largo plazo, resulta en un aumento de los costos, lo que se refleja en el aumento de precios lo que reduce la demanda ya que los productos no se encuentran al alcance de las personas y por último disminuye el nivel de empleo porque la industria no puede abarcar con los costos, lo que viene a ser un círculo en el que el aumento de los precios se mantiene.

Gráfico 2: Mecanismo de transmisión de acuerdo a David Hume

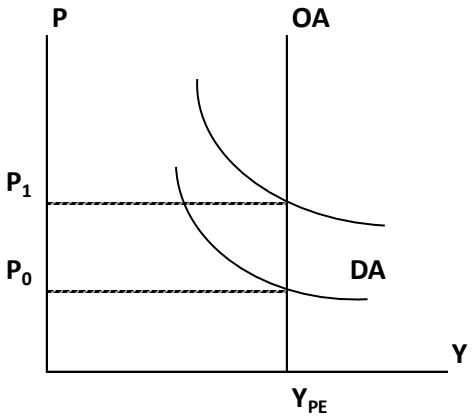


Fuente: Gaviria, 2007
Elaborado por: Gaviria, 2007

Bajo una teoría clásica, Hume determina que una mayor cantidad de dinero en la economía, resulta en el incremento de la demanda de dinero por parte del público, haciendo que el sector productivo tenga un mayor dinamismo, aumentando así los niveles de producción y empleo, que posteriormente desencadena un aumento en los salarios y los precios, lo que en largo tiempo regresa a la demanda inicial, haciendo este proceso sostenible.

David Ricardo por otro lado establece una relación directa entre la cantidad de dinero y el nivel de precios, sin realizar una distinción entre el corto y largo plazo, ni tampoco entre el empleo y la producción. En términos generales, la expansión de la oferta de dinero desencadena en un aumento de la demanda agregada, lo que hace que los precios se eleven debido a que la economía no avanza a responder al comportamiento de la demanda.

Gráfico 3: Mecanismo de transmisión de acuerdo a David Ricardo



Fuente: Gaviria, 2007
Elaborado por: Gaviria, 2007

Tras un aumento en la cantidad de dinero en la economía se da una expansión de la demanda, haciendo que los precios se incrementen automáticamente, debido a que la economía no logra responder a tiempo a este aumento.

Alfred Marshall: La ecuación de saldo efectivo

La versión formalizada del dinero se les atribuye a Alfred Marshall y Arthur Pigou, en su trabajo conocido como el Enfoque de Cambridge, ya que fue desarrollada en la universidad con el mismo nombre, la teoría inicia considerando un mercado monetario, en el que la disponibilidad de dinero, es decir la oferta, es fijada por la autoridad monetaria y constituye una variable exógena, por otro lado el dinero requerido por las personas, es decir la demanda, está relacionada con el comportamiento y las necesidades de los individuos de manera endógena, esta necesidad de dinero es cuestionada por Marshall y Pigou, quienes buscan determinar los factores que influyen en el monto necesario, tomando en cuenta que los agentes económicos toman decisiones racionales, que implica maximizar su beneficio o utilidad y minimizar sus costos o riesgos, prefiriendo así lo más de lo bueno y menos de lo malo.

Se determina que la demanda de dinero no solo depende de las transacciones que realice el individuo sino que, como ya fue planteado por Fisher, el ingreso es la restricción que impide al individuo realizar todas las transacciones que quisiera y adquirir todos los bienes que desea, adicionalmente las tasas de interés toman un papel importante ya que representan el costo de oportunidad entre realizar la transacción o mantener el dinero.

La ecuación de Cambridge define que el número de transacciones que realice el individuo se encuentra ligado a su ingreso, lo que significa que el interés del individuo se encuentra en su poder adquisitivo, lo que matemáticamente se define:

$M^d = k \times Y'$

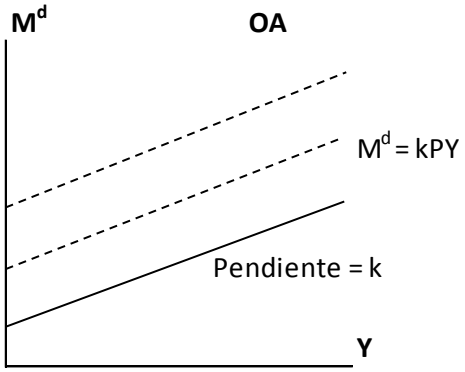
$Y' = P \times Y$

$M^d = k \times (P \times Y)$

Donde:

- M^d es la demanda de dinero
- k es la proporción del ingreso que se demanda como dinero
- P es el nivel de precios
- Y renta real

Gráfico 4: Función de demanda de acuerdo al enfoque de Cambridge



Fuente: Gaviria, 2007
Elaborado por: Gaviria, 2007

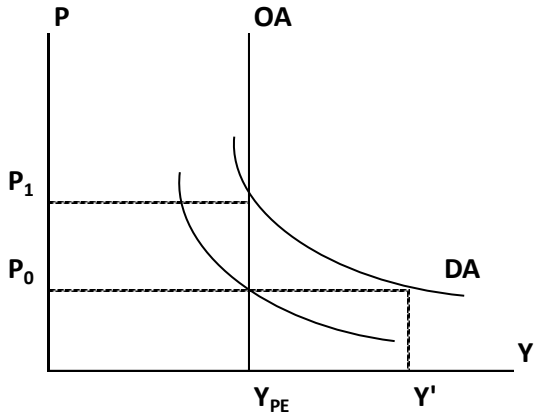
La proporción del ingreso que se demanda como dinero (k) puede disminuir debido a la tecnología bancaria, como son las tarjetas de crédito y dinero que sustituyen el efectivo, otro factor importante a la hora de analizar k es el período de tiempo de pago ya que mientras más corto sea éste, menor será el valor de k.

Mecanismo de transmisión de acuerdo al enfoque de Cambridge

El enfoque de Cambridge se centra en definir que los desequilibrios en la oferta de dinero son resultado de un aumento en la oferta de dinero, por ello las personas tienen más dinero en sus manos, lo que representa un costo de oportunidad frente al interés que no se gana, por esto las personas buscan disminuir esta cantidad de exceso de dinero adelantando sus compras, la demanda agregada se expande como resultado y los precios se elevan pero la economía tarda en responder al efecto de la demanda por encontrarse en pleno empleo.

El incremento de los precios deriva en que la demanda agregada regrese a su estado inicial, manteniéndose la variación de los precios, es por ello que resultado del aumento de los precios es necesario aumentar de la misma forma la cantidad de dinero para mantener el nivel de transacciones, lo que hace que el mercado de dinero se recupere en el momento que la demanda de dinero aumente en términos nominales de la misma forma que aumentaron los precios y la cantidad de dinero.

Gráfico 5: Función de demanda de acuerdo al enfoque de Cambridge



Fuente: Gaviria, 2007
Elaborado por: Gaviria, 2007

El modelo keynesiano

El modelo keynesiano nace como una crítica al modelo clásico luego de la Gran Depresión de los años 30s.

El modelo keynesiano surge a partir de que el pleno empleo no regresaba luego de la Gran Depresión por lo que fue necesario incorporar nuevos determinantes al modelo, tales como ingreso real y la producción real. Es por ello que una de las conclusiones a las que llega Keynes es que puede darse un incremento de la producción real y no necesariamente esto tiene que hacer que los precios aumente, por lo que la participación del Estado es fundamental debido a que puede aumentar el gasto y de esta forma fomentar la producción en el corto plazo.

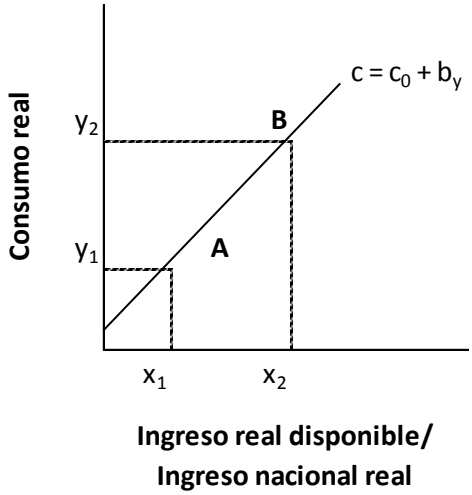
Función de consumo: Keynes analiza varios determinantes para el consumo sin embargo se enfoca en el ingreso real disponible y plantas dos proporciones comprobables:

- El consumo real así como el ahorro real se encuentra relacionadas por el ingreso real disponible.

- Si el ingreso real disponible aumenta va a tener un efecto directo en el consumo y ahorro real.

- Si existe un aumento del ingreso real disponible, el porcentaje destinado al consumo va a disminuir y el porcentaje destinado al ahorro va a aumentar.

Gráfico 6: Función de consumo keynesiana



Fuente: Miller & Pulsinelli, 1992
Elaborado por: Miller & Pulsinelli, 1992

Función de inversión: para el análisis de gasto agregado Keynes considera la inversión en el sentido que éste genera un flujo de ingresos para el futuro.

La relación entre el modelo keynesiano y la acción del gobierno tiene dos implicaciones en los gastos que realiza:

- Compras de bienes y servicios
- Transferencias a personas

El modelo keynesiano ampliado

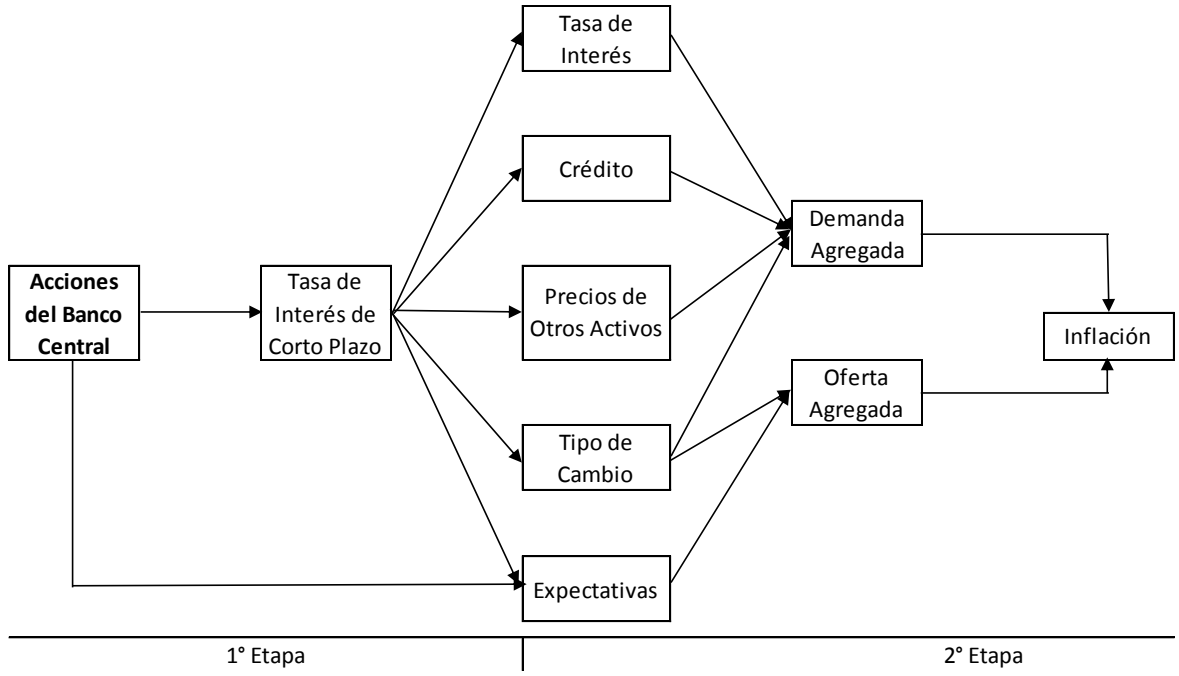
Para definir el modelo ampliado Keynes toma postulados de Irving Fisher y Alfred Marshall para considerar una precaución de dinero, es decir el público decide mantener una cantidad de dinero para enfrentar posibles crisis relacionadas con la falta de dinero, y esto se encuentra relacionado a la tasa de interés debido a que una mayor tasa de interés incentiva al público a mantener su dinero ahorrado y si disminuye el público preferirá consumir su dinero.

Demanda especulativa de dinero: de acuerdo a Keynes la demanda de dinero es el motivo principal para la precaución de dinero, por esta razón una persona puede mantener una cantidad de dinero de forma voluntaria debido al incentivo de ganancia o pérdida que esperen.

La relación da la política monetaria y Keynes se encuentra definida en la trampa de liquidez que plantea que cuando existe una tasa de interés próxima a cero los individuos tienen una preferencia absoluta por mantener liquidez. En caso de existir una recesión la política monetaria expansiva no tiene ningún efecto.

Canales de transmisión de política monetaria

Gráfico 7: Canales de transmisión de la política monetaria



Fuente: Banco de México, 2012
Elaborado por: Banco de México , 2012

Los canales de transmisión se refieren a las vías por las que los cambios en la política monetaria tienen un impacto en los precios y la producción.

El punto de partida para identificar los canales de transmisión y definir el funcionamiento de la economía en cada país. Se parte analizando la rigidez del mercado, el manejo de la información y si el mercado es completo o incompleto para así poder determinar el impacto que tendrá la implementación de la política monetaria.

La transmisión de la política monetaria empieza su primera etapa determinando la necesidad de liquidez que tiene la economía, las decisiones son tomadas por el banco central tras un exhaustivo análisis, la autoridad monetaria realiza cambios en los valores del balance o con instrumentos que tengan un impacto en la tasa de interés.

Posteriormente se da paso a una segunda etapa en la que la tasa de interés, el crédito, el tipo de cambio, el precio de otros activos y las expectativas tienen un impacto directo en los precios.

Objetivos de la política monetaria

La política monetaria tiene diversos objetivos, los cuales deben ser analizados referente al contexto en el que se tomen las decisiones, sin embargo la mayoría de autores coinciden en los siguientes:

- El primer objetivo de política monetaria se enfoca principalmente en la inflación, cuyo fin es mantener un nivel de precios a lo largo del tiempo, ante cambios en el nivel de precios se toman políticas restrictivas o expansivas en el caso de que la inflación tenga niveles bajos.

- Controlar que las importaciones no superen a las exportaciones, es necesario para mantener el saldo en la balanza de pagos con el fin de evitar el incremento de la deuda y la dependencia de productos.

- Mantener los niveles de inversión ayuda a que exista empleo y como consecuencia se logra conseguir crecimiento económico para asegurar bienestar.

Cabe señalar adicionalmente que si bien se pensaría que el fin de la política monetaria es influir en los precios, los mismos son el resultado de la interacción entre la oferta y demanda.

Instrumentos de la política monetaria

Para cumplir con sus objetivos la autoridad monetaria define su estrategia a partir de diversos instrumentos. La elección de un instrumento de política monetaria depende de varios factores tales como la facilidad de manejo y la información disponible, lo que lleva a lograr el objetivo que se busca con la aplicación de la política.

Operaciones de mercado abierto

El fin de las operaciones de mercado abierto es controlar la cantidad de dinero en la economía a través de la compra y venta de activos financieros.

- Compra de activos financieros: al realizar esta acción se inyecta dinero en la economía, es decir la autoridad monetaria entrega dinero a cambio de títulos, haciendo que se incrementen los activos del banco central, lo que resulta en un aumento de los depósitos de los bancos comerciales reflejados en las reservas que se ven obligados a mantener, incrementando la base monetaria y por lo tanto la oferta monetaria. A esto se lo conoce como operación de mercado abierto expansiva.

- Venta de activos financieros: se da en el momento en el que el banco central vende bonos a los bancos comerciales, es decir retira dinero de la economía. Los bancos comerciales reciben activos financieros a cambio de dinero, lo que resulta en la disminución de las reservas debido, haciendo que la base monetaria disminuya así como la oferta. A esto se le conoce como operación de mercado abierto contractiva.

Las características principales de las operaciones de mercado abierto son:

- Se basan en decisiones voluntarias de los agentes económicos.
- Se realizan a través de títulos representativos de la deuda pública.
- Poseen una gran flexibilidad. La autoridad monetaria puede actuar en forma inmediata sobre la liquidez de la economía mediante el uso de las operaciones de mercado abierto. (Botero, 1987)

La filosofía de las operaciones de mercado abierto no tiene nada que ver con la financiación del presupuesto gubernamental, ni con la sustentación de la deuda pública y que el Banco Central persigue exclusivamente aumentar o contraer la liquidez del sistema bancario y, por ende, la capacidad crediticia del mismo, o sea, la creación y esterilización del dinero. (Pieschacón, 1976).

Variación de coeficiente de caja

El encaje bancario o la variación del coeficiente de caja, como también se lo conoce, tiene distintos fines entre los que se encuentran mantener la liquidez, variación de los agregados monetarios, incentivar el ahorro y crédito, defender el régimen cambiario.

El encaje bancario corresponde a las reservas que los bancos comerciales tienen la obligación de depositar en el banco central, lo que significa que si el coeficiente de caja es alto, el dinero circulante en el mercado es menor y viceversa.

- Aumento de la tasa de encaje: el resultado de esta acción se transmite en una contracción de la oferta monetaria, debido a que disminuye el dinero circulante en el mercado para precautelar los depósitos de los clientes, esto hace que se encarezca el costo del dinero, reduciendo así también la demanda de dinero y la demanda agregada, resultando en una menor presión inflacionaria. El aumento de la tasa de encaje corresponde a una política monetaria contractiva.
- Disminución de la tasa de encaje: el resultado de esta acción se transmite en una expansión de la oferta monetaria, lo que permite a los bancos prestar más dinero al público, esto hace que se disminuya el costo del dinero, aumentado así también la demanda de dinero y la demanda agregada fomentando el consumo, resultando en una mayor presión inflacionaria. El aumento de la tasa de encaje corresponde a una política monetaria expansiva.

Tipos de política monetaria

Política monetaria expansiva

El objetivo de la implementación de una política monetaria expansiva es fomentar el crecimiento, por lo que es utilizada en tiempo de crisis y decrecimiento para lograr una reactivación de la economía.

La política expansiva empieza con bajar los tipos de interés, lo que implica el incremento de la oferta monetaria, haciendo que el costo de acceder a un préstamo por parte del público disminuya y la restricción presupuestaria se expanda a fin de aumentar el consumo así como la inversión, haciendo que la demanda agregada se incremente, logrando que exista una mayor producción y empleo. Sin embargo la implementación de una política monetaria expansiva tiene una desventaja, ya que al aumentar la cantidad de dinero en la economía por encima de lo necesario, hace que los precios aumenten.

Política monetaria contractiva

La política monetaria contractiva entra en acción cuando existe un aumento descontrolado de los precios en la economía, por lo que es necesario disminuir la oferta monetaria.

La política contractiva al contrario que la expansiva, empieza con el aumento de los tipos de interés, haciendo que la oferta monetaria disminuya debido a que aumenta el costo para pedir un préstamo, reduciendo el gasto del público y contrayendo la restricción presupuestaria, esto trae como consecuencia la disminución del consumo y la inversión, lo que hace que la demanda agregada disminuya y consecuentemente bajen los precios. Pero como un efecto negativo tenemos la disminución de la producción y el empleo resultado de una falta de liquidez en la economía limitando la posibilidad de crecimiento.

Política monetaria en dolarización

La dolarización es un proceso en el cual un país acoge de manera oficial el dólar estadounidense como moneda oficial, de esta forma la moneda nacional es reemplazada en todas sus funciones.

En una dolarización la estabilidad del sistema financiero es uno de los pilares que debe ser manejado por el riesgo de solvencia y liquidez, ya que no es lo mismo los depósitos en moneda extranjera que los depósitos en moneda nacional. En el caso de depósitos en moneda nacional el Banco Central puede intervenir como prestamista de última instancia con el costo de generar inflación. Por otro lado si los depósitos son en moneda extranjera, las reservas internacionales son el único recurso en caso de una crisis de liquidez por lo que el riesgo se incrementa en este caso. El riesgo de solvencia está ligado a los cambios de tipo de cambio.

Entre las consecuencias más importantes de la dolarización es evidentemente la pérdida de la eficacia de la política monetaria además de la pérdida de señoreaje, sin embargo existen puntos a favor y en contra como lo plantea Stephanie Schmitt – Grohé y Martin Uribe en su texto Política de Estabilización y Costos de la Dolarización, se planta que si bien la dolarización elimina el riesgo por devaluación y por ello en el largo plazo disminuye el riesgo país, este costo puede ser demasiado alto. El Banco Central además de perder el señoreaje se añade que disminuye la capacidad para actuar como prestamista de última instancia ya que se pierde la capacidad de imprimir dinero para inyectar en el sistema financiero pero posee otras herramientas, por lo que puede concluir que se pierde la fuente principal de liquidez. Otra de las desventajas es que el país ya no puede aplicar políticas para estabilizar el ciclo económico por lo que depende principalmente del manejo de la economía en el país. (Uribe & Schmmit-Grohe, 2001)

Gobierno y política

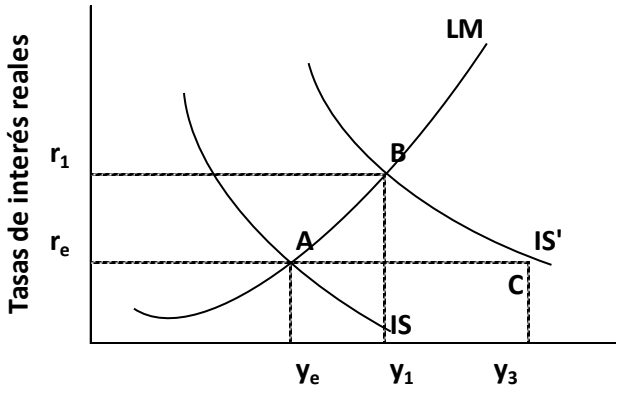
Política fiscal

De acuerdo a Miller y Pulsinelli (1992) la política fiscal permite establecer cambios en los niveles de gasto del gobierno, los impuestos y obtener préstamos con el fin de cumplir con los objetivos económicos.

Un cambio en los gastos del gobierno busca dinamizar o contraer la economía y tienen una influencia directa en los gastos agregados.

Por ejemplo si gastos como el consumo, inversión y exportaciones netas se mantienen constantes, el aumento en el gasto agregado expande la producción, el ingreso y los niveles de empleo y esto a su vez aumenta el consumo, lo que logra dinamizar la economía.

Gráfico 8: Efecto desplazamiento



Fuente: Miller & Pulsinelli, 1992
Elaborado por: Miller & Pulsinelli, 1992

Como se puede apreciar en el gráfico el incremento del gasto del gobierno causa una expansión de la curva IS, bajo el supuesto que la tasa de interés se mantiene constante el ingreso aumenta como también el deseo de tener dinero, sin embargo la oferta monetaria no siempre responde a la demanda de dinero y empiezan los problemas de liquidez.

La venta de bonos es un factor clave en esto ya que ante la falta de liquidez con el fin de que lograr un incremento de la tasa de interés para desincentivar la inversión y el consumo y el punto de equilibrio se mueve de A a B culminando en un incremento de la tasa de interés y del ingreso nacional real.

Monetaristas y keynesianos

El debate entre monetaristas y keynesianos puede ser sintetizado a partir de la siguiente tabla:

Tabla 1: Comparación entre keynesianos y monetaristas

Keynesianos puros	Keynesianos modernos	Monetaristas puros	Monetaristas modernos
La oferta monetaria no tiene importancia: un cambio en la oferta monetaria no tiene un impacto en el Producto Nacional Bruto (PNB) nominal. Un incremento en la oferta monetaria significa que el público tiene más dinero en sus manos.	La oferta monetaria es ligeramente importante, sin embargo las fuerzas institucionales pueden disminuir su efectividad.	El dinero es el único factor que importa.	La cantidad de dinero determina el nivel de ingreso nominal.
Las tasas de interés son importantes, pero la oferta monetaria no lo es. Las tasas de interés tienen relación con la inversión y la producción.	Las tasas de interés deben ser supervisadas, así como la oferta monetaria porque esta puede verse afectada por cambios en el gasto agregado en lugar de ser un resultado.	La oferta monetaria debe ser supervisada constantemente.	La oferta monetaria debe ser vigilada y no la tasa de interés, porque la oferta monetaria tiene una influencia sobre el gasto agregado.
La política monetaria rara vez resulta apropiada.	No se puede depender únicamente de la política monetaria debido a que muchos sectores son insensibles a las decisiones de política monetaria.	La política monetaria debe estar fundamentada en una norma para lograr la estabilización.	El incremento de la oferta monetaria trae como resultado la estabilización.
La política fiscal es el mejor instrumento dado que la política monetaria resulta ineficiente.	La política fiscal es el instrumento con el que se puede lograr una estabilización del gasto agregado.	La política fiscal no tiene ningún efecto sobre la demanda agregada.	La política fiscal no siempre es efectiva.

Fuente: Miller & Pulsinelli, 1992
Elaborado por: Alejandra Cueva

El debate entre keynesianos y monetaristas no solo tiene que ver con la preferencia hacia la política fiscal o monetaria respectivamente. La participación del Estado es uno de los factores claves para los keynesianos lo cual no lo es para los monetaristas.

Es importante mencionar que cada una de las teorías respondía a la situación de la economía y es por ello la discrepancia de las herramientas para conseguir la estabilización.

Importancia del análisis de la política monetaria

Como se ha mencionado a lo largo del capítulo la política monetaria es un instrumento importante para lograr una estabilización financiera, se plantean a la vez las principales teorías que comprenden el marco teórico que servirá para los capítulos siguientes.

La relación entre política monetaria y Banco Central determina los instrumentos que pueden ser utilizados para el control monetario, inflación y tasas de interés y así contribuir al crecimiento. Cabe mencionar que la política tanto monetaria y fiscal debe ser analizada de forma trascendental y no aislada porque responden a la situación económica mundial y se adapta a la nacional.

En una economía dolarizada, el análisis de política monetaria puede verse restringido debido a la influencia del país emisor por lo que el país opta por una fuerte política fiscal como instrumento para alcanzar sus objetivos macroeconómicos.

Funciones del Banco Central en Dolarización

En el año 2000, el entonces Presidente de la República del Ecuador, Dr. Jamil Mahuad, anunció el inicio del proceso de dolarización de la economía ecuatoriana, a un tipo de cambio de 25.000 sucres por dólar de Estados Unidos de América.

El folleto "La Dolarización" emitido por el Banco Central del Ecuador, dice "Un concepto amplio de dolarización es el que se refiere a cualquier proceso donde el dinero extranjero reemplaza al dinero doméstico en cualquiera de sus tres funciones.

En efecto, la dolarización de una economía es un caso particular de sustitución de la moneda local por el dólar estadounidense, como reserva de valor, unidad de cuenta y como medio de pago y de cambio. El proceso puede tener diversos orígenes, uno es por el lado de la oferta que significa la decisión autónoma y soberana de una nación que resuelve utilizar como moneda genuina el dólar (tal es el caso de Panamá). Otro origen posible, por el lado de la demanda, es como consecuencia de las decisiones de cartera de los individuos y empresas que pasan a utilizar el dólar como moneda, al percibirlo como refugio ante la pérdida del valor de la moneda doméstica en escenarios de alta inestabilidad de precios y de tipo de cambio. A partir de la dolarización oficial del Ecuador las funciones del Banco Central fueron delimitadas.

Historia del Banco Central del Ecuador

El Banco Central fue fundado en la Revolución Juliana, el 9 de julio de 1925. En sus inicios fue reconocido como un banco nacional emisor, con la finalidad de hacer frente a los gobiernos plutocráticos del momento e imponer los intereses de los seres humanos sobre los del capital, para salir de la aguda crisis que imperaba en el país.

La Revolución Juliana marca un punto de cambio, ya que antes de esta época el país no contaba con moneda oficial y varios bancos así como las haciendas se encargaban de imprimir su propio papel moneda dando como resultado una emisión sin respaldo que terminó en inflación, especulación y abuso del crédito debido que los bancos gozaban de una libertad plena y falta total de control.

Sin embargo no fue hasta 1927 que la Misión Kemmerer, liderada por Edwin Walter Kemmerer y con la colaboración de Howard Jeffererson, Oliver C. Lockhart, Joseph T. Byrne, R.H. Vorfeld y Frank Whitson Fetter, que se presentó el Proyecto de Ley Orgánica del Banco Central del Ecuador. La propuesta incluía ideas modernizantes del sistema monetario, bancario y fiscal que posteriormente pasaron a ser leyes, las cuales muchas de ellas aún se mantienen vigentes. Asimismo sobresale la importancia de la misión en el impacto en varios países de Latinoamérica debido que las propuestas planteadas eran aceptadas ya que en el momento que la Misión no tenía ningún vínculo con el país no existía un sesgo lo que generaba confianza. Para la completar la creación del Banco Central del Ecuador fue necesario crear en primer lugar la Caja Central de Emisión y Amortización cuya función era de reconocer los medios de pago y supervisar la circulación de billetes.

Por otro lado, la Misión Kemmerer dio paso también a la creación de la Superintendencia de Bancos, la Contraloría General del Estado, el Banco Hipotecario, la Caja de Pensiones, el Ministerio de Previsión Social, Trabajo, Agricultura, Beneficencia, Sanidad, Higiene, Estadística e Inmigración y Colonización, la reconstrucción del Ministerio de Hacienda, la creación de la Ley de Impuestos Internos, la Ley de Monedas, Ley General de Bancos, Ley sobre los contratos de prenda agrícola, Ley de Aduanas, etc.; y el arreglo de la deuda interna y la reanudación del pago de la deuda externa. (Gozzi & Tappatá, 2010)

La Segunda Guerra Mundial causó la subida de precios así como problemas en la balanza de pagos, por lo que la asesoría extranjera fue de nuevo necesaria, por ello en 1947 Robert Triffin quien conocía el Sistema de Reserva Federal de los Estados Unidos propone reemplazar la Ley Orgánica del Banco Central por la Ley de Cambios Internacionales (1947) y la Ley de Régimen Monetario (1948). La Ley de Régimen Monetario otorga al BCE el rol de gestor de la liquidez para financiar el desarrollo del país ("Banca Central de Desarrollo"), rol que permitió a la institución aportar a la consolidación de la economía nacional. (Banco Central del Ecuador, 2016) Con esto se atribuye al Banco Central nuevas funciones tales como la devaluación de la moneda que permitirá contrarrestar las crisis, adicionalmente tiene la autorización para entregar préstamos al Estado con el fin de salvaguardar la liquidez financiera.

En 1981 se desata una crisis de la deuda externa, resultado de un incremento de las tasas de interés a nivel mundial en el año 1979 lo que obligó al país renegociar la deuda en un proceso denominado "Sucretización de la deuda privada". Este proceso se encontró amparado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) con el fin de lograr un crecimiento económico.

La Ley de Régimen Monetario y Banco del Estado expedida en 1992 buscaba darle autonomía al Banco Central del Ecuador en el sentido de que las autoridades miembros del Directorio no se encuentren vinculadas al gobierno y utilizar instrumentos indirectos antes que directos para controlar el tipo de cambio y tasas de interés para manejar régimen de flotación controlada en el cual el rol del BCE consiste principalmente en intervenir en el sistema financiero a través de las mesas de dinero y de cambio y las subastas de bonos de estabilización monetaria (BEMs). (Banco Central del Ecuador, 2016) La autonomía del BCE se completó con la Ley General de Instituciones Financieras y la Constitución expedidas en 1994 y 1998 respectivamente.

Se puede citar el Art. 261 de la Constitución de 1998 en el que se define el Banco Central del Ecuador:

> … Persona jurídica de derecho público con autonomía técnica y administrativa, tendrá como funciones establecer, controlar y aplicar las políticas monetaria, financiera, crediticia y cambiaria del Estado y, como objetivo, velar por la estabilidad de la moneda. (Asamblea Nacional del Ecuador , 1998)

El resultado de la búsqueda de autonomía fue el incumplimiento de muchas de las normas establecidas, tales como el Art. 265 de la Constitución de 1998 establece que:

> El Banco Central no concederá créditos a las instituciones del Estado ni adquirirá bonos u otros instrumentos financieros emitidos por ellas, salvo que se haya declarado estado de emergencia por conflicto bélico o desastre natural. (Asamblea Nacional del Ecuador , 1998)

El incumplimiento de estas normas trajeron como resultado en 1999, una de las peores crisis económicas en el país, por no decir la peor, en la que el Banco Central tuvo que actuar como prestamista de última instancia al imprimir una cantidad excesiva de billetes para cubrir los depósitos que estaban siendo retirados por parte del público llevando al gobierno a tomar la decisión de congelar los depósitos de la ciudadanía como una medida drástica ante una pérdida de credibilidad en la moneda nacional.

La crisis de 1999 resultó en la dolarización de la economía el 9 de enero de 2000.

El Banco Central del Ecuador a partir de 1999 pierde la capacidad para emitir billetes y solo se le permite la acuñación de moneda fraccionaria, por lo que los sucres fueron canjeados por dólares de los Estados Unidos ya que eran parte de su Reserva Monetaria Internacional (RMI), proceso que tardó hasta el año 2001.

La autonomía el Banco Central del Ecuador finalizó en el año 2008, año en el cual, bajo la presidencia de Rafael Correa, se reemplaza la Constitución de 1998 por la Constitución de 2008, en la que en su Art. 303 se define el nuevo concepto del Banco Central:

> La formulación de las políticas monetaria, crediticia, cambiaria y financiera es facultad exclusiva de la Función Ejecutiva y se instrumentará a través del Banco Central. La ley regulará la circulación de la moneda con poder liberatorio en el territorio ecuatoriano. La ejecución de la política crediticia y financiera también se ejercerá a través de la banca pública. El Banco Central es una persona jurídica de derecho público, cuya organización y funcionamiento será establecido por la ley. (Asamblea Nacional, 2008)

Marco jurídico

Constitución del Ecuador 2008

La Constitución del Ecuador (2008) define las funciones del Banco Central en su Art. 303:

La formulación de las políticas monetaria, crediticia, cambiaria y financiera es facultad exclusiva de la Función Ejecutiva y se instrumentará a través del Banco Central. La ley regulará la circulación de la moneda con poder liberatorio en el territorio ecuatoriano.

La ejecución de la política crediticia y financiera también se ejercerá a través de la banca pública.

El Banco Central es una persona jurídica de derecho público, cuya organización y funcionamiento será establecido por la ley. (Asamblea Nacional, 2008)

Código Orgánico Monetario y Financiero

En el año 2015 se aprueba el Código Orgánico Monetario y Financiero (nota al pie de registro oficial) el cual contiene en la sección Segunda todo lo relacionado con el Banco Central del Ecuador, empezando por los Arts. 26, 27, y 28 que plantean la finalidad, naturaleza y patrimonio que debe mantener:

Art. 26.- Naturaleza. El Banco Central del Ecuador es una persona jurídica de derecho público, parte de la Función Ejecutiva, de duración indefinida, con autonomía administrativa y presupuestaria, cuya organización y funciones están determinadas en la Constitución de la República, este Código, su estatuto, las regulaciones expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera y los reglamentos internos.
Art. 27.- Finalidad. El Banco Central del Ecuador tiene por finalidad la instrumentación de las políticas monetaria, crediticia, cambiaria y financiera del Estado, mediante el uso de los instrumentos determinados en este Código y la ley. (Asamblea Nacional, 2014)

Art. 28.- Patrimonio. El Banco Central del Ecuador tendrá patrimonio propio, que estará constituido por el capital, el fondo de reserva general, las reservas especiales, la reserva por revalorización del patrimonio, la reserva operativa, el superávit por valuaciones y los resultados de la gestión del banco. (Asamblea Nacional, 2014)

Los lineamientos establecidos para el Banco Central del Ecuador, así como sus funciones y el accionar del Directorio, se sustentan y son congruentes con los principios financieros así como las legislaciones vigentes en el país, tomando en cuenta que todo se encuentra encaminado a los principios que constituyen la búsqueda del Buen Vivir.

Inconsistencias del Código Orgánico Monetario y Financiero

Art. 94.- De la moneda en la República del Ecuador: Todas las transacciones, operaciones monetarias, financieras y sus registros contables, realizados en la República del Ecuador, se expresarán en dólares de los Estados Unidos de América, de conformidad con este Código.

La circulación, canje, retiro y desmonetización de dólares de los Estados Unidos de América, moneda en la República del Ecuador, corresponden exclusivamente al Banco Central del Ecuador, de acuerdo con las disposiciones de este Código y con la regulación que emita la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

No se define al dólar estadounidense como la única moneda de curso legal.

El Banco Central del Ecuador es la única entidad autorizada para proveer y gestionar moneda metálica nacional o electrónica en la República del Ecuador, equivalente y convertible a dólares de los Estados Unidos de América, de acuerdo con las disposiciones de este Código y con la regulación y autorización de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.

La moneda determinada en este artículo es medio de pago.

La moneda tiene poder liberatorio y curso legal en la República del Ecuador en el marco de las regulaciones que emita la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. En ningún caso el Estado podrá obligar a una persona natural o jurídica de derecho privado a recibir moneda distinta del dólar de los Estados Unidos de América.

Se cuestiona sobre la aceptación del dinero electrónico además de uso, ya que si es utilizado con otro fin aparte de ser un medio para realizar transacciones, la economía entra en un riesgo inminente.

Sistemas del Banco Central del Ecuador

En el año 2000 tras la dolarización se publica la Ley para la Transformación Económica del Ecuador en la cual se reconocen tres sistemas que funcionarán dentro del balance del Banco Central, los mismos que funcionarán en contabilidades independientes:

Tabla 2: Sistemas del Banco Central del Ecuador

Sistema	Activos	Pasivos
Sistema de Canje	Reservas de libre disponibilidad que respalden el 100% del pasivo del Sistema de Canje	Especies monetarias nacionales en circulación
Sistema de Reserva Financiera	Saldo excedente de las reservas de libre disponibilidad descontado el porcentaje destinado al sistema de canje. Respaldo del 100% del pasivo del Sistema de Reserva Financiera	Depósitos de las instituciones financieras privadas y públicas en el BCE Bonos de estabilización monetaria
Sistema de Operaciones	Saldo excedente de las reservas de libre disponibilidad descontado el porcentaje destinado al Sistema de Canje y Sistema de Reserva Financiera Operaciones de reporto Bonos del Estado propiedad del BCE	Depósitos del sector público no financiero y de particulares en el BCE
Sistema de Otras Operaciones	Patrimonio Resultados	

Fuente: Banco Central del Ecuador
Autor: Alejandra Cueva

Tabla 3: Balance del Banco Central del Ecuador

Activos	Pasivos	
RILD		
RILD 1 …….	Espe. Monet. en Circulación	Sistema de Canje
RILD 2 …….	Depósitos de IFIs (encaje)	Sistema de Reserva Financiera
RILD 3 …….	Depósitos del SPFN	Sistema de Operaciones
Repos	Pasivos de Med. y Lar. Plazo	
Títulos del Gobierno	Títulos BCE	
Títulos del Gobierno	Otros Pasivos	Sistema de Otras Operaciones
Otros Activos		

Fuente: Banco Central del Ecuador, 2006
Elaborado por: Banco Central del Ecuador, 2006

Funciones del Banco Central en dolarización

El punto de partida para analizar las funciones del Banco Central se encuentran plenamente ligadas a la capacidad de ejercer o no política monetaria, por lo que a partir del año 2000 se replantean las funciones y se define el nuevo rol que es más relevante en el escenario de dolarización ya que se encuentran relacionados con los objetivos de política monetaria, cambiaria, crediticia y financiera planteados en la Constitución de 2008 en el Art. 302:

1. Suministrar los medios de pago necesarios para que el sistema económico opere con eficiencia.

2. Establecer niveles de liquidez global que garanticen adecuados márgenes de seguridad financiera.

3. Orientar los excedentes de liquidez hacia la inversión requerida para el desarrollo del país.

4. Promover niveles y relaciones entre las tasas de interés pasivas y activas que estimulen el ahorro nacional y el financiamiento de las actividades productivas, con el propósito de mantener la estabilidad de precios y los equilibrios monetarios en la balanza de pagos, de acuerdo al objetivo de estabilidad económica definido en la Constitución. (Asamblea Nacional, 2008)

El debate de las nuevas funciones del Banco Central se analiza de diferentes puntos de vista en busca de la estabilización financiera para lograr el crecimiento económico del país.

Responsabilidades de Banco Central en dolarización

Las responsabilidades del Banco Central de acuerdo al Sistema federal de los Estados Unidos son:

1. Conducir la política monetaria del país influenciando las condiciones monetarias y crediticias.

2. Supervisar y regular las operaciones bancarias para garantizar la seguridad y solidez del sistema bancario y financiero del país y proteger los derechos crediticios de los consumidores.

3. Proporcionar ciertos servicios financieros al gobierno, al público, a las instituciones financieras.

4. Mantener la estabilidad del sistema financiero y contener el riesgo sistémico que puede surgir en los mercados financieros.

5. Proporcionar estadísticas sobre el funcionamiento del sistema financiero y realizar estudios realizados con el sistema económico y financiero. (No se incluye en la literatura de la Reserva Federal de los Estados Unidos) (Board of Governors Federal Reserve System, 1994)

En una mesa redonda realizada en el Ecuador posterior a la dolarización, Benjamín Cohen determina que si bien el Banco Central pierde el control sobre la oferta monetaria, el BCE puede mantener funciones como:

1. Promover de estadística de todo tipo.

2. Monitorear y evaluar el desarrollo general de la economía.

3. Participar en las renegociaciones de la deuda.

4. Administrar el sistema de pagos.

5. Administrar la Reserva Internacional del país.

6. Representar al país en organizaciones internacionales (Cohen, 2001)

El punto de partida para definir las funciones del Banco Central en dolarización se encuentra relacionado con la política monetaria y cambiaria, es conocido que en el momento en el que el país asumió como moneda el dólar de los Estados Unidos, no solo asume la moneda sino muchas responsabilidades así como limitaciones en la toma de decisiones.

La dolarización también responde a la necesidad de estabilización monetaria luego de una crisis económica, con el objetivo de lograr un crecimiento y aumento en la producción. (Borensztein, 2001)

Tras la dolarización en el año 2000 el rol del Banco Central toma un giro crucial y lo que en algunos sentidos se convierte en un observador al eliminar el riesgo moral debido a que las decisiones en teoría se encuentran libres de influencias de intereses políticos, en otros sentidos se encarga de monitorear el sistema financiero y tomar decisiones macroeconómicas para la estabilización.

Control macroeconómico

La macroeconomía como lo define Stiglitz es una serie de procesos dinámicos que en su mayoría son inestables y son difícil de predecir debido a las características propias de cada economía, tales como rigidez del mercado, información incompleta y mercados imperfectos. (Stiglitz, 2001)

Para la estabilización macroeconómica el Banco Central puede apoyarse en la política fiscal, lo que incluye varias consideraciones que van de la mano, como son un marco legal claro y al alcance de la ciudadanía y que a la vez tenga la suficiente acogida para su implementación ya que, caso contrario, las políticas fiscales implementadas no serán más que un desperdicio de recursos. La política fiscal adicionalmente debe ser lo suficientemente flexible para adaptarse a los cambios de la economía.

Política monetaria

Una política monetaria independiente presenta las siguientes ventajas:

- Las tasas de interés nacionales son independientes de las tasas nacionales extranjeras. Por lo que el impacto de una crisis internacional no tiene el mismo impacto en el Ecuador.

- La política monetaria permite tomar decisiones anticíclicas de la demanda agregada lo que se traduce en repuestas ágiles que permitan mantener los niveles de producción y así mantener al país en un escenario competitivo frente a otros países.

- Existe un control de los precios cuando surgen altos o bajos niveles de inflación. (Pico, 2004)

- Bajo un esquema de dolarización existe una mayor credibilidad en la moneda lo que permite tomar decisiones en pro del crecimiento bajo un marco jurídico rígido y claro.

Política cambiaria

El debate sobre qué moneda debería utilizar cada país es un tema que ha trascendido a lo largo del tiempo, con respuestas diferentes de acuerdo al periodo en que se analice. Actualmente se podría responder a esa pregunta afirmando que el país debería mantener una moneda propia además y aceptar el uso de moneda extranjera para transacciones con el fin de mantener sus soberanía monetaria y tener una alternativa que brinde al público confianza y solidez y que fomente la integración económica.

El riesgo país es un factor que disminuye ya se ve directamente relacionado con las decisiones de la autoridad monetaria cuando se enfrenta a una crisis, debido a que la devaluación como tal puede ser un factor para desencadenar en un incumplimiento de las obligaciones.

Política fiscal

La política fiscal es la alternativa a la política monetaria para lograr la estabilización y crecimiento económico y comprende la administración de los ingresos y gastos del sector público.

A partir de la dolarización la política fiscal se convirtió en el instrumento para alcanzar el equilibrio.

Desde la perspectiva teórica se dice que si un país abandona su moneda nacional para reemplazarla con el dólar, el resultado es muy parecido a una cotización fija, pero con aún menos flexibilidad, porque ya no existe el "amortiguador" de la depreciación, también desaparece cualquier otra forma de política monetaria independiente. (Haro, 2001)

La existencia de una cotización fija tiene la particularidad de generar disciplina fiscal.

Factores como deuda externa, sistema tributario, administración de ingresos y gastos dificultan el accionar de la política fiscal por lo que en el momento de la implementación es necesario crear un marco jurídico que brinde seguridad. Uno de los limitantes para cumplir con el presupuesto es la inconsistencia en la planificación debido a la falta de un análisis exhaustivo sobre los factores antes mencionados, lo que dificulta el cumplimiento de objetivos. Los impuestos han servido históricamente para financiar la administración gubernamental, sin embargo también se encuentran encaminados a la disminuir el impacto en caso de existir un shock en la economía por medio del impulso a los sectores productivos que son clave en el país.

Para la ejecución de política fiscal el principal instrumento es el presupuesto ya que combina factores sociales y económicos siendo un reto para la autoridad en su búsqueda del crecimiento, estabilidad y redistribución.

Restricciones del Banco Central en dolarización

La dolarización para el Ecuador es la aplicación de un nuevo sistema cuyo principal impacto se da en la política monetaria y cambiaria, lo cual también tiene implicaciones el sistema financiero como en el sector productivo. El conocimiento de las restricciones permite disponer el uso de instrumentos de acción con el fin de estabilizar el ciclo económico.

Restricciones en la ejecución de política monetaria y cambiaria

La política monetaria es el tema más claro al momento de analizar la dolarización, ya que la primera implicación es la reducción de la libertad en la toma de decisiones así como también la limitación en el uso de instrumentos de política monetaria para la estabilización.

César Robalino en el Seminario Internacional "Dolarización, 15 años después: Una visión integral" analiza la situación monetaria en la que se encuentra el país (Robalino, S/A):

> En el caso de la dolarización el punto fundamental es la pérdida de la política cambiaria y pasa a ser regulada por la Reserva Federal de los Estados Unidos por lo que elimina por completo el riesgo cambiario debido a que no se puede devaluar ni apreciar la moneda para dinamizar o contraer el sector productivo, generando una confianza en el sistema económico debido a que tampoco existiría una especulación inflacionaria.

Se puede deducir que la dolarización implica la importación y dependencia de la política monetaria y cambiaria del país emisor, por lo que las herramientas de acción se ven restringidas para enfrentar eventuales crisis adicionalmente los nuevos objetivos responden a un escenario internacional que no siempre coincide con la realidad doméstica por lo que los objetivos nacionales deben ser redefinidos.

Pérdida de soberanía monetaria

La soberanía monetaria es un concepto que está relacionado sobre las decisiones de la autoridad monetaria para el fomento de la competencia. Esto quiere decir que las decisiones son autónomas e independientes en el sentido que dentro y fuera del territorio no existe una influencia que pueda limitar el accionar.

La pérdida de soberanía monetaria implica que en primer lugar el país no tiene una moneda propia lo que significa que no tiene un tipo de cambio haciendo imposible la posibilidad de devaluación para enfrentar un shock económico.

De acuerdo a Keynes la presencia de una moneda internacional no culminaría en la pérdida de soberanía monetaria ya que en el largo plazo debido al flujo de capitales y la aceptación de la moneda internacional debido a la confianza y seguridad para el público se daría una homogeneización de las naciones con un solo sistema económico en el que las políticas no sean rivales entre sí sino que sean cooperativas entre ellas.
La existencia de instrumentos alternativos para lograr la estabilización económica depende de la situación y del objetivo que se busca logar.

Pérdida del señoreaje

El señoreaje corresponde a la diferencia entre el valor nominal de una moneda y su valor intrínseco (Mántey, 2013), corresponde a uno de los principales ingresos del Estado para financiar el presupuesto.

Cuando un país adopta el dólar como moneda se da una pérdida de señoreaje, es decir que el gobierno deja de recibir los ingresos que corresponden a la emisión monetaria.
Marco Baquero Latorre (2000) explica que existen dos tipos de pérdida de señoreaje que son (Baquero, 2000):

- Costo de shock inmediato: el costo de devolver al público el señoreaje a causa del cambio inmediato de la moneda nacional a la nueva moneda, este valor debe ser equivalente a las Reservas Internacionales que sirven para la sustitución de los pasivos del BCE.

- Costo de flujo: es la pérdida de todos los ingresos futuros que se puede recibir por concepto de señoreaje.

Prestamista de última instancia

Bajo un esquema de dolarización el Banco Central ya no puede actuar como prestamista de última instancia como sucedió en el año 1999, debido a que se pierde la emisión monetaria, sin embargo existen alternativas en caso de un banco se encuentre en la necesidad de liquidez para responder a la demanda del público. El BCE se encarga de captar el dinero excedente de algunos bancos y distribuirlo a bancos deficitarios que tengan necesidad de liquidez, esto corresponde a un mecanismo de reciclaje y distribución de liquidez. (Pitarque, 2002)

Se utiliza el encaje bancario para tener un impacto en las tasas de interés, es decir si el encaje disminuye también lo hacen las tasas de interés.

La volatilidad de las tasas de interés disminuye y los niveles de inflación se mantienen constantes evitando así el riesgo de especulación.

La oferta monetaria debe ser controlada y analizada periódicamente por el Banco Central pasando de ser una variable exógena a una variable endógena.

Para el Ecuador la endogenización de la moneda trae consigo incertidumbre debido a que la respuesta a un shock puede no ser la adecuada y con la agilidad que se necesita, además de que la moneda depende de cómo se encuentre la economía internacional. Si bien como fue mencionada las tasas de interés domésticas pueden ser aisladas de las internacionales, se debe mantener una atención a los sistemas financieros internaciones.

Exposición a shocks externos

Una crisis mundial puede contagiarse en un país dolarizado con mayor rapidez teniendo consecuencias directas en la balanza de pagos, debido a que la capacidad de respuesta es limitada.

Que una economía sea globalizada significa que se encuentra expuesta a que cambios en el precio del petróleo, apreciación del dólar, variaciones en las tasas de interés tengan un

impacto en la balanza comercial que a su vez significa una disminución en el ingreso de divisas que puede afectar la economía.

Instrumentos de acción de política monetaria del Banco Central del Ecuador

Como ha sido mencionado a lo largo de los capítulos a partir de la dolarización el Banco Central del Ecuador tuvo que redefinir sus instrumentos para mantener la estabilidad y fomentar el crecimiento económico, la importancia de estos instrumentos depende del objetivo que se busca conseguir.

Requerimiento de reservas

Martín Uribe (2001) plantea que es necesario establecer diferentes niveles en los requerimientos de liquidez para disminuir el riesgo. (Uribe & Schmmit-Grohe, 2001) Con esto el Banco Central se ve en la capacidad de realizar operaciones de mercado abierto constantemente con el objetivo de mantener la tasa de interés así como el total de las reservas.

El requerimiento de reservas puede ser considerado como una política prudencial en la cual los bancos están obligados a mantener un porcentaje de sus fondos en forma de reservas en el Banco Central para precautelar el sistema financiero en caso de un retiro masivo de depósitos por parte del público.

Dentro de la política monetaria, los requerimientos de reservas tienen dos objetivos fundamentales (Gray & Hoggarth, 1996):

- Corto plazo: evitar la volatilidad de las tasas de interés
- Largo plazo: controlar los niveles de créditos y depósitos en el sistema financiero

Fondos de estabilización

Bajo el esquema de dolarización, la autoridad monetaria debe enfocarse en la creación e implementación de mecanismos alternativos para lograr la estabilización económica.
Mecanismos como los Fondos de Estabilización permiten a la autoridad diseñar fondos de acuerdo a las necesidades de la economía con características particulares sobre captación, forma de colocación, riesgo, maduración y de la misma forma persiguen propósitos específicos.

De acuerdo a Gabriela Pico, los fondos de estabilización se clasifican en:

- Fondo de estabilización fiscal: el objetivo principal es servir como un amortiguador en caso de existir una disminución brusca en los ingresos fiscales que puedan alterar la estabilidad económica y el manejo del presupuesto.

- Fondo de estabilización monetaria: busca mantener estable los tipos de cambio, es decir evitar fluctuaciones de la misma forma evitar impactos en el mercado monetario que resulten de los movimientos de capital.

- Fondo de contingencia financiera: sirve para soportar la disolución de una entidad financiera y poder responder a los retiros de depósitos del público.

- Fondo de fomento productivo marginal: el objetivo es redistribuir recursos de tal manera que la pequeña empresa aumente su producción por medio de la entrega de créditos y sea generadora de empleo para mejorar la calidad de vida de las personas trabajadores de este segmento.

- Fondo de reconversión industrial: como su nombre lo indica fomenta el cambio industrial direccionado a la protección de la capa de ozono. El fondo promueve programas direccionados a la protección del medio ambiente y ha ido tomando mayor importancia en los últimos años.

- Fondo de desarrollo regional: sirve para impulsar, fomentar y fortalecer la gestión de los gobiernos regionales con el fin de lograr un mejor manejo del prepuesto asignado.

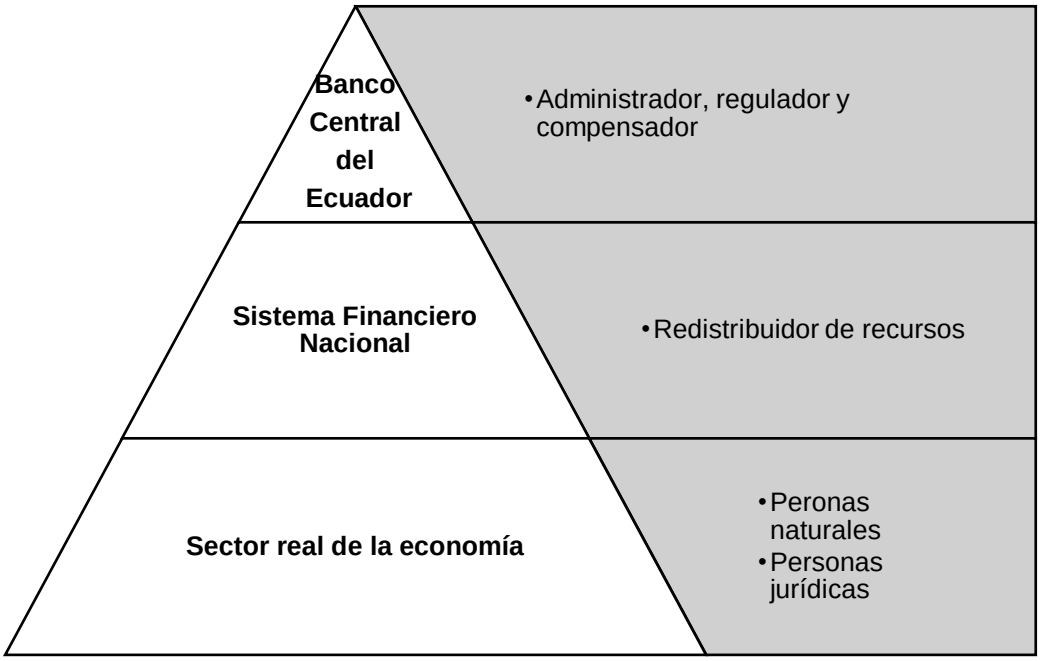
- Fondo de combate a la pobreza: se genera a partir del Fondo de fomento productivo marginal ya que al ser fuente de trabajo brinda nuevas oportunidades al sector más pobre de la población mejorando así su calidad de vida. (Pico, 2004)

Sistemas de pago

Un sistema de pagos es la infraestructura a través de la que se moviliza el dinero en una economía y su buen funcionamiento es de vital importancia para la eficiencia y eficacia de los mercados y entidades financieras, la economía real y, en última instancia, para el público en general. (Robayo, Andrade & Garcés, 2002)

La estructura del sistema de pagos mantiene el mismo esquema a nivel mundial: forma piramidal.

Gráfico 9: Esquema del Sistema Nacional de Pagos



Fuente: Robayo, Andrade & Garcés, 2002
Elaborado por: Robayo, Andrade, & Garcés, 2002

El Sistema Nacional de Pagos en el Ecuador funciona bajo la administración del BCE, sin embargo se divide en subsistemas que responden a diferentes necesidades:

- Sistema de Pagos Interbancarios SPI (Transferencias de fondos entre terceros)
- Sistema de Pagos Netos SPN (Liquidación por valores netos)
- Sistema de Líneas Bilaterales de Crédito SLBC (registros anticipados en el BCE de facilidades de crédito entre instituciones del sistema financiero)
- Sistema Nacional de Cámaras de Compensación SNCC (mecanismo de procesamiento central por medio del cual las instituciones financieras acuerdan intercambiarse instrucciones de pago u otras obligaciones financieras) · Sistema de Pagos en Línea SPL (liquidación bruta en tiempo real)
- Sistema de Custodia y Títulos Valores SCTV (Inmovilización de títulos valores en el BCE y negociación a través del mecanismo de entrega contra pago, en tiempo real) (Robayo, Andrade & Garcés, 2002)

El Sistema Nacional de Pagos es una herramienta que facilita la transferencia de fondos y se ha ido adaptando a las nuevas tecnológicas es por eso que actualmente cuenta con un sistema electrónico cuya principal ventaja es agilidad del proceso y la reducción de los tiempos de respuesta así como los costos de operación con un alto grado de seguridad y transparencia.

Gracias a las transacciones que son supervisadas por el Sistema Nacional de Pagos permite tener una visión del comportamiento de la economía por medio del movimiento de capitales, lo que en caso de haber transacciones irregularidades dan una alerta temprana para una crisis.

Crédito

Stiglitz determina que los problemas macroeconómicos no se resuelven con dolarizar la economía ya que dependen tanto de la oferta como de la demanda monetaria, un shock de oferta puede desencadenar en un shock de demanda, lo que dificulta el análisis. Sin embargo también suma importancia al crédito como un factor que es controlado por el Banco Central. Plantea en dolarización la oferta monetaria comprende un factor irrelevante ya que no se controla sin embargo el crédito sí. (Stiglitz, 2001)

Las tasas de interés se encuentran estrechamente relacionadas con el acceso al crédito y tiene un impacto en la oferta agregada.

Stiglitz hace una diferenciación entre el destino del crédito ya que no es lo mismo el crédito destinado al consumo del público que el crédito destinado a las empresas para el fomento de la producción. Cabe mencionar que el crédito debe cumplir dos características esenciales que son:

- Disponible
- Accesible

Para cumplir con estas características se plantea que el crédito debe estar al acceso de todos, con esto el objetivo es lograr una equidad, por lo que el análisis del destino del crédito empieza a tener la misma relevancia que la cantidad de crédito otorgada.

Para la protección del consumidor se deben establecer techos a las tasas de interés, adicionalmente el rol del Banco Central no se enfoca en conceder créditos, sino en supervisar la actividad y regular para que no existan distorsiones.

Bajo los conceptos mencionados el rol del Banco Central es enfocarse en las variables correctas, es decir variables que puedan ser controladas y vigiladas a detalle, ya que esto proporciona un ambiente de crecimiento sostenible y equitativo.

Encaje

El encaje puede ser definido como una reserva que brinda seguridad a las instituciones financieras para enfrentar shocks de liquidez y en el caso del Banco Central sirve para regular la emisión secundaria de dinero.

A partir de la dolarización en encaje legal paso a ser algo solo teórico ya que su valor es minimizado al punto de que su objetivo es cubrir el compromiso que tienen las instituciones financieras con el público.

Uno de los principales riesgos que caracteriza el encaje bancario es el riesgo moral por parte de las instituciones financieras y el público. En caso de que un banco comercial entre en una crisis por liquidez, el Banco Central actúa como prestamista de última instancia para evitar el contagio en el sector financiero, así como sucedió en el año 1999, sin embargo lo correcto debió ser la supervisión previa para evitar que los bancos comerciales asuman un riesgo demasiado alto que a la larga se traduzca en un riesgo de liquidez.

En el caso del Ecuador el porcentaje de encaje obligatorio es determinado por el Banco Central bajo la normativa vigente y se determina para precautelar la liquidez del sistema.

El porcentaje de encaje por lo general se encuentra en relación a la cantidad de activos más líquidos que posea un banco, es así que mientras menor sea el porcentaje existirá un riesgo mayor a que el depositante no pueda recuperar su dinero y viceversa.

El modelo económico que permite el manejo del encaje bancario asegurando los niveles de liquidez en diferentes periodos es el modelo de generaciones traslapadas que analiza el comportamiento de dos generaciones que conviven en un mismo periodo de tiempo. (Congreso Nacional, 2006)

Reservas de Libre Disponibilidad

La Reservas de Libre Disponibilidad fueron establecidas en el año 2000 en la Ley para la Transformación Económica y su porcentaje es establecido por el directorio del Banco Central con el objetivo de respaldar los pasivos del sistema de canje, reserva financiera y operaciones. (Banco Central del Ecuador, 2013)

La RILD puede ser considerada como un ahorro para enfrentar problemas de solvencia del sistema financiero.

En el caso de dolarización la RILD debe respaldar las transferencias al exterior así como el requerimiento monetario doméstico.

El nivel óptimo para fijar el porcentaje de reservas se encuentra relacionado con la finalidad de garantizar los niveles de liquidez y la capacidad para enfrentar shocks de demanda monetaria.

Los componentes de la RILD se clasifican en:

- Posición neta en divisas: es el dinero más líquido en la economía y es constituido por la caja en divisas, depósitos en instituciones financieras nacionales y en el exterior e inversiones en el exterior.

- Oro: son las posesiones en oro que se encuentran en el exterior valorados al precio de mercado a nombre del Banco Central y que reciben un interés.

- Derechos especiales de giro (DEGS): es un activo de reserva internacional que complementa a las reservas oficiales (Fondo Monetario Internacional, S/A), los valores

son asignados a cada país miembro y no constituyen como moneda o activo sino que es considerado como activo potencial en relación al dinero circulante.

- Posición de Reserva en el FMI: son los aportes en oro, moneda extranjera y unidades de cuenta, que en representación del Estado realiza el BCE en el FMI, menos las obligaciones de corto plazo con dicho organismo.

- Posición con ALADI: corresponde a las transacciones realizadas con convenios de crédito recíproco. (Banco Central del Ecuador, 2011)

El Banco Central y su independencia

La importancia de analizar la independencia del Banco Central se enfoca primordialmente en la capacidad para la toma de decisiones sobre política monetaria sin la interferencia y presión de gobiernos y sectores organizados de la sociedad.

Hablar de independencia del banco central no es lo mismo que hablar sobre su autonomía, sin embargo estos dos conceptos se complementan en el sentido que la autonomía permite que el Estado pueda tener sus propias normas, leyes y principios mientras que la independencia es, en esencia, no tener influencia de un tercero para la toma de decisiones.

Con esta premisa se puede determinar que no todos los bancos tienen el mismo grado de independencia ya existen unos con total independencia y el banco central es el encargado de la planificación e implementación de políticas enfocadas a mantener el valor competitivo de la moneda y a la vez sus autoridades no están elegidas para un periodo de gobierno sino que mantienen su continuidad con el fin de lograr sus objetivos. Por otro lado existen los bancos cuya capacidad para ejercer política monetaria se ve restringida, lo que conlleva a que se enfoquen en la estabilidad y crecimiento del país con el uso de instrumentos que tengan un impacto en la demanda agregada.

Con una normativa clara y definida se puede fijar metas sobre el control de la inflación así como el control monetario, las autoridades deben funcionar de manera trascendental es decir que no dure lo mismo que el periodo gubernamental sino que se mantenga para el cumplimiento de los objetivos.

Amirul Ahsan, Michael Skully y J. Wickramanayake en el 2006 coinciden en la conclusión de tres puntos importantes referentes a las tasas de interés y control monetario:

- En un país que exista un banco central independiente tendrá una menor tasa de inflación en el largo plazo debido a su relación negativa, lo que significa que si el banco central tiene la influencia del gobierno la inflación será mayor.

- El déficit presupuestario en un país con banco central independiente es menor al de un país el que exista control gubernamental.

- Los autores no encontraron una relación entre la independencia del banco central con la producción por lo que concluyen que la misma no tiene un impacto en los niveles de empleo. (Ahsan, Skully, & Wickramanayake, 2006)

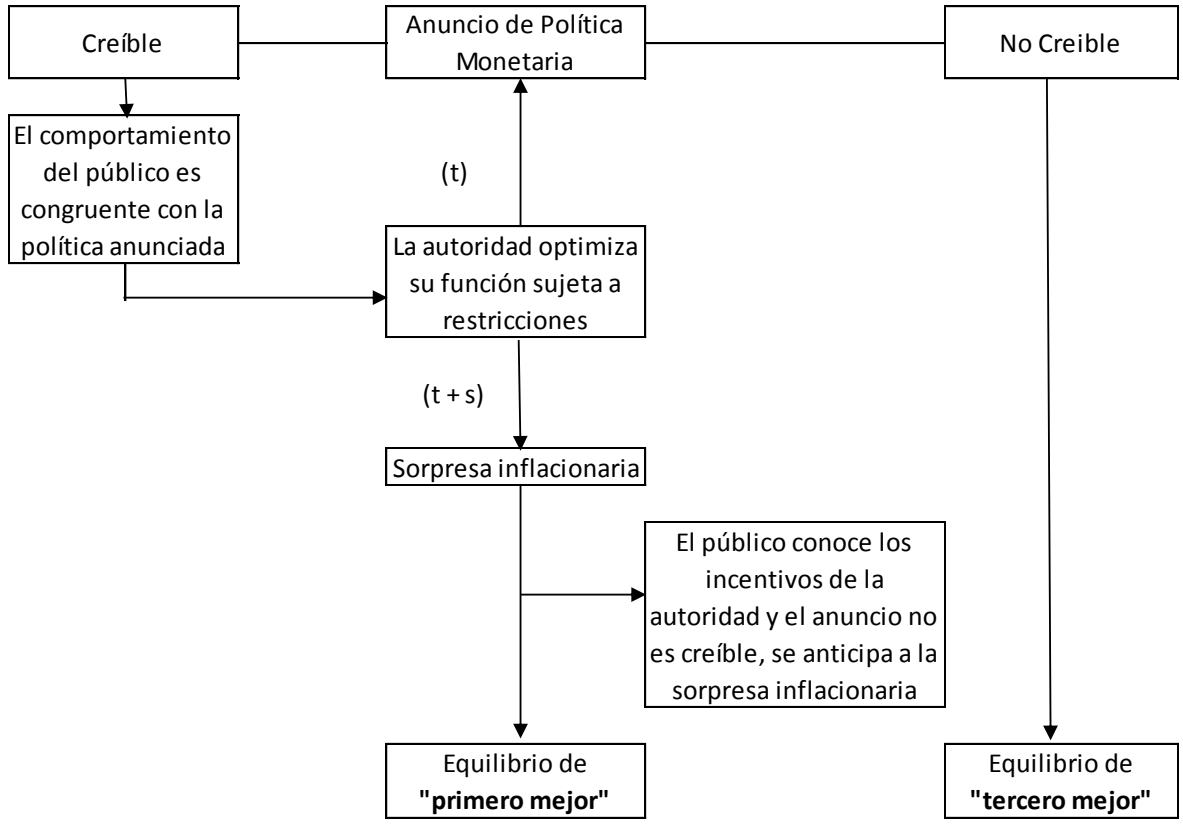
Durante los últimos años la independencia de la banca central se ha convertido en una especie de norma para la organización y el funcionamiento de los bancos centrales en un número importante de países. Así, a través de modificaciones legales y resoluciones jurídicas, e inclusive constitucionales, diversos países le han otorgado a sus bancos centrales la independencia legal con respecto a otros sectores de la administración pública, con el objeto de que las autoridades monetarias velen, primordialmente, por la estabilidad de la moneda. Si bien algunos países no han realizado las adecuaciones jurídicas que determinen legalmente la independencia de sus bancos centrales, éstos han mostrado un importante cambio de actitud con relación a los objetivos y a las facultades de sus respectivas autoridades monetarias. En particular, en tiempos recientes, se ha observado una clara orientación de la política monetaria hacia el objetivo de estabilidad de precios en prácticamente todos los países. Por otra parte, a la par en que el mundo ha evidenciado la evolución de la banca central hacia esquemas de mayor independencia, la teoría económica también ha avanzado en la dirección de proponer la independencia de la autoridad monetaria como mecanismo formal para aumentar la credibilidad del compromiso antiinflacionario de la autoridad monetaria. La evidencia empírica, así como la teoría económica, presentan de manera elocuente que mientras mayor sea la credibilidad del público en el compromiso de abatimiento de la inflación de la autoridad, más fácilmente podrá alcanzarse el objetivo de estabilidad de precios. (Schwartz & Galván, 1999)

La importancia de la independencia de la banca central radica en la capacidad para recuperar la autoridad monetaria y con ella el marco legal que permite responder a los shocks económicos además contribuye un factor para la credibilidad de las decisiones de política monetaria.

Reglas en lugar de discreción: La inconsistencia de los planes óptimos

La aceptación de las decisiones de política monetaria se describen en el modelo Kydland y Prescott (1977), en el cual describe como la autoridad monetaria toma una decisión para la maximización de un objetivo en un tiempo t, para que tenga un impacto en un tiempo (t + s) planteado en la planificación, sujeto a distintas restricciones una de ellas es el comportamiento del público. El público en medio del tiempo t y (t + s) puede considerar creíble o no la política en base a sus expectativas de empleo e inflación por lo que en caso de no resultar creíble, el óptimo no resulta ser el esperado y pasa de un segundo mejor a un primero mejor, lo que obliga a la autoridad replantearse la política en base al nuevo comportamiento del público terminando en un tercero mejor, esto es lo que se conoce como incogruencia intertemporal de los planes óptimos. (Kydland & Prescott, 1977)

Gráfico 10: Inconsistencia de los planes óptimos



Fuente: Schwartz & Galván, 1999
Elaborado por: Schwartz & Galván, 1999

Determinantes de la independencia del Banco Central

Para identificar los determinantes de la independencia del Banco Central deben ser agrupados para poder ser analizados:

- Aspectos legales: la independencia de una legislación se encuentra relacionada a la libertad y flexibilidad de la modificación de las normas, además de proteger las operaciones la ley debe promover una cooperación para lograr el crecimiento.

- Aspectos políticos: una independencia política se refiere a la capacidad el banco central pueda cumplir con sus objetivos sin la influencia y presión de la autoridad política, lo que incluye la capacidad de elección de autoridades, junta, directorio y mandato de forma.

- Objetivos de estabilización de precios: la política monetaria tiene un objetivo principal que es mantener una baja inflación, con esto se fomenta el aumento de la producción del país.

- Política monetaria y aspectos financieros: si existe una influencia por parte del gobierno en el banco central las decisiones de política monetaria no son tomadas de

manera parcial sino que se encuentran a favor de un grupo por lo que se concluye que mientras mayor sea el grado de independencia del banco central, va a gozar de un amplio abanico de instrumentos de control de política monetaria.

- Responsabilidad y transparencia: la responsabilidad se encuentra entera y completamente relacionada con la confianza a la autoridad, lo que respalda las decisiones de política monetaria que se tomen, esto va acompañado de transparencia de los informes presentados claros y al acceso de todos.

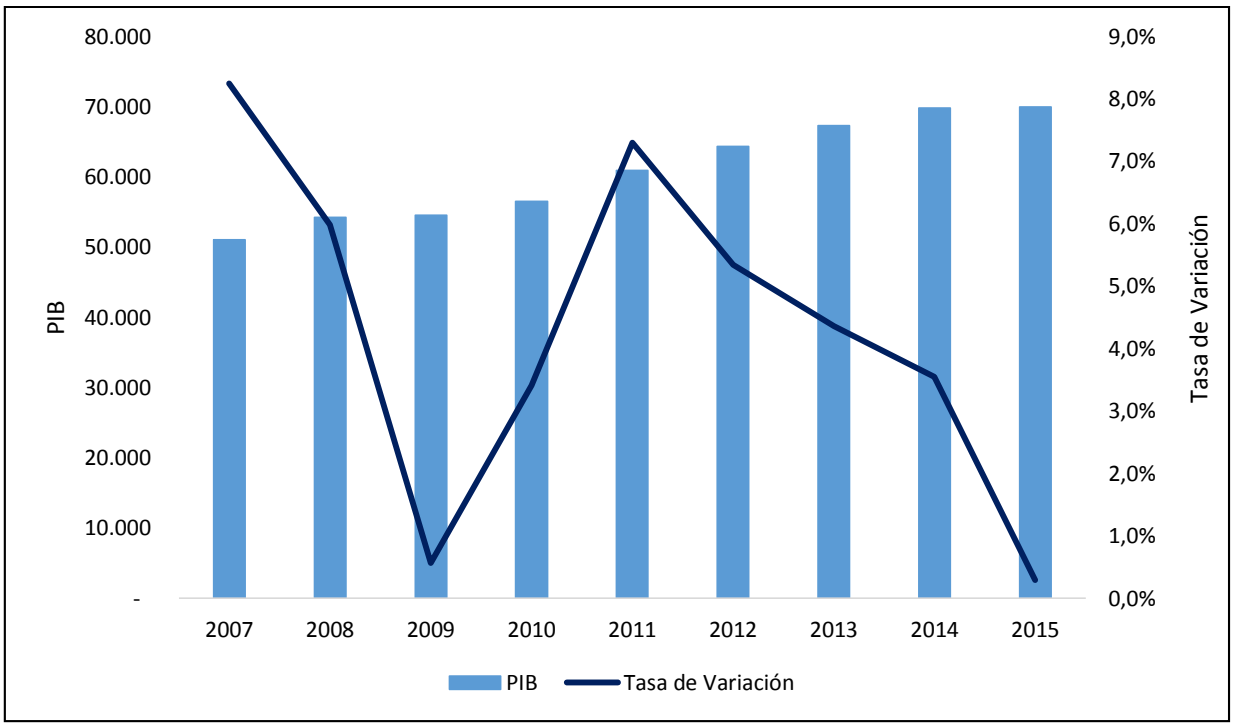
Los Títulos del Banco Central como mecanismo de reciclaje de liquidez

Para determinar la aplicación de los Títulos del Banco Central del Ecuador (TBC) es necesario analizar el entorno macroeconómico que llevó a la implementación y negociación.

Entorno macroeconómico

Producto Interno Bruto PIB

Gráfico 11: Producto Interno Bruto (PIB)
(Millones de USD)

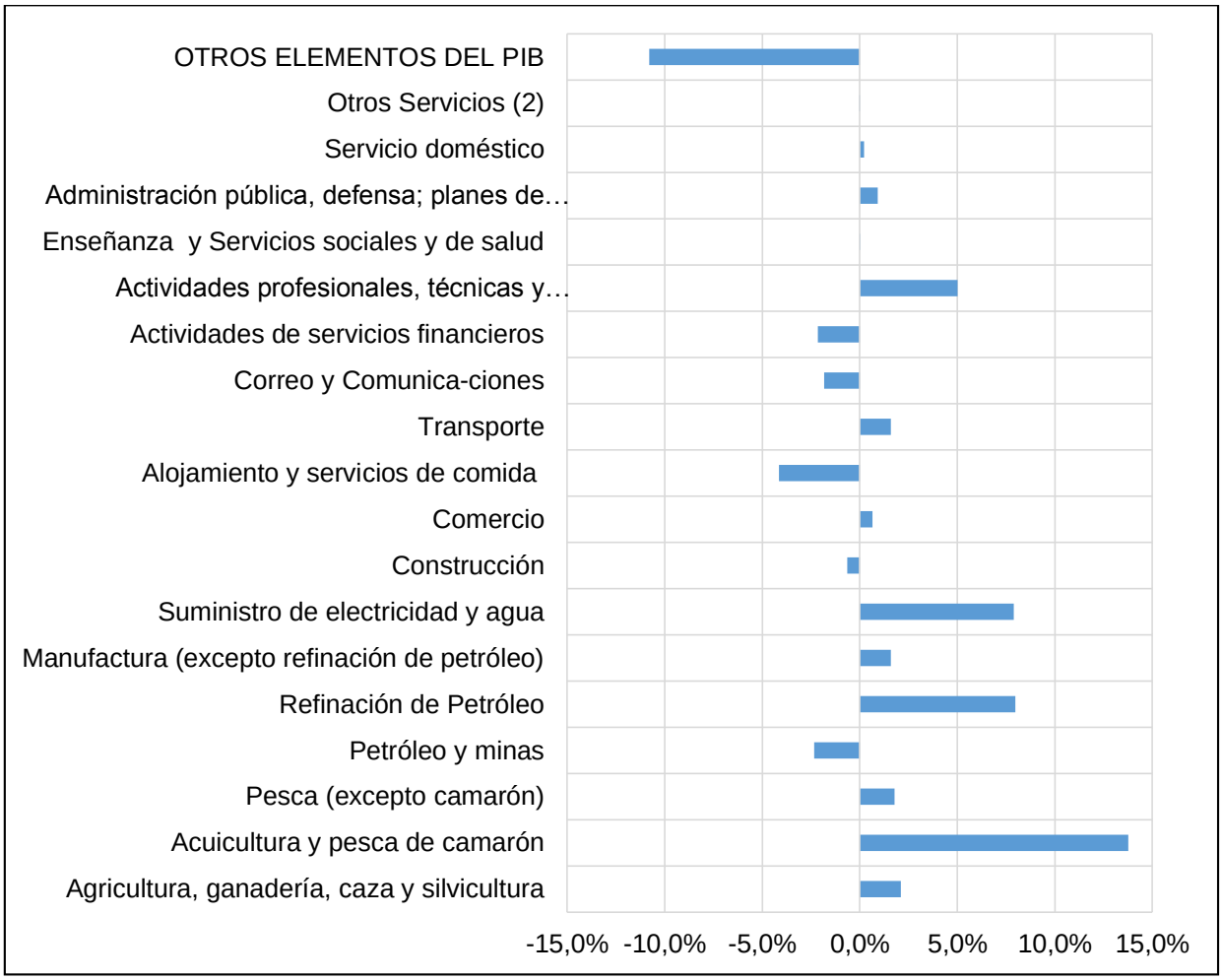


Precios constantes: base dólares de 2007
Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaborado por: Alejandra Cueva

En la última década, el PIB ha mostrado tasas de crecimiento positivas que en los últimos 10 años asciende a 4.3%. Históricamente los años de mayor crecimiento fueron, el 2004 (8.2%) debido a un incremento del precio del petróleo de 42%, y el 2011 (7.87%) debido a un crecimiento del sector de la construcción de 18% (aporte de recursos públicos en el aumento de la infraestructura vial). Esta tendencia se ha venido desacelerando en los últimos años. A partir del 2012, el PIB ha comenzado a decrecer, sin embargo, desde la caída del precio del petróleo en septiembre del 2014, la economía ecuatoriana ha tenido un crecimiento lento en términos del PIB, mostrando un crecimiento en el 2014 de 3,67% y experimentando un mínimo crecimiento en el 2015 de 0,29% es decir, el PIB al 2015 fue de 69.968 millones de dólares (dólares del 2007).

El crecimiento obtenido, se produjo principalmente por incrementos en actividades de acuicultura y pesca de camarón, actividades profesionales, manufactura y servicios de electricidad. Adicionalmente, sectores como el petrolero, construcción y actividades de servicio financiero han experimentado contracciones.

Gráfico 12: Variación del PIB por Industria 2014 – 2015
Porcentaje



Precios constantes: base dólares de 2007
Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaborado por: Alejandra Cueva

Según el informe de Perspectivas Económicas Globales emitido por el FMI para el año 2016, se estima una recuperación en el crecimiento mundial del 3,6% recortando su proyección inicial de 3.8%. Sostiene que la recesión a nivel mundial será menos profunda y que los países que atravesaron por dificultades económicas en el 2015 comenzaran una normalización parcial; sin embargo, existen riesgos que la economía enfrentará como el lento crecimiento de las principales economías, la volatilidad generada por el alza de tasa en los Estados Unidos, una persistente caída de los precios del petróleo, y fenómenos naturales que han venido afectado enormemente a las economías.

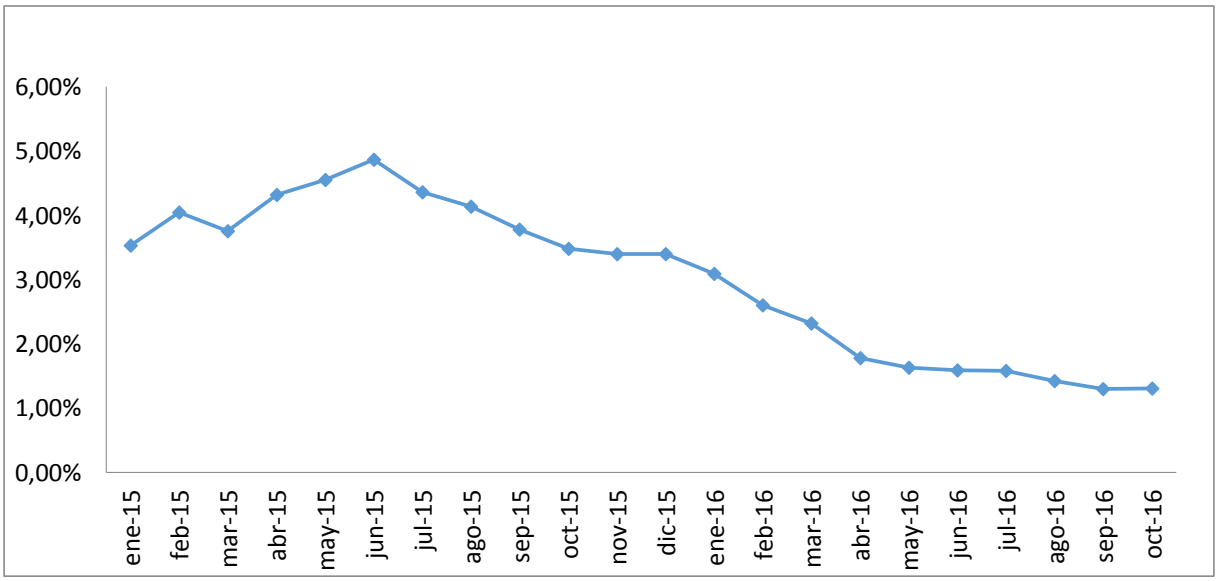
Para el Ecuador, el FMI pronostica una casa del PIB del 4,5% en el 2016, y del 4,3% para el 2017; esto debido al bajo precio del petróleo, la pérdida de competitividad por la apreciación del dólar y a las políticas y condiciones macroeconómicas que se han ido implementado.

El Banco Central del Ecuador, proyecta una contracción económica debido a que el crecimiento en gasto e inversión pública es insostenible con un precio de petróleo y con un nivel de extracción de crudo decreciente. En efecto, el BCE pronostica una caída del precio de petróleo, y por ende un decrecimiento en el PIB petrolero, como consecuencia de una menor extracción de crudo. A esta proyección se suma una desaceleración de la demanda final de bienes y servicios, como resultado de una importante contracción en la Formación Bruta de Capital Fijo. Se espera una reducción en las exportaciones, y el consumo de la administración pública.

El impacto de la des-aceleración económica mencionada, afecta de maneras distinta a los diversos sectores económicos. Sectores como el de la construcción, incluso ya muestran un decrecimiento en comparación con el resto de la economía. Su crecimiento va muy de la mano de la inversión en obra pública, que ha sido menor en el último año, que lo que fue en años previos. A esto se añade la pérdida de dinamismo del sector inmobiliario, las nuevas regulaciones gubernamentales, retrasos del BIESS en la concesión de préstamos hipotecarios, y la desaceleración de la colocación de préstamos por la banca privada. Con facilidades deterioradas de acceso a crédito para compra de vivienda, y menores incentivos para la construcción de vivienda e inversión en obra pública, es posible proyectar que los índices de crecimiento en el sector de la construcción, serán mucho menores que los experimentados en la última década.

Inflación

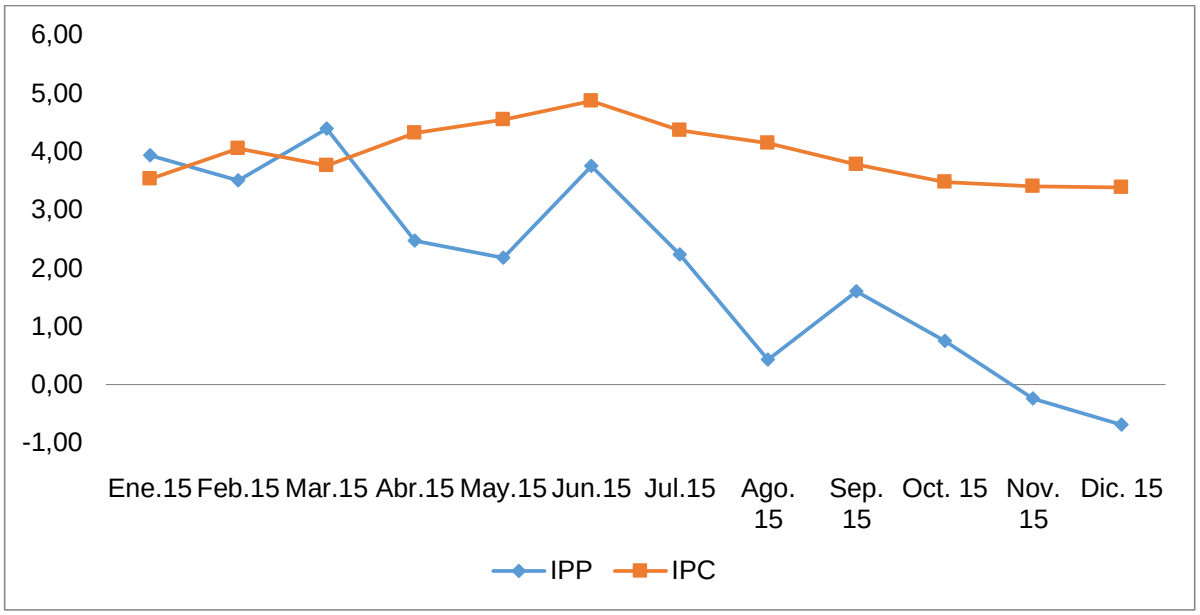
Gráfico 13: Inflación Mensual
Porcentaje



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaborado por: Alejandra Cueva

Algunas decisiones de política económica tomadas por el ejecutivo, han influenciado directamente en el comportamiento de los precios: i) definiciones en materia de política comercial (i.e. aranceles, recorte en los cupos de importación de vehículos y de CKD) y; ii) el manejo del financiamiento de la brecha fiscal debido a la disminución del precio del petróleo.

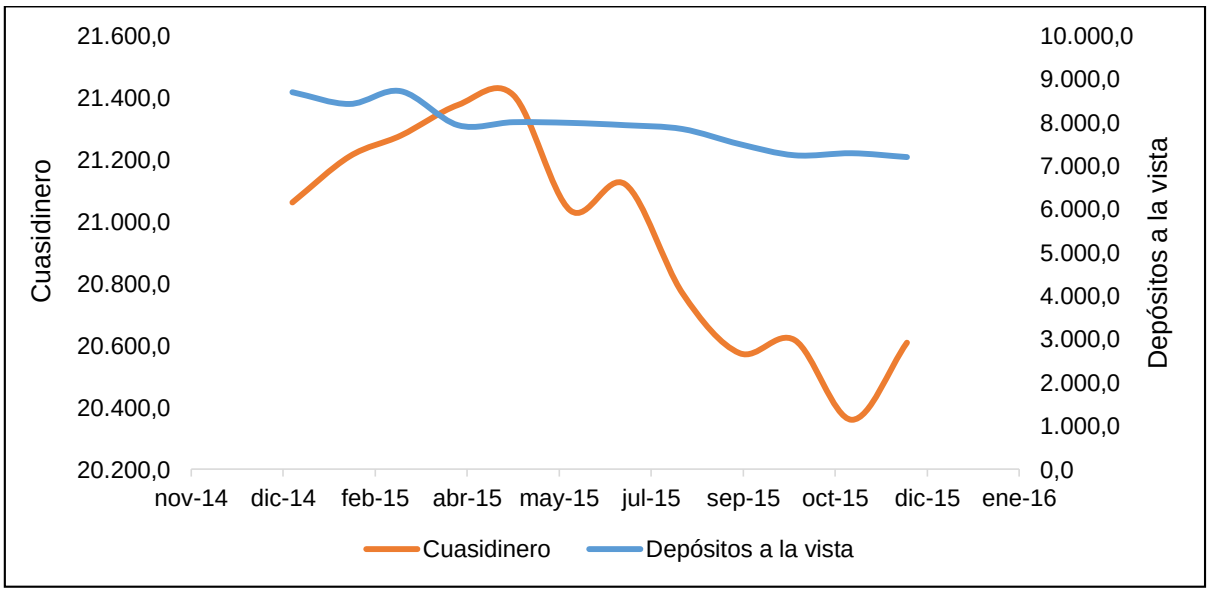
Gráfico 14: Variación anual IPC vs IPP



Base 2004
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos
Elaborado por: Alejandra Cueva

Sistema Financiero Nacional

Gráfico 15: Saldos de Depósitos
(Millones de USD)



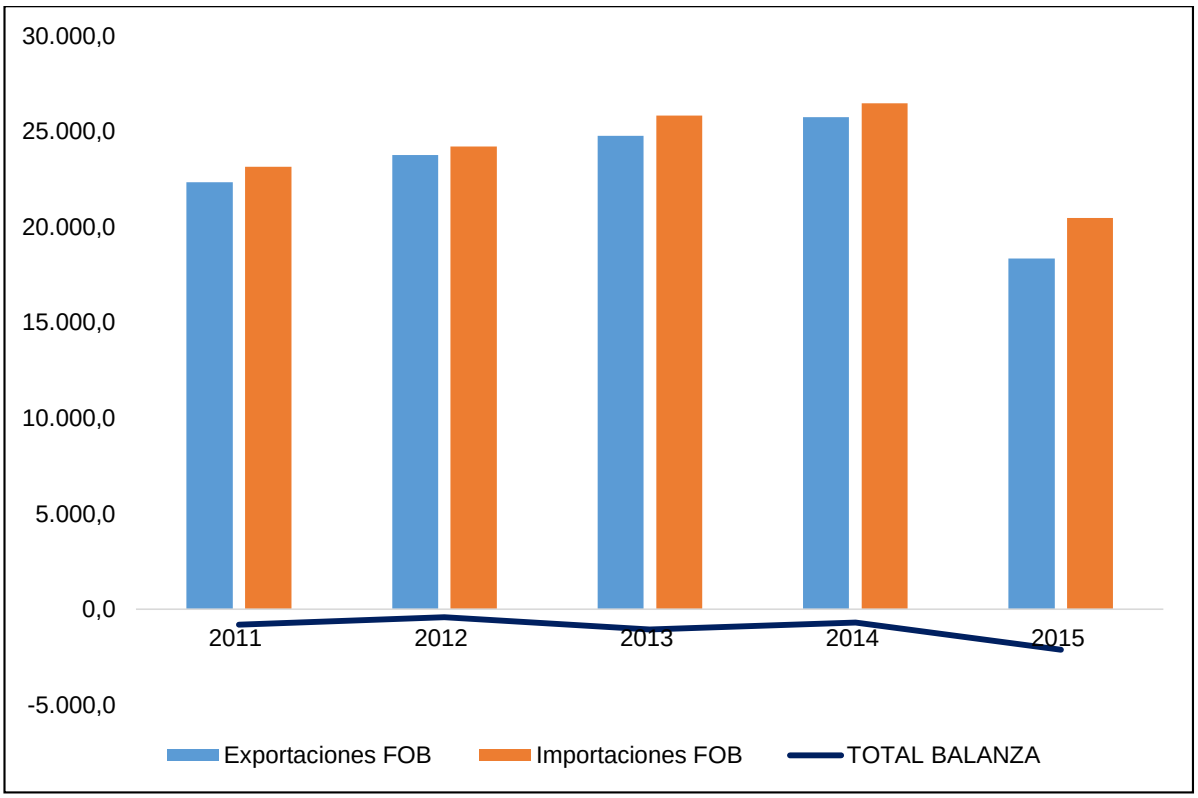
Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaborado por: Alejandra Cueva

A diciembre del 2015, los depósitos totales en el sistema financiero (monetarios + ahorro + plazo) fueron de USD 29.250 millones, mientras que el monto de créditos al sector privado fue de USD 28.121 millones. A marzo de 2016, los depósitos a la vista de los bancos fueron de USD 7.886 millones (depósitos de particulares en cuenta corriente) mientras que el cuasi dinero de bancos privados (depósitos de ahorro, plazo fijo, restringidos, operaciones de reporto) fue de USD 20.851 millones.

En el 2015, la liquidez total de la economía sintió un desaceleración transmitida a los depósitos del sistema financiero nacional (incluye sistema financiero privado, público y de economía popular y solidaria). El crédito del sector privado tuvo un gran crecimiento en los primeros dos meses del 2015, alcanzando una tasa de expansión del 12%, pero comenzó a decrecer como resultado del menor desempeño de la liquidez y depósitos bancarios. Para marzo del 2016, el Sistema Financiero Privado sufre un incremento en sus depósitos a la vista de USD 225.0 millones respecto a febrero 2016, es decir 2.94%. Sin embargo, si se compara frente a marzo de 2015, los depósitos a la vista han disminuido en 9,56%, es decir USD 834,0 millones.

Balanza Comercial

Gráfico 16: Balanza Comercial
(Millones de USD)



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaborado por: Alejandra Cueva

A partir del año 2009 la balanza comercial ha sido deficitaria. El Gobierno Nacional ha tomado medidas para reducir este déficit en los últimos años. Específicamente:

i) Se restringieron las importaciones de vehículos, electrodoméstico de línea blanca, perfumería y cosméticos, entre otros; y

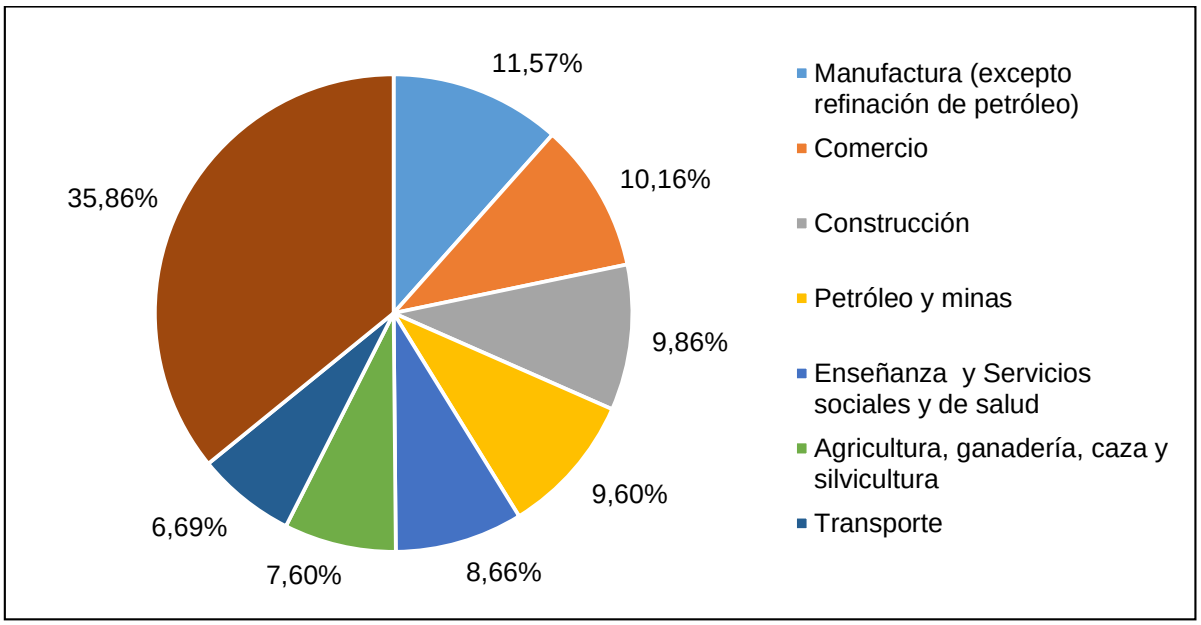
ii) Se incentivó la sustitución de importaciones de materias primas para ciertas industrias (i.e. alimenticia, vehículos y bicicletas, papel e imprenta, cerámica).

Para diciembre de 2015, el Ecuador tuvo un déficit de Balanza Comercial de USD 2.129 millones, este fue 194% mayor que el déficit registrado en diciembre del 2013 (USD 723 millones). Esta contracción se debe a que en el 2015, existió una disminución de las importaciones (22,64% menos que 2014) y de las exportaciones (28,74% menos que 2014%). A marzo de 2016, el déficit de la Balanza Comercial fue de USD 63,33 millones, en donde las exportaciones alcanzaron USD 3.627 millones y las importaciones USD 3.690 millones.

Este año se anunció un nuevo recorte en los cupos de importación de vehículos y CKD, para su ensamblaje local. A esto se suma la implementación de salvaguardias que fueron implementadas desde el 11 de marzo de 2015, en donde se aplican sobretasas de entre el 5% y el 45% para 2691 partidas arancelarias, y la cual se ha ampliado un año más.

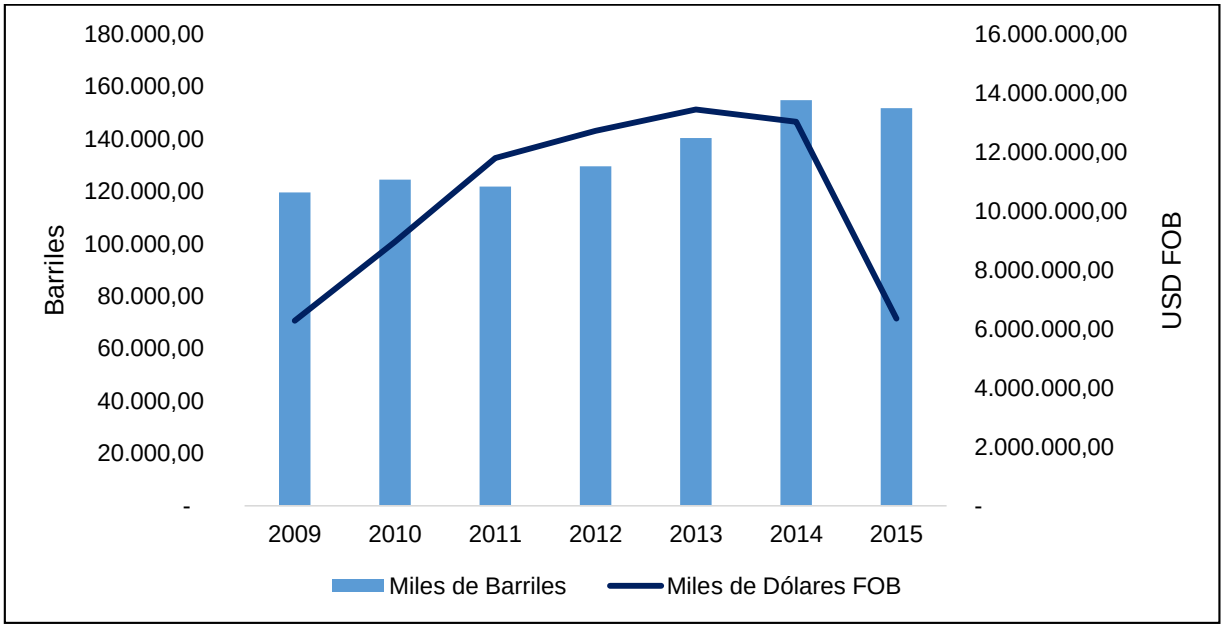
Sector petrolero

Gráfico 17: Participación de los principales sectores en el PIB
Porcentaje



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaborado por: Alejandra Cueva

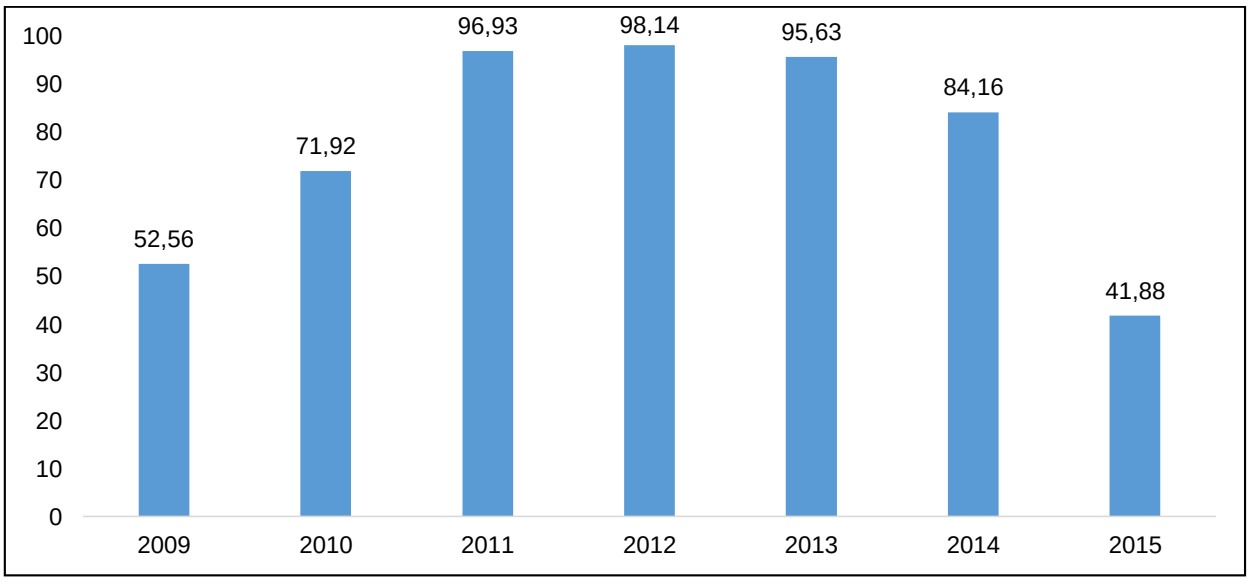
Gráfico 18: Producción petrolera



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaborado por: Alejandra Cueva

La producción petrolera para el 2015 marca una leve disminución frente al 2014 a pesar de la fuerte caída en el precio del petróleo, sin embargo es importante mencionar que este sector se mantiene como el más importante en la contribución de ingresos para el Estado.

Gráfico 19: Valores de barril de petróleo (USD/barril)



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaborado por: Alejandra Cueva

El gobierno de Rafael Correa se ha caracterizado por colocar a la inversión como el eje central para dinamizar la economía. En los últimos diez años, Ecuador ha mostrado un significativo aumento de la inversión pública al pasar de 4,7% del Producto Interno Bruto (PIB), en 2005,

al 15%, en 2015, algo que ha sido destacado por organismos internacionales como la Comisión de Estudios Económicos para América Latina y el Caribe (CEPAL) (Agencia Andes, 2015).

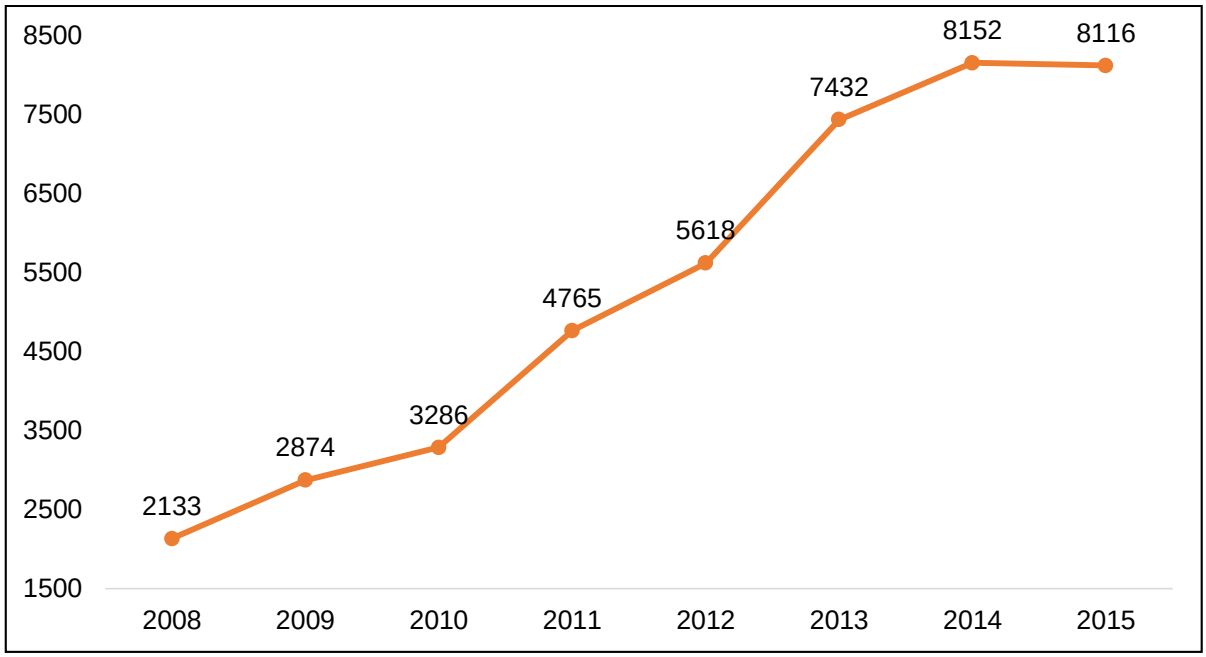
La inversión en gran parte se enfocó en la mejora de la infraestructura, así como en sectores estratégicos y área social.

Cabe mencionar que el presupuesto general del Estado se compone por ingresos y egresos y puede ser considerado como un instrumento para el manejo de recursos públicos y usarlos en programas.

Una de las ventajas para el fomento de la inversión fueron los altos precios del petróleo que generó altos ingresos para el estado entre el 2007 y 2014. (Rivera, 2016)

Inversión pública

Gráfico 20: Inversión pública
(Millones de USD)



Fuente: Plan anual de inversión
Elaborado por: Alejandra Cueva

Sin embargo así como se generó una fuerte inversión la deuda interna también iba creciendo, la bonanza petrolera fue una claro ejemplo de la Enfermedad Holandesa que se repite en el Ecuador, ya que al alcanzar un valor promedio por barril de petróleo de USD 80.70 se logró incrementar el flujo de capitales representando un 50% de los ingresos por concepto de exportaciones lo que significó un 14% del Producto Interno Bruto (PIB). La Enfermedad Holandesa refiere al significativo estancamiento que tuvo la economía debido a una caída abrupta en el precio del petróleo, alcanzando un precio promedio de USD de 42.17 por barril en el 2014, que sumado a la apreciación del dólar golpearon fuertemente a la economía

ecuatoriana, sobre todo al modelo de gasto público y el crecimiento del sector de la construcción.

Para poder determinar que en Ecuador se vivió una Enfermedad Holandesa, se analiza en primer lugar la apreciación de la moneda debido a los ingresos recibidos por la exportación de petróleo, en segundo lugar existió un déficit en la balanza de pagos a partir del año 2009 por último para el año 2015 se propone un timbre cambiario que propone flexibilizar el tipo de cambio para dinamizar el sector importador y exportador y así poder mitigar los efectos negativos producidos por la caída del precio del petróleo que no es más que un mecanismo que sirve para encarecer el dólar utilizado en las importaciones (Maldonado, S/A).

Los ingresos petroleros para el 2012 y para el 2013 eran de 6 mil millones aproximadamente, para el 2014 pasaron a un aproximado de 2 mil millones y para el 2015 mantenía la tendencia decreciente debido al precio del petróleo.

Reciclaje de liquidez

El Banco Central del Ecuador puede realizar operaciones de mercado abierto con el fin de lograr un reciclaje de liquide que consiste en la recirculación de liquidez de instituciones financieras que presentan excedentes hacia aquellas instituciones que presentan un déficit para evitar el incumplimiento de las obligaciones adquiridas por el Estado, que podrían causar una desestabilización en la economía.

Sistema de reciclaje de liquidez del Banco Central del Ecuador

El Banco Central del Ecuador como autoridad monetaria hace uso de las reservas internacionales para la recirculación de liquidez por medio de los siguientes mecanismos (Banco Central del Ecuador, 2012):

- Emitir y colocar Títulos del Banco Central del Ecuador (TBC) en plazos no mayores a 360 días;

- Emitir y colocar Obligaciones del Banco Central del Ecuador (OBC) en plazos mayores a 360 días; y,

- Realizar operaciones de reporto en dólares de los Estados Unidos de América, con Bancos, sujetos a la obligación de encaje, exclusivamente con títulos valores emitidos o avalados por el Estado a través del Ministerio de Economía y Finanzas.

Las operaciones de reciclaje de liquidez constituyen un mecanismo mediante el cual el Banco Central administra los excedentes de liquidez del sistema financiera, por lo que es el encargado de definir las condiciones financieras, forma de emisión, colocación y su negociación.

Títulos del Banco Central como mecanismo de reciclaje de liquidez

El reciclaje de liquidez implica que existe una limitación de recursos para la ejecución de proyectos y por ende se crean mecanismos que sean capaces de adaptarse a un entorno económico cambiante y así puedan dinamizar la economía para responder a las demandas de dinero.

Uno de los instrumentos de política monetaria utilizados por el Ecuador bajo el esquema de dolarización son los títulos del BCE, cuya función es mitigar los riesgos de liquidez y solvencia del Estado, este es un instrumento que ya ha sido utilizado en ocasiones anteriores con el fin de solventar las demandas de liquidez del sistema.

La instrumentación práctica de los Títulos del Banco Central permite dotar de liquidez al sistema financiero a la vez que integra los diversos actores de la economía.
De acuerdo al diario La Hora (La Hora, 2006):

> Los Títulos del Banco Central recogen los excedentes de liquidez del sistema financiero, a través de la emisión de Títulos del Banco Central (TBC); estos excedentes son trasladados a los bancos que tienen deficiencia de liquidez temporal, vía operaciones de reporto, además que permite al Banco Central realizar operaciones de reporto en dólares de los Estados Unidos de América, con instituciones financieras públicas y privadas sujetas a la obligación de encaje, exclusivamente con títulos valores emitidos o avalados por el Estado a través del Ministerio de Economía y Finanzas.

Paolo Fulghieri y Riccardo Rovelli, estudian una economía dinámica dotada de una secuencia de generaciones de consumidores y de procesos de producción que se solapan, y en donde los bienes de producción no son líquidos y las preferencias de consumo son sujetos a la demanda de liquidez. Asimismo, se caracterizan los estados estacionarios que se pueden lograr con los sistemas financieros alternativos y demuestra que los intermediarios financieros que ofrecen una vida infinita responsabilidad en las restricciones dependientes de la edad pueden poner en práctica un óptimo social con seguro a todo riesgo.

Modelo económico ecuatoriano

El modelo económico ecuatoriano durante la presidencia del economista Rafael Correa puede ser analizado bajo los principios keynesianos que se sustentan en tres postulados sobresalientes:

El ahorro, la inversión y el interés: Keynes afirma que la inflación no es necesariamente resultado de la cantidad de dinero circulante en la economía siempre y cuando existan recursos libres, por lo que los recursos son manejados por el público sin causar inflación.
La demanda agregada puede evitar desempleo e inflación.

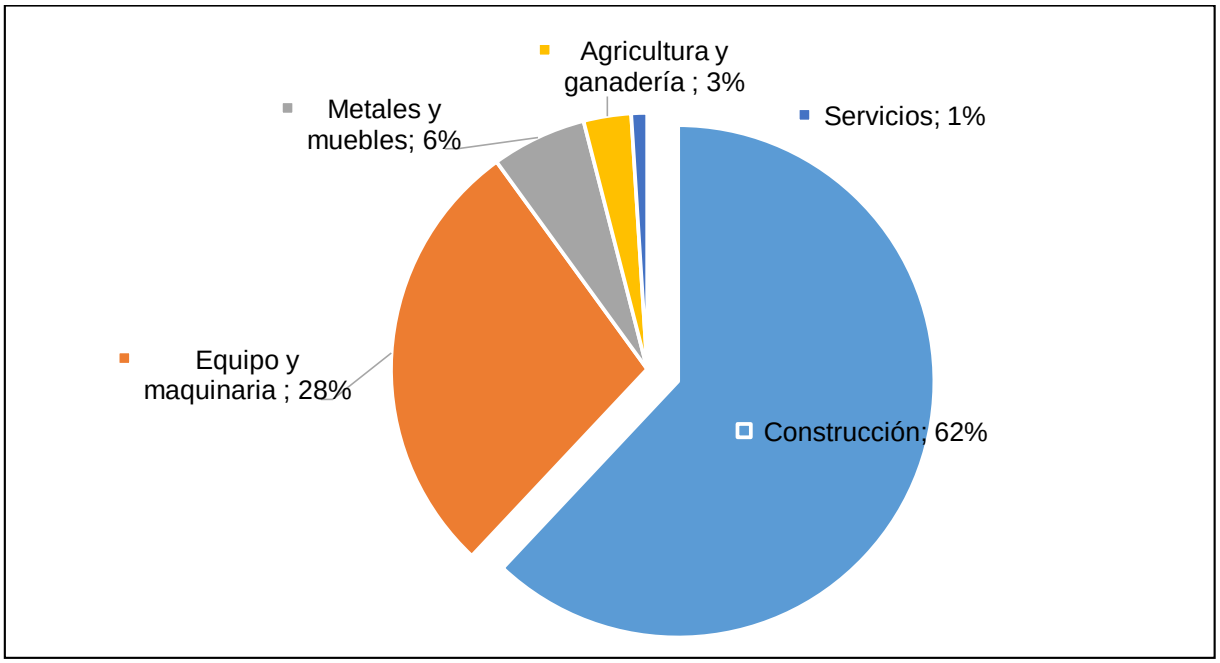
El gasto total en el modelo permite el pleno empleo por medio de un incremento del gasto público. El gasto a su vez aumenta el consumo por lo que las empresas incrementan la

producción para satisfacer la demanda, lo que se traduce en una recuperación de la economía en tiempo de crisis.

Para el año 2009 se planteó el Plan Nacional del Buen Vivir que buscaba la sustitución de exportación de materias primas y sustituirlo por la producción nacional así como la potenciación de recursos turísticos y ambientales.

El sector de la construcción fue el sector que obtuvo el mayor financiamiento por parte del estado.

Gráfico 21: Inversión pública por sector
Porcentaje



Fuente: Ministerio de Finanzas
Elaborado por: Alejandra Cueva

A partir del 2009 el gobierno ecuatoriano fomentó el sector de la construcción por medio de incentivos hasta convertirse en el sector que más contribuyó al PIB además de ser unos de los principales generadores de empleo.

El gasto realizado por el gobierno no permitió mantener niveles de reserva para afrontar posibles crisis futuras y se creyó que el precio del petróleo mantendría el alto precio, sin embargo la realidad era distinta y los precios iban disminuyendo periódicamente.

El sector petrolero en el Ecuador, se ha caracterizado por ser uno de los principales ingresos del estado, y por ende representa un indicador importante al momento de analizar la situación económica del país. Para el año 2006, el sector petrolero representaba el 14 % del PIB, hoy en día, ha existido una disminución representando una participación sobre el PIB total del 10% aproximadamente.
Para el 2014 la crisis impactó de gran forma a la economía de tal forma que la liquidez del gobierno iba disminuyendo lo que ocasionó el atraso de los pagos a los proveedores entre los

que se encuentra el sector del sector de la construcción, servicios de informática, materiales de oficina, limpieza y otros.

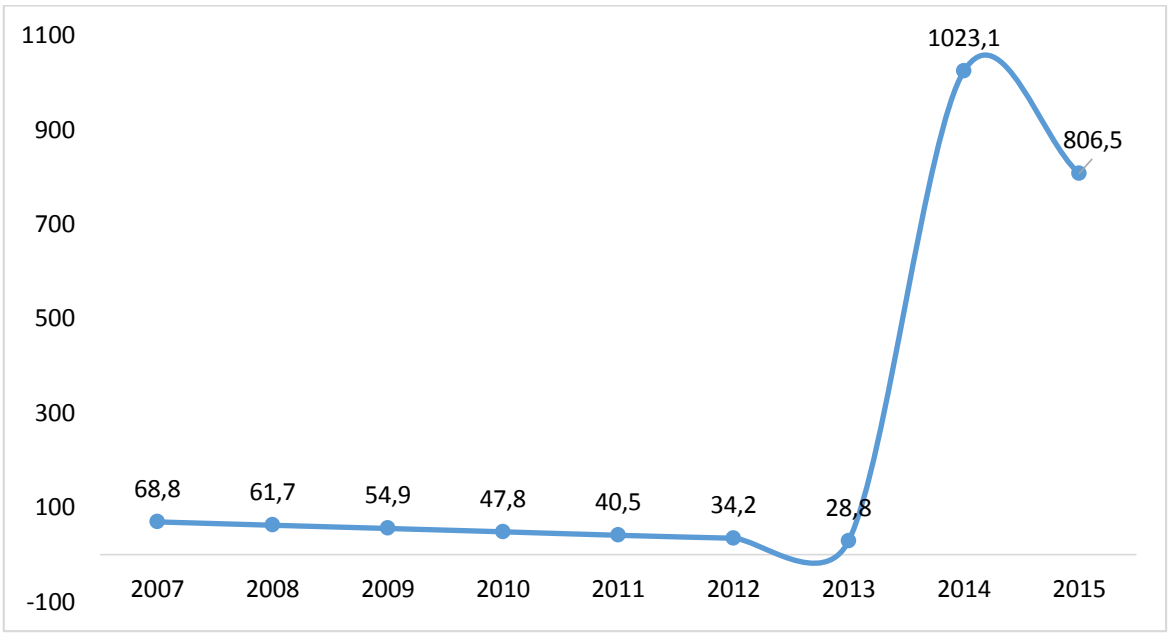
Los problemas de liquidez pueden desencadenar en la quiebra de la empresa, a la vez que se convierte en una cadena que acarrea el recorte de presupuesto y el recorte de personal.

Tabla 4: Deuda pública
(Millones de USD)

Año	PIB	Deuda Externa	Deuda Ext/PIB	Deuda Interna	Deuda Int/PIB
2007	51,007	10,632.7	20.8%	3,239.9	6.4%
2008	54,250	10,088.9	18.6%	3,645.1	6.7%
2009	54,557	7,392.5	13.6%	2,842.2	5.2%
2010	56,481	8,671.7	15.4%	4,665.1	8.3%
2011	60,925	10,055.3	16.5%	4,506.5	7.4%
2012	64,362	10,871.8	16.9%	7,780.5	12.1%
2013	67,293	12,920.1	19.2%	9,926.6	14.8%
2014	69,766	17,581.9	25.2%	12,558.3	18.0%
2015	69,968	20,225.2	28.9%	12,546	17.9%

Fuente: Ministerio de Finanzas
Elaborado por: Alejandra Cueva

Gráfico 22: Deuda pública con proveedores



Fuente: Ministerio de Finanzas
Elaborado por: Alejandra Cueva

Con el fin de aliviar la liquidez del sistema se realizó la emisión de Títulos del Banco Central que fue introducido al sistema financiero en el año 2014, con el fin de pagar a los contratistas

y que ellos a su vez puedan cancelar sus deudas con el Servicio de Rentas Internas (SRI) (El Universo, 2016).

Los Títulos del Banco Central (TBC) corresponden a un instrumento de reciclaje de liquidez que es proporcionado por el Ministerio de Finanzas, los acreedores del Estado (constructoras, empresas de línea blanca, empresas proveedoras de servicios, etc.) pueden hacer uso de estos títulos de dos formas:

- Entregarlos al Servicio de Rentas Internas (SRI) como forma de pago de impuestos adeudados.

- Negociarlos a través de la bolsa de valores.

Estos papeles no generan ningún interés. El beneficio para el Municipio o cualquier otro acreedor del Estado está en que, si bien vende esos papeles con descuento, obtiene liquidez para su operación. El descuento lo fija el mercado y depende de la oferta y demanda de esos papeles (Orozco, 2016).

Sustento legal

Código Orgánico Monetario y Financiero

Art. 126.- Emisión de valores del Banco Central del Ecuador. La Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, con el voto unánime de sus miembros, autorizará al Banco Central del Ecuador, dentro de los límites de sostenibilidad de la balanza de pagos, la emisión de valores denominados Títulos del Banco Central (TBC), que serán de renovación automática y respaldados en su totalidad con los activos del Banco Central del Ecuador. Los Títulos del Banco Central (TBC) se emitirán por tipos o series que podrán tener diferentes características. Estos valores se negociarán en el mercado primario solamente con el ente rector de las finanzas públicas, salvo excepción expresa y unánime de la Junta; servirán para el pago de tributos y cualquier otra obligación para con el Estado, a su valor nominal; y no serán considerados deuda pública. Se exceptúan de la inscripción en el Registro de Mercado de Valores cuando su negociación se realice en el mercado privado. (Asamblea Nacional, 2014)

Resolución No. 034-2015-M

- Art. 22.- El BCE con el objeto de regular la liquidez y crédito de la economía ecuatoriana, con el fin de velar por la estabilidad de precios, los equilibrios monetarios en la balanza de pagos y adecuados márgenes de seguridad financiera, con la autorización de la JPRMF podrá emitir TBC totalmente respaldados con los activos de la institución, contando para ello con la aprobación previa del ente rector de las finanzas públicas, de conformidad con lo que dispone el artículo 142 del Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas.

- Art. 23.- Los TBC son valores denominados en dólares de los Estados Unidos de América. El BCE establecerá los términos y condiciones financieras específicos para

cada tipo o serie de TBC para los casos de la colocación primaria que no se realice con el ente rector de las finanzas públicas, los mismos que deberán ser aprobados unánimemente por la JPRMF.

- Art. 24.- El BCE pagará en las fechas de vencimiento establecidas para cada tipo o serie de TBC, el valor correspondiente a capital y a cupones de interés en caso de haberlos.

- Art. 25.- El BCE podrá, en función de la disponibilidad de excedentes de liquidez y tomando en cuenta los objetivos de política económica, recomprar TBC a su valor par.

- Art. 26.- La colocación de los TBC en el mercado se realizará por medio de subasta, venta directa o cualquier otro mecanismo que el BCE estime. El BCE no pagará comisión alguna por la colocación o recompra de los TBC.

- Art. 27.- La emisión de los TBC se liquidará a través del DCV, y cuando esta sea desmaterializada se custodiará en el DCV.

Resolución No. 094-2015-M

- Autorizar al Deposito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores del Banco Central del Ecuador (DCV-BCE) a desmaterializar y recibir depósitos de TBCs, para efectos de implementar la figura de “Liquidación de Obligaciones Estado / Contratistas”.

Incidencia de los Títulos del Banco Central en el Mercado de Valores

En el 2015 se realizó la primera emisión de TBCs por un monto superior a los USD 50 millones que estuvieron respaldados por activos del Banco Central, sin embargo estos no fueron inscritos en el mercado de valores y solo sirvieron para el pago a proveedores y que los mismos puedan pagar impuestos.

Para el 2016 se realiza una nueva colocación de TBCs por un valor de USD 200 millones que está inscrita en el mercado de valores para su negociación.

Tabla 5: Montos negociados a través de Bolsa de Valores

Mes	Monto Negociado	Precio Promedio
ene-16	43,863,430.40	96.66
feb-16	37,040,396.30	97.15
mar-16	48,231,510.74	98.62
abr-16	25,239,904.09	98.90
may-16	46,535,328.29	98.91
jun-16	55,075,698.63	98.39
jul-16	13,452,189.60	97.34
ago-16	2,993,074.77	97.90
sep-16	26,876,927.85	98.27
oct-16	6,231,871.84	97.46
TOTAL	**305,540,332.51**	

Fuente: Bolsa de Valores Quito
Elaborado por: Alejandra Cueva

El Mercado de Valores ofrece las condiciones de equidad, competencia y transparencia (Andes, 2016) que se necesita para las negociaciones, a la vez que trae un beneficio para la Bolsa de Valores en el sentido de las comisiones que generan las transacciones.

Los Títulos del Banco Central sin embargo no contribuyen como un instrumento de inversión ya que no genera ningún interés, por lo cual las empresas acreedoras hacen uso de los mismos para pagar obligaciones con el SRI y con demás acreedores.

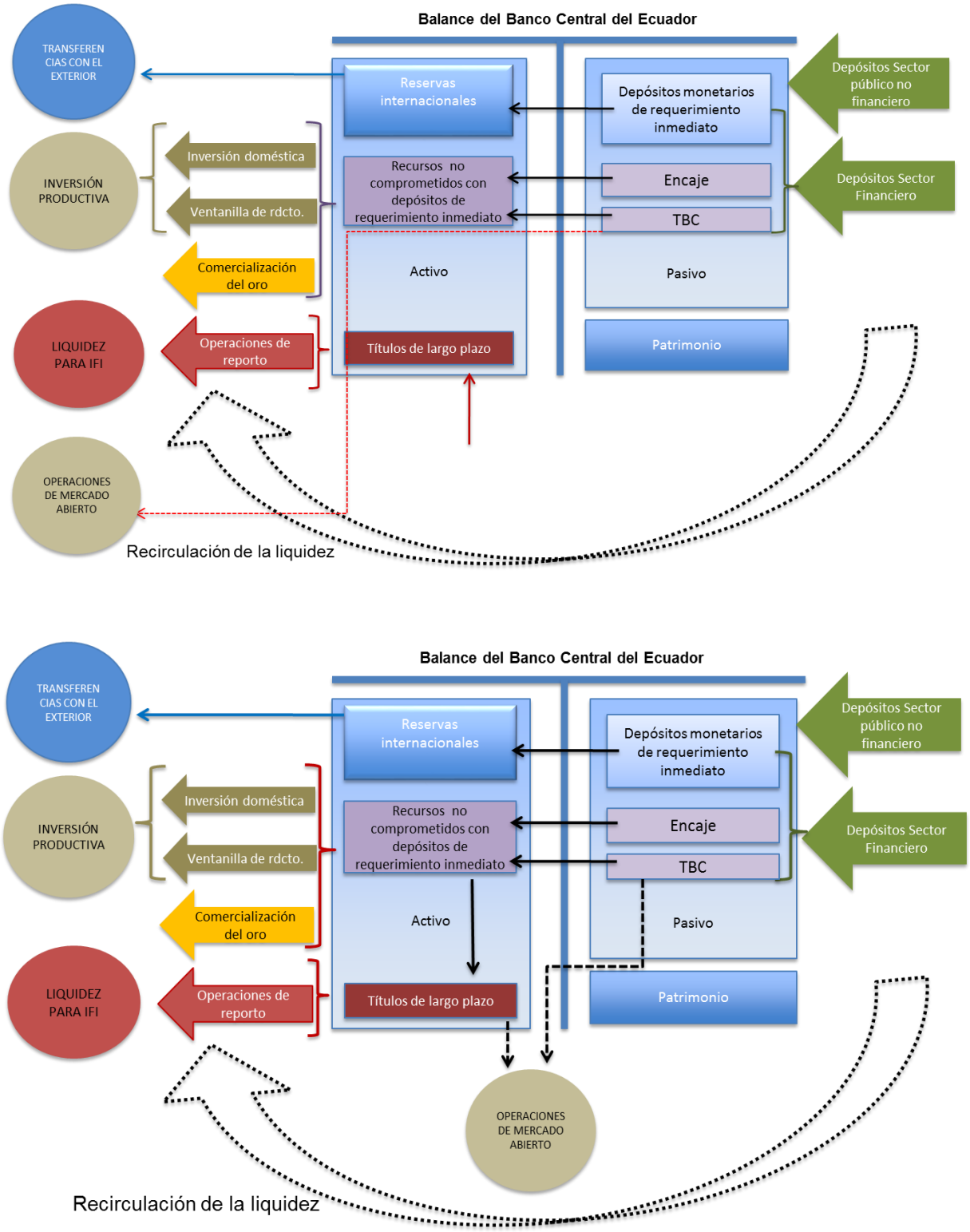
Importancia de los Títulos del Banco Central en el reciclaje de liquidez

El reordenamiento monetario es el objetivo final de los Títulos del Banco Central, es por medio de esto que se evita la volatilidad de los flujos circulantes en la economía, a través de la canalización de recursos excedentarios hacia instituciones deficitarias. A la vez que se reduce el riesgo de liquidez y permite al Estado disminuir la deuda con sus proveedores.

El reciclaje de liquidez adicionalmente es un instrumento que permite la integración económica a la vez que la dinamiza.

Los Títulos del Banco Central son respaldados por activos líquidos, exactamente por Cetes (Certificados de Tesorería) que son emitidos por el Ministerio de Finanzas. Al vencimiento los TBC se redimieran en efectivo, las operaciones pasan a ser administradas por el Ministerio de Finanzas, como débito automático, de acuerdo a la autorización que permitió la emisión de TBCs, con esto se busca precautelar la liquidez y solvencia de la economía. (Martínez, 2016)

Gráfico 23: Funcionamiento de los Títulos del Banco Central



Fuente: Carlos de La Torre
Elaborado por: Carlos de La Torre

Un agente excedentario es conectado con un agente deficitario por medio del sistema financiero y el mercado de capitales, lo que va de la mano con el manejo de precios y un

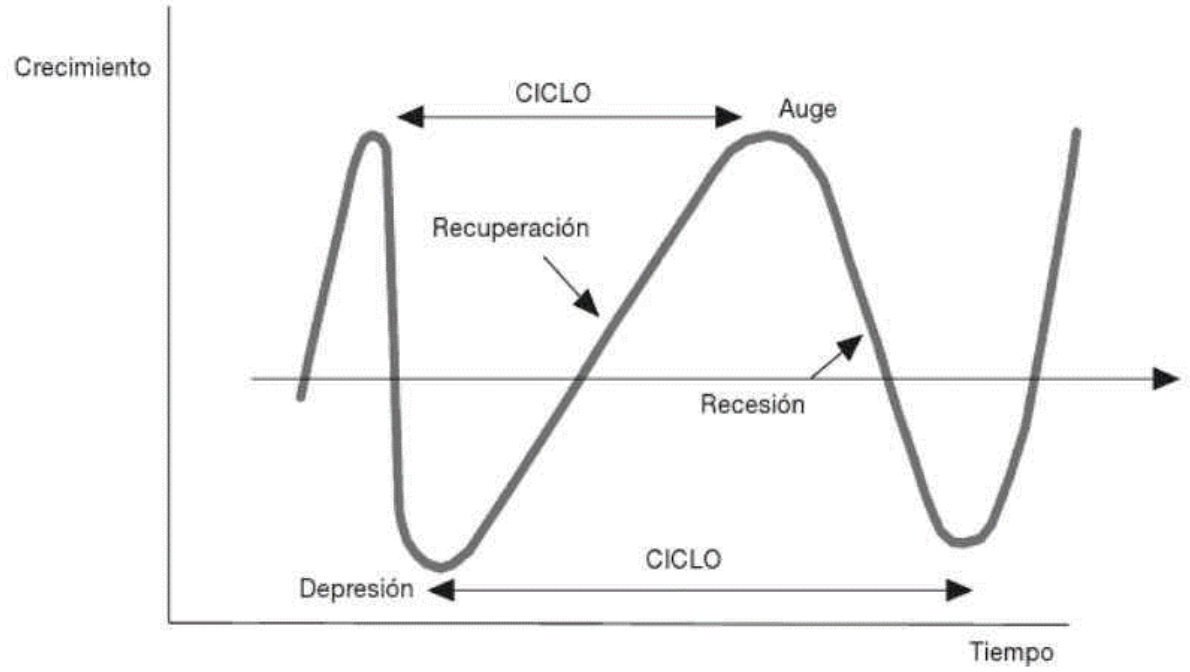
sistema crediticio eficiente, sin embargo estos factores no son suficientes para mantener una estabilidad financiera.

La liquidez tiene una relación indirecta con el riesgo, lo que significa que mientras exista un mayor riesgo de impago la financiación la financiación va a ir disminuyendo.

El ciclo económico permite analizar los cambios de la oferta y demanda agregada que se repiten en cierto tiempo y presentan características similares.

Durante el ciclo económico existe el periodo de recesión en el cual el ritmo económico disminuye así como la demanda y desestabilizando así la economía real.

Gráfico 24: Ciclo económico



Fuente: Berumen, 2006
Elaborado por: Berumen, 2006

Los Títulos del Banco Central responden a la recesión en sentido contra cíclico, ya que como ha sido mencionado, el Ecuador atravesó un periodo en el cual se caracterizó por una fuerte disminución de liquidez resultado de la fuerte dependencia petrolera, trayendo consigo una contracción económica general que desencadenó en desempleo y aumento en el endeudamiento de las empresas, que se vieron en la necesidad de tomar medidas para afrontar la crisis, al ser el SRI el agente recaudador, lo que ingresa va a la cuenta del Ministerio de Finanzas y el valor se redime a la economía.

Conclusiones

La realización de esta investigación brinda un análisis desde la perspectiva de la política monetaria en dolarización que permite el acercamiento al papel del Banco Central lo que permite concluir sobre cada uno de los objetivos planteados en el inicio, con esto el enfoque del trabajo se centra en la importancia del análisis del reciclaje de liquidez.

Para definir la importancia de los Títulos del Banco Central como mecanismo de reciclaje de liquidez es importante empezar por definir la política monetaria así como la política fiscal para determinar los instrumentos disponibles de un país que se desarrolla bajo un esquema de dolarización y así tomar decisiones anticíclicas, los mismos que deben adaptarse a una economía que se encuentra en constante cambio por lo que adicionalmente la realidad nacional responde a una economía mundial.

La política monetaria como lo plantea el Banco de México es considerada como conductora para lograr crecimiento económico y empleo, sin embargo no puede actuar directamente sobre los precios por lo que se enfoca en el mercado de dinero y la capacidad de responder de manera oportuna la base monetaria para cumplir con sus objetivos, ya que puede influir en las tasas de interés lo que incide en la demanda agregada teniendo como fin último los precios en la economía.

La autonomía e independencia de un Banco Central son fundamentales para la aplicación de una política monetaria ya que las decisiones deben ser tomadas sin la influencia de un tercero que distorsione los resultados a favor de un cierto grupo, esto permite generar confianza y credibilidad del público.

El Banco Central como autoridad monetaria redefine su papel en la economía ecuatoriana y los mecanismos de acción inmediata que permiten el control financiero para lograr los objetivos de estabilidad y crecimiento, es por ello que la relación entre política monetaria y Banco Central permite la determinación de instrumentos que pueden ser utilizados para el control monetario, inflación y tasas de interés y así contribuir al crecimiento frente a la pérdida de capacidad de actuar como prestamista de última instancia. Un Banco Central no solo es el encargado de la emisión monetaria ya que el Ecuador es un caso particular en el que el Banco Central pierde su capacidad de emisión monetaria pero tiene como objetivo primordial precautelar el correcto funcionamiento económico. Si bien los sacrificios que significó para la economía ecuatoriana la dolarización, la estabilidad lograda a lo largo de los años ha permitido al gobierno el cumplimiento de muchos de los objetivos propuestos.

Previo a la implementación de los Títulos del Banco Central fue necesaria la elaboración de un sustento legal que brinde la confianza y transparencia de que las transacciones que se realizarán servirán para el dinamismo económico.

La caída del precio del petróleo, la apreciación del dólar, el déficit fiscal, la disminución de las exportaciones e importaciones, la reducción del crédito y del consumo han resultado en una contracción económica durante la presidencia del economista Rafael Correal y como resultado los flujos de dinero fueron menores para el año 2014, por lo que las

decisiones en materia de gasto público e inversión pública tomadas por el gobierno sean cuestionadas. El gobierno entró en mora con los proveedores y contratistas de los proyectos de inversión causando un efecto dominó en el sentido que la falta de pago a las empresas ocasionaban la mora de las mismas y se veían obligadas a reducir su producción y realizar recortes de personal resultando en una contracción general de la economía, es por esta razón que el gobierno da paso a la implementación de los Títulos del Banco Central como una alternativa de reordenamiento monetario en el corto plazo además de mitigar el riesgo de liquidez y solvencia.

El Mercado de Valores al ser el escenario elegido para realizar la compra y venta de Títulos del Banco Central también debería brindar confianza a los usuarios y al mismo tiempo recibe un beneficio por las transacciones.

La aceptación esperada de los Títulos del Banco Central por parte de las empresas logró parte del objetivo esperado, ya que si bien la deuda que mantiene el gobierno no ha sido subsanada en su totalidad, se ha logrado que las empresas puedan pagar una proporción de su deuda sobre todo la que corresponde a los impuestos.

La expectativa de las empresas frente a los Títulos del Banco Central hizo que existiera una alta demanda, por lo que el resultado en las negociaciones a través del mercado de valores era que se vendiera casi sin descuento, lo que implica que las empresas no pierden en el momento de la negociación.

La importancia de los Títulos del Banco Central para el mecanismo de reciclaje de liquidez reside principalmente en la integración de diferentes sectores ya que incorpora el sector público y privado y a su vez dinamiza la economía.

Los Títulos del Banco Central adicionalmente al tener una vigencia de hasta 360 días permite un flujo de dinero que puede compensar las deudas del gobierno y a la vez alcanzar los objetivos de recaudación de impuestos.

Como un impacto secundario, la dinamización de la economía se amplía en el sentido de que las empresas lograr pagar las deudas con sus proveedores, y estos a su vez con sus proveedores, retomando los niveles de producción previos y generando de nuevo fuentes de empleo, en el largo plazo se vuelve al punto de equilibro en el que se encontraba la economía.

Una de las deficiencias que se puede determinar a partir de la implementación fue que la difusión de la información para el uso así como para la negociación de los Títulos del Banco Central no fue suficiente por lo que muchas de las empresas aún no han podido cobrar las deudas que tienen con el gobierno, además el proceso para el pago de impuestos si bien era mucho más sencillo y directo para las empresas, éstas no tenían el conocimiento para proceder.

En lo personal puedo concluir que la iniciativa de utilizar los Títulos del Banco Central para el reciclaje de liquidez permitió canalizar excedentes hacia instituciones deficitarias aliviando la deuda del gobierno con los proveedores quienes a su vez lograron pagar las deudas con sus también acreedores, lo que se convirtió en un efecto cascada.

Adicionalmente las obligaciones impositivas que mantenían las empresas han disminuido. Es importante mencionar que la implementación de los Títulos del Banco Central correspondió a un mecanismo emergente debido a la errónea proyección estatal, al considerar que el alto precio del petróleo se mantendría en el tiempo.

Recomendaciones

La dependencia petrolera del estado ecuatoriano contribuye uno de los factores que pueden perjudicar los proyectos de inversión por lo que es necesario plantear escenarios en los que el precio del petróleo tenga una variación y así permita precautelar la liquidez por medio de mecanismos alternativos o de contingencia y no esperar a una recesión para la implementación de mecanismos emergentes.

Para la fijación de objetivos macroeconómicos por parte del Banco Central es importante tomar en cuenta factores económicos, sociales y políticos así como también factores internacionales que puedan inciden en el cumplimiento de los mismos, ante esto se suma conocer el efecto de una decisión sobre la economía en general.

Las autoridades monetarias y fiscales deben mantener una coordinación para la fijación de metas.

Manejar un monitoreo y supervisión constante de los techos de gasto y endeudamiento permiten mantener niveles de liquidez y plantear estrategias de intervención o en casos extremos la necesidad de un cambio en las leyes. Un gasto responsable implica una planificación previa en la que se permita una mayor y mejor canalización de recursos.

La presentación de información financiera contribuye como el apoyo primordial para que el Banco Central pueda tomar decisiones es por ello que se recomienda la presentación oportuna y transparente de balances por parte de la autoridad monetaria.

Para establecer mecanismos de acción es necesario un análisis previo de las limitaciones que tiene el Banco Central en política monetaria.

Para que mecanismos como los Títulos del Banco Central tengan la acogida esperada es necesario que previamente a su aplicación existiera una campaña de difusión de información de calidad para que así todos los actores que intervienen el proceso tengan claro la implementación, uso y negociación ya que si la acogida no es la esperada puede tener un impacto negativo que a su vez termine en el fracaso del proyecto.

La asesoría de especialistas en el tema permite mitigar los riesgos de liquidez y solvencia. El Banco Central de México es tomado en la investigación como un referente en la aplicación de política monetaria así como para plantear la importancia de la autonomía e independencia que debe tener el Banco Central en la toma de decisiones sin influencias de intereses.

A partir de investigación realizada se recomienda tomar en cuenta la economía mundial ya que al ser el Ecuador un país dolarizado un shock externo tiene un impacto mucho más fuerte en la economía y la capacidad de respuesta también se ve limitada por lo que la recuperación a una crisis va a requerir de medidas emergentes. Sin embargo un monitoreo constante de la economía permite prever y contar con medidas afrontar las crisis. De la misma forma para que un mecanismo tenga la acogida esperada el gobierno debe generar la suficiente confianza en el público.

El trabajo expuesto sirve como referente para futuras investigaciones por lo que se recomienda su uso al ser una investigación exploratoria y descriptiva en el reciclaje de liquidez y pueda ser utilizado de manera objetiva.

Referencias Bibliográficas

Agencia Andes. (22 de Diciembre de 2015). *CEPAL destaca aumento de inversión pública en Ecuador.* Obtenido de Ecuadorinmediato: http://www.ecuadorinmediato.com/index.php?module=Noticias&func=news_user_view&id=2818793556v

Ahsan, Amirul, Skully, Michael & Wickramanayake, J. (Diciembre de 2006). *Determinants of Central Bank Independence and Governance: Problems and Policy Implications.* Obtenido de Journal of Administration and Governance: https://ssrn.com/abstract=1402662

Andes. (20 de Enero de 2016). *Los Títulos del Banco Central podrán negociarse a través de las Casas de Valores.* Obtenido de Andes: http://www.andes.info.ec/es/noticias/titulos-banco-central-podran-negociarse-traves-casas-valores.html

Asamblea Nacional. (2008). *Constitución de la República del Ecuador 2008.* Montecristi: Registro Oficial 449.

Asamblea Nacional. (2014). *Código Orgánico, Monetario y Financiero.* Quito.

Asamblea Nacional del Ecuador . (1998). *Constitución de 1998.* Riobamba: Gaceta Constitucional.

Banco Central del Ecuador . (2001). *Dolarización .* Quito: Banco Central del Ecuador .

Banco Central del Ecuador . (Mayo de 2001). *La misión y visión institucional del Banco Central del Ecuador.* Obtenido de Banco Central del Ecuador: https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Apuntes/ae15.pdf

Banco Central del Ecuador . (2016). *Importancia del mecanismo de recirculación de liquidez.* Obtenido de Banco Central del Ecuador : https://contenido.bce.fin.ec/contenido.php?CNT=ARB0000280

Banco Central del Ecuador. (2002). Liberalización, política monetaria y dolarización: la experiencia ecuatoriana. *Cuestiones económicas*, 221-225.

Banco Central del Ecuador. (2006). Operaciones y resultados de la situación financiera del Banco Central del Ecuador. *Memorias anual 2006*, 187-191. Recuperado el Octubre de 2016, de https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Memoria/2006/06resultados.pdf

Banco Central del Ecuador. (Abril de 2011). *Notas metodológicas sobre las estadísticas monetarias y financieras.* Obtenido de Banco Central del Ecuador: https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/326-notas-metodol%C3%B3gicas

Banco Central del Ecuador. (9 de Noviembre de 2012). *Codificación de Regulaciones del Banco Central del Ecuador.* Obtenido de Banco Central del Ecuador: https://www.bce.fin.ec/documents/pdf/general/LibroI.pdf

Banco Central del Ecuador. (2013). *Notas a los estados financieros del 1 de enero al 31 de diciembre del 2013*|. Quito: Banco Central del Ecuador.

Banco Central del Ecuador. (Octubre de 2016). *Historia del Banco Central del Ecuador.* Obtenido de Banco Central del Ecuador: https://bce.fin.ec

Banco de México . (2012). *Mecanismos de transmisión de la política monetaria en México.* México: Banco de México.

Baquero, Marco. (2000). *Costos y beneficios de la pérdida de señoreaje en el Ecuador.* Quito: Banco Central del Ecuador.

Berumen, Sergio. (2006). *Introducción a la economía internacional.* Madrid: Esic Editorial.

Board of Governors Federal Reserve System. (1994). *The Federal Reserve System: Purposes and Functions.* Washington D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System. doi:10.17016/0199-9729.10

Borensztein, Eduardo. (2001). Mesa redonda: Beneficios potenciales en la dolarización. *Cuestiones económicas*, 151-153.

Botero, Carmen. (1987). *Las operaciones de mercado abierto frente a la política de encaje, como instruento de control monetario .* Bogotá: Universidad de los Andes, Facultad de economía.

Calvo, Guillermo & Vegh, Carlos. (1992). Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction. *Munich Personal RePEc Archive*.

Canavese, Alfredo. (2002). La convertibilidad en Argentina: Funcionamiento de una caja de conversión anclada al dólar. *Cuestiones Económicas*, 53 - 68.

Castillo, Ramón & Rodríguez, Lourdes. (2009). La dolarización de El Salvador: ¿una contribución negativa al crecimiento económico? *Comercio Exterior*, 899.

Chafloque, Ronald. (2014). *Algo sobre el dinero y cómo actua sobre el ser humano .* Obtenido de Monografías: http://www.monografias.com/trabajos10/diner/diner.shtml

Cohen, Benjamín. (2001). Mesa redonda: El papel de la banca central bajo la dolarización. *Cuestiones económicas*, 149-150.

Congreso Nacional. (2006). *Ley Orgánica de régimen monetario y banco del Estado, codificación.* Quito: Registro oficial 196.

Consejo Nacional de Planificación . (2013). *Plan Nacional para el Buen Vivir 2013.* Quito: Secretaria Nacional de Planificación y Desarrollo - SENPLADES.

Duarte, Raymond. (6 de Mayo de 2011). *La importacia de la liquidez.* Obtenido de Totalmente finanzas: http://www.totalmentefinanzas.com/2011/05/la-importancia-de-la-liquidez.html#.WA_AEfnhDIU

Efxto. (17 de OCtubre de 2012). *Una breve historia de la política monetaria.* Obtenido de Efxto: https://efxto.com/una-breve-historia-de-la-politica-monetaria

El Universo. (21 de Febrero de 2016). *Títulos del Banco Central, un recurso ante la iliquidez.* Obtenido de El Universo: http://www.eluniverso.com/noticias/2016/02/21/nota/5416245/titulos-banco-central-recurso-ante-iliquidez

Flandreau, Marc. (2006). *Pillars of globalization: A story of monetary targets, 1797 - 1997.* Frankfurt.

Fondo Monetario Internacional. (18 de Agosto de 2016). *Fondo Monetario Internacional*. Obtenido de Fondo Monetario Internacional: www.imf.org

Fondo Monetario Internacional. (S/A). *Derechos especiales de giro (DEG).* Obtenido de Fondo Monetario Internacional : https://www.imf.org/es/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-Drawing-Right-SDR

Gaviria, Mario. (2007). *Apuntes de Teoría y Política Monetaria .* Pereira: Edición electrónica.

Gozzi, Eugenia & Tappatá, Ricardo. (Noviembre de 2010). *Primera inciativa de reforma financiera profunda en América Latina. La Misión Kremmerer.* Obtenido de Fit & Proper: www.firproper.com

Gray, Simon & Hoggarth, Glenn. (Septiembre de 1996). Introducción a las operaciones monetarias. Londres: Centro de Estudios de Banca Central, Banco de Inglaterra.

Haro, María. (2001). *La política fiscal ecuatoriana, a partir de la dolarización.* Quito: Universidad Andina Simón Bolívar.

Kydland, Finn & Prescott, Edward. (1977). Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *The Journal of Political Economy, 85*, 473-492. Obtenido de The Journal of Political Economy: http://www.sfu.ca/~kkasa/prescott_77.pdf

La Hora. (29 de Noviembre de 2006). *Banco Central controla liquidez.* Obtenido de La Hora: http://lahora.com.ec/index.php/noticias/show/505035/-1/home/goRegional/Manta#.WCy8q7LhDIU

Maldonado, Gonzalo. (S/A). *Timbre cambiario.* Obtenido de El Comercio: http://www.elcomercio.com/opinion/opinion-gonzalomaldonado-mercado-economia-dolares.html

Mántey, Guadalupe. (2013). El apoyo fiscal al banco central y la pérdida del señoreaje. *Economíauam*, 58-74.

Martínez, Diego. (21 de Febrero de 2016). Los activos que respaldan los TBC son líquidos, en concreto, Cetes emitidos por Finanzas. (K. Villavicencio, Entrevistador)

Miller, Roger & Pulsinelli, Robert. (1992). *Moneda y banca.* México D.F. : Publi-Mex S.A. de C.V.

Oleas, Sebastián, Mosquera, Santiago & Bucaram, Santiago. (16 de Octubre de 2015). *La situación fiscal del Ecuador.* Obtenido de La República: http://www.larepublica.ec/blog/opinion/2015/10/16/situacion-fiscal-ecuador/

Orozco, Mónica. (21 de Enero de 2016). *Los Títulos del Banco Central para acreedores estatales ya están en la Bolsa.* Obtenido de El Comercio: http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-tbc-acreedoresestatales-bolsa-valores.html

Pico, Gabriela. (2004). *Funciones de un Banco Central que pierde el control de la política monetaria y cambiaria. El caso.* Quito: Pontificia Universidad Católica del Ecuador.

Pitarque, Juan. (2002). Liberalización, política monetaria y dolarización: la experiencia ecuatoriana. *Cuestiones económicas, 18*, 221-225.

Rivera, Carlos. (14 de Marzo de 2016). *Descubriendo los síntomas de la Enfermedad Holandesa en Ecuador .* Obtenido de Opinión.ubicatv: http://opinion.ubicatv.com/descubriendo-los-sntomas-de-la-enfermedad-holandesa-en-ecuador-por-carlos-rivera/

Robalino, César. (S/A). Seminario Internacional"Dolarización, 15 años después: Una visión integral". *La Dolarización*. Guayaquil, Guayas, Ecuador: Universidad Espíritu Santo. Obtenido de http://www.uees.edu.ec/dolarizacion/pdf/1/2-Conf-Cesar-Robalino-190115.pdf

Robayo, Miguel, Andrade, Carlos & Garcés, Ramiro. (2002). El Sistema de Pagos Ecuatoriano. *Memoria anual 2003*, 161-174.

Schwartz, Moisés & Galván, Sybel. (1999). *Teoría económica y credibilidad en la política monetaria .* México: Banco de México.

Spencer, Milton. (1993). *Economía contemporánea.* Barcelona: Editorial Reverté, S.A.

Stiglitz, Joseph. (2001). Crisis y reestructuración financiera: el papel de la banca central. *Cuestiones económicas*, 3-24.

Uribe, Martín & Schmmit-Grohe, Stephanie. (2001). Políticas de estabilización y los costos de dolarizar. *Cuestiones económicas*, 109-148.