

Introducción.....	pg.1
La importancia de la demanda agregada.....	pg.2
Herramientas de estabilización de la demanda agregada.....	pg.4
Trampas fiscales en economías sin soberanía monetaria.....	pg.12
Reflexión final.....	pg.15

Los artículos presentados son de responsabilidad exclusiva de sus autores y no necesariamente representan la posición oficial del CEF – SRI.

## Trampas fiscales del régimen de Dolarización

Sebastián Carvajal\*

### 1. INTRODUCCIÓN

Bajo la óptica keynesiana, el nivel de producción y empleo dependen de la demanda agregada. Por lo tanto, los ciclos económicos son fruto de sus fluctuaciones y los efectos pueden ser devastadores en la población. Para Keynes, el sistema capitalista es inherentemente cíclico. “[Cuando el sistema se mueve] en dirección ascendente, las fuerzas que lo empujan hacia arriba al principio toman impulso y producen efectos acumulativos unas sobre otras, pero pierden gra-

dualmente su potencia hasta que, en cierto momento, tienden a ser reemplazadas por las operaciones en sentido opuesto; las cuales, a su vez, toman impulso por cierto tiempo y se fortalecen mutuamente hasta que ellas también, habiendo alcanzado su desarrollo máximo, decaen y dejan sitio a sus contrarias” (Keynes, 1936).

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

\* Investigador del Centro de Estudios Fiscales

Uno de los principales problemas que enfrenta la teoría y política macroeconómica es que se entiende a la política monetaria y fiscal como dos herramientas distintas que actúan de manera independiente.

El punto central de esta *Nota de Reflexión* es mostrar que existe una estrecha interrelación entre ambas, y que, en realidad, la política fiscal es un componente del régimen monetario. El no tener soberanía monetaria impone peligrosas trampas fiscales puesto que los gobiernos están *a merced* de los mercados mundiales de capitales quienes elevan los tipos de interés de la deuda pública en periodos de recesión, haciendo virtualmente imposible usar la herramienta fiscal para estabilizar la demanda agregada. Por su parte, los países con soberanía monetaria evitan dichas trampas fiscales mediante el accionar de sus bancos centrales.

Los países sin soberanía monetaria, como el Ecuador, se encuentran en una posición crítica: no solo han renunciado a las herramientas monetarias, sino que es-

to, a su vez, merma seriamente las herramientas fiscales.

## **2. LA IMPORTANCIA DE LA DEMANDA AGREGADA.**

---

La corriente de pensamiento económico denominada post keynesiana ha desarrollado todo un marco analítico que explica cómo el funcionamiento natural del sistema financiero es el que más contribuye a los ciclos económicos debido a la expansión y contracción del crédito.

Estas teorías, también denominadas de *dinero endógeno*, se contraponen al enfoque de *fondos prestables* de la economía tradicional. El enfoque de fondos prestables sugiere que los bancos son meros intermediarios entre depositantes y prestatarios. El acto de prestar dinero es simplemente la redistribución de un *stock* de fondos preexistentes y disponibles para prestarlos en forma de crédito. Por lo tanto, los bancos y el mismo dinero pueden ser ignorados. Los créditos bancarios no suponen modificaciones de la demanda agregada, solamente una relocalización de fondos ya existentes.

Por su parte, el enfoque de dinero endógeno sostiene que los bancos no prestan fondos pre-existentes sino que crean dinero al emitir créditos. Por lo tanto la actividad bancaria es determinante de la demanda agregada y del desempeño económico. Existe evidencia empírica que muestra que los periodos de auge económico tienen correlación positiva con periodos de expansión del crédito, y viceversa (Keen, 2013).

En la víspera de la actual crisis en Estados Unidos, años 2005-07, se observó una considerable expansión del crédito. La mayoría de fondos se destinaron a vivienda y permitieron que el sector de la construcción sea altamente dinámico, pero también fueron destinados a la compra de acciones (que dinamiza las empresas) y hacia bienes de consumo por parte de los hogares. El nivel de la demanda agregada, impulsada por los créditos emitidos, permitió un periodo de crecimiento económico y bajo desempleo. El momento en que el financiamiento se detuvo en los Estados Unidos, y que la gente se volvió precavida hacia el futuro, el gasto agregado

comenzó a disminuir, las firmas ya no encontraron a quien vender sus productos y muchas debieron cerrar o despedir trabajadores (Krugman, 2012).

Una vez que ocurre una masiva contracción del crédito no toma mucho tiempo para que la economía caiga en recesión. La recesión, a su vez, profundiza la contracción del crédito en la medida en que la demanda agregada y el empleo caen, y las pérdidas por créditos incobrables del sistema financiero aumentan. Se forma una espiral descendente que se retroalimenta, tal como en la definición keynesiana del ciclo. En el proceso de reducir su endeudamiento y aumentar sus ahorros, los consumidores reducen drásticamente sus compras, los empresarios cancelan su inversión planificada y despiden trabajadores, y las instituciones financieras reducen su cartera para recuperar capital. Todo esto no es más que reducir drásticamente la demanda agregada y por lo tanto agudiza la recesión.

Paul Krugman, premio Nobel de economía en 2008, hace la siguiente reflexión en su último

libro *End This Depression Now!*: “¿Por qué el desempleo es tan alto, y la producción tan baja? Porque nosotros —donde por ‘nosotros’ me refiero a consumidores, empresarios, y gobierno, combinados— no estamos gastando lo suficiente”. Por ejemplo, en el caso de Estados Unidos, Islandia y España, el dinamismo económico previo a la crisis fue alimentado principalmente por el gasto e inversión en construcción y por un sólido consumo de bienes y servicios en general. El financiamiento de este gasto provino principalmente del sistema bancario vía endeudamiento.

Este gasto declinó drásticamente después de la explosión de las respectivas burbujas inmobiliarias. La inversión de las firmas también cayó y el gasto de los diferentes niveles de gobierno hizo lo propio. Un bajo gasto significa bajo empleo porque las firmas no van a producir algo que no puedan vender, y no contratarán mano de obra si no están dispuestos a producir. Lo que se vive en una recesión es una fuerte falta de demanda agregada que, según una variada evidencia empírica, viene determinada por los ciclos

de expansión y contracción del crédito.

### **3. HERRAMIENTAS DE ESTABILIZACIÓN DE LA DEMANDA AGREGADA**

---

Tradicionalmente los gobiernos tienen dos herramientas poderosas para estabilizar la demanda agregada: la monetaria y la fiscal.

Por el lado monetario, la herramienta está en manos de los bancos centrales y radica en determinar el tipo de interés al cual prestan reservas a los bancos privados. Esta tasa de interés influye de manera significativa sobre la gran variedad de tasas de interés que operan en el mercado financiero. Si el objetivo de la autoridad monetaria es restringir la demanda agregada optará por subir los tipos de interés, caso contrario los disminuirá.

El proceso de transmisión de la política monetaria a la demanda agregada ocurre a través del llamado *canal del crédito*. En el caso de una contracción económica, la autoridad económica puede reducir los tipos de interés para incentivar la demanda agregada vía endeudamiento. Si el tipo de

interés al cual los bancos consiguen reservas disminuyen tienen un incentivo para disminuir sus riesgos por lo que se espera que aumente su disposición a emitir créditos. Por el lado de los prestatarios, se espera que el menor tipo de interés incentive el endeudamiento, sea para inversión o consumo. La autoridad monetaria espera que la dinamización del crédito influya sobre los niveles de producción y empleo en los términos referidos anteriormente.

Por ejemplo, durante los últimos cincuenta años, las recesiones en Estados Unidos se han evitado solamente con el trabajo de la Reserva Federal (FED). Sin embargo, en la actual crisis, su uso no ha resultado como se esperaba. Desde el año 2008 la FED ha reducido los tipos de interés a niveles insólitos, y ante su ineffectividad ha implementado medidas no convencionales de política monetaria como ingentes compras de activos a los bancos privados para dotarlos de reservas (lo que se ha dado a conocer como *quantitative easing*, o *QE*). Tanto la reducción de tipos de interés como la dotación de reservas al sis-

tema bancario no tienen parangón en los Estados Unidos (ver gráfico 1).

A pesar de este grande e innovador esfuerzo, la herramienta monetaria no ha sido suficiente para recuperar a la economía, pues el desempleo no se ha reducido en la magnitud esperada (a febrero de 2014 rondó el 7%).

En estas circunstancias el esfuerzo monetario queda truncado por la imposibilidad del sistema financiero para dinamizar el crédito y así impulsar la demanda agregada.

Las razones para que este fenómeno suceda pueden ser varias. Una de las más importantes tiene que ver con las expectativas. La decisión de invertir es una decisión de endeudarse y una unidad económica decide invertir cuando estima que ésta será rentable en el futuro. Si la economía está deprimida mucha gente tendrá expectativas pesimistas, es decir, no estimará rentabilidad de las inversiones por lo que no adquirirá endeudamiento a pesar de tipos de interés muy bajos.

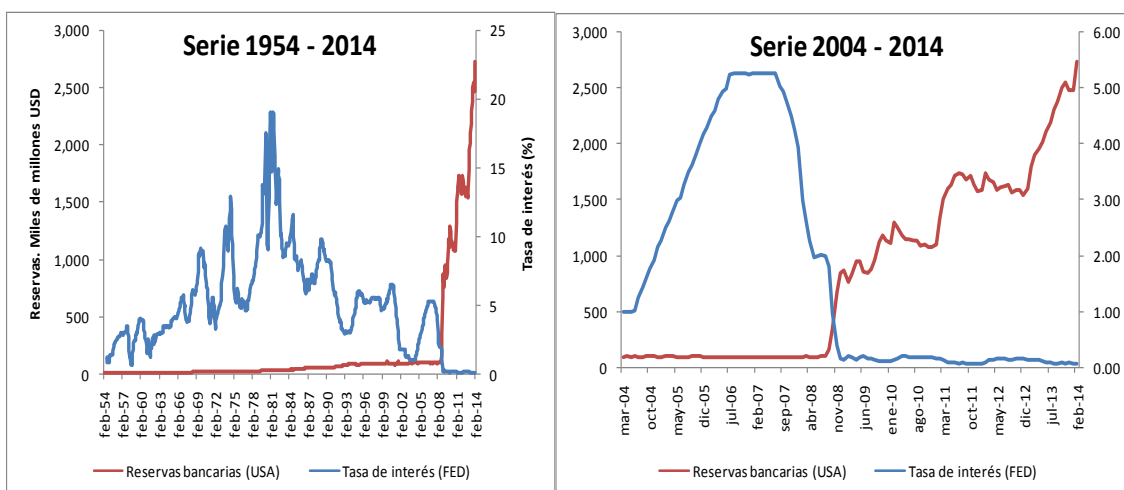
Con el crédito para consumo, que también dinamiza la demanda agregada, sucede algo similar. En escenarios de expectativas pesimistas, mucha gente no solo preferirá no hacer compras con crédito, sino que incluso ahorrará una mayor parte de sus ingresos, contribuyendo así a la espiral descendente de la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

Por último, lo mismo ocurre por el lado bancario. La decisión de aceptar una solicitud de crédito se basa en la solvencia del cliente

y la expectativa de recuperación del crédito. Si la economía está deprimida los bancos se pueden mostrar reacios a ofrecer créditos debido a que no estiman rentabilidad de éstos. Peor aún, en escenarios de intereses bajos puede que los créditos no representen una fuente de rentabilidad atractiva para los bancos, reduciendo aún más su incentivo para ofrecer crédito.

**Gráfico 1**

**Reservas bancarias (EEUU) y tasas de interés (FED)**



Fuente: Federal Reserve Economic Data – Federal Reserve Bank of St. Luis. FRED2.

Elaboración: Propia

En Estados Unidos la política monetaria ha sido inefectiva, los tipos de interés son cercanos a

cero, pero la demanda agregada permanece débil y el desempleo alto (¿quién va a contratar mano

de obra si no hay quién compre su producción?)

La otra opción que tienen los gobiernos para estabilizar la demanda agregada es la política fiscal.

La intervención de los gobiernos vía gasto suele ser menos usual que el uso de las herramientas monetarias. Esto no se debe a que sea una herramienta menos útil, en realidad, la verdadera dificultad radica en que las modificaciones presupuestarias deben primero ser aprobadas por los parlamentos lo cual demora la intervención y no garantiza que se la implemente. Cuando existen indicios de que una economía entrará en recesión las respuestas de política deben ser lo suficientemente rápidas como para evitarla, y esta no es una de las características de la herramienta fiscal.

Después de la caída de Lehman Brothers la mayoría de gobiernos, cuyas economías cayeron en crisis, decidieron compensar la posible caída del consumo privado mediante políticas monetarias y fiscales expansivas. Más allá de las demoras que las aprobaciones

del órgano legislativo implican, los gobiernos comenzaron a gastar más. Sin embargo, hacia mediados de 2010 la “élite de la política mundial” declaró que las economías estaban en franca recuperación y que por lo tanto era necesario recortar gastos y subir los tipos de interés, es decir, políticas de contracción fiscal y monetaria. Tanques de pensamiento pseudo-independientes como la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OECD, por sus siglas en inglés) y otros organismos como el Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés) recomendaron recortar los déficits públicos y subir los tipos de interés desde 2010. Las posturas de estos y otros organismos fueron incluso en contra de lo que el Fondo Monetario Internacional (FMI) recomendó. Para sorpresa de muchos, en 2010, el FMI recomendó que aún no era momento para la austeridad. Luego, en el rescate a Grecia, ha impuesto la misma receta de austeridad conocida por dicha institución (Krugman, 2012).

La repentina expansión fiscal, requerida en momentos de crisis o

pre-crisis, se logra a través del gasto público vía déficit (al menos en la mayoría de países que no cuentan con ingresos extraordinarios, como los petroleros en el caso del Ecuador). Sin embargo, para poder gastar vía déficit es necesario incurrir en uno de los peores males para la ortodoxia económica: el endeudamiento público. El principal temor es que éste llegue a ser tan abultado que los gobiernos no puedan cumplir sus obligaciones y declaren el cese del pago, lo que comúnmente se conoce como *caer en default*. Sin embargo, y suponiendo que caer en default es siempre malo, es necesario hacer un análisis más detenido del endeudamiento antes de llegar a conclusiones apresuradas.

En primera instancia es necesario observar la denominación del endeudamiento público. Los países con moneda soberana, que adquieren deuda en su propia moneda, no pueden caer en default, es imposible. No hay razón alguna para que un gobierno no pueda cancelar obligaciones denominadas en su propia moneda. Las únicas restricciones que existen son restricciones auto-impuestas

como, por ejemplo, techos del endeudamiento público establecidos en las leyes. Este tipo de restricciones no tienen nada que ver con la capacidad de un gobierno para honrar sus deudas en su propia moneda, son restricciones de carácter político que varios gobiernos se auto-imponen. Este es uno de los argumentos más fuertes con los que la *Teoría Monetaria Moderna* ha criticado la falsa discusión sobre el agujero fiscal que enfrentaría el gobierno de Estados Unidos si el congreso aprueba un incremento del endeudamiento público permitido.

Cuando la denominación de la deuda está en moneda extranjera los gobiernos sí pueden caer en default. Para honrar este tipo de deudas los gobiernos necesitan conseguir la moneda en la cual está denominado el endeudamiento, por lo tanto no pueden garantizar poseer siempre la cantidad necesaria para cancelar dichas obligaciones. Por esta razón es que suele prestarse más atención al endeudamiento externo que al endeudamiento interno, aunque tradicionalmente existe aversión al endeudamiento público en general.



La posibilidad de pago de cualquier deuda, menos la de los gobiernos denominada en moneda propia, está determinada por los flujos de ingreso del prestatario y por los tipos de interés. La volatilidad de los tipos de interés no siempre se deriva de un *mal accionar* del prestatario, como un endeudamiento creciente que derive en un mayor riesgo, sino que puede deberse a factores exógenos.

El principal determinante de la famosa *crisis de deuda* de los 80 en América Latina fue el repentino incremento de los tipos de interés en Estados Unidos ya que la gran mayoría del endeudamiento era externo y estaba denominado en dólares. Este incremento de los tipos de interés no tuvo nada que ver con el comportamiento de dichas economías o con la evolución de su endeudamiento público, sino con sucesos económicos internos en los Estados Unidos. El gráfico 1 también permite observar este hecho: se observa cómo a finales del 70's los tipos de interés determinados por la FED caían fuertemente, lo cual incentivó el endeudamiento en

dólares, y cómo durante los 80's alcanzaron los niveles más altos de la última mitad de siglo, lo cual elevó las deudas en dólares a niveles insostenibles.

En escenarios normales, la vulnerabilidad de un gobierno a los tipos de interés viene dado por la percepción que tengan los acreedores sobre la capacidad de pago de los gobiernos de sus obligaciones. Si los acreedores perciben que hay una alta probabilidad de que el país caiga en default aumentarán los intereses porque perciben un mayor riesgo en el préstamo. Si los acreedores no perciben riesgo de default la probabilidad de que los intereses suban será menor.

La evidencia empírica no muestra una correlación significativa entre endeudamiento y tipos de interés de dicha deuda. En la actualidad, existen ejemplos como el español o griego donde el creciente endeudamiento público ha derivado en mayores intereses. Pero también están los ejemplos del Japón o Estados Unidos donde, a pesar de tener un endeudamiento público mucho mayor al español o griego, los intereses de dichas de-

udas se han mantenido bajos o incluso han disminuido. Estas relaciones se pueden observar en

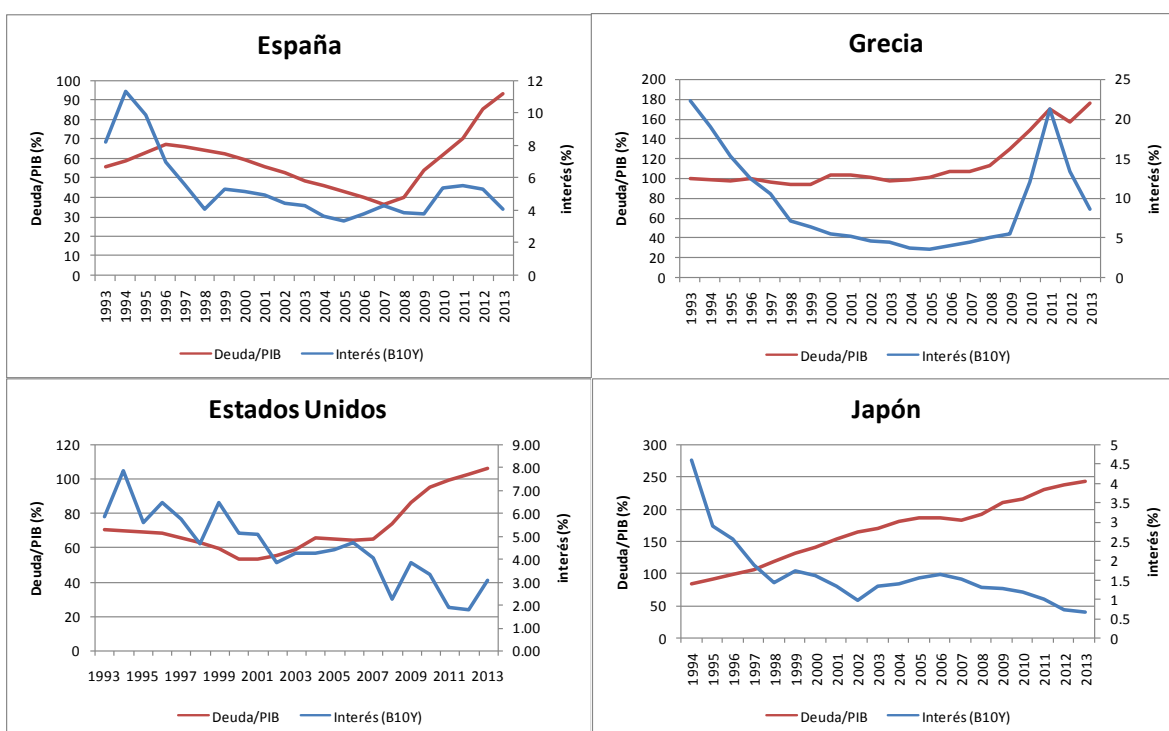
la tabla 1 y en el gráfico 2 (el interés es el de los bonos a 10 años de los respectivos países).

Tabla 1

Coeficientes de correlación Deuda/PIB – Interés (1993-2013)	
España	0.229
Grecia	0.288
USA	-0.605
Japón	-0.775

Gráfico 2

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



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Banco Central Europeo, FRED2

Elaboración: Propia

¿Dónde radica la diferencia?  
Principalmente en el régimen

monetario. La deuda de los países  
con soberanía monetaria como

Japón, Estados Unidos o Reino Unido está denominada en su propia moneda, por lo tanto está garantizada por sus bancos centrales. Si los mercados financieros privados comienzan a percibir mayores riesgos, y a incrementar el tipo de interés al cual prestan fondos a los gobiernos centrales, los bancos centrales tienen la posibilidad de acudir a la compra de dichos bonos, eliminando así las presiones al alza del interés.

Otra forma de entender cómo los bancos centrales estabilizan los tipos de interés de la deuda pública es que si en algún momento el gobierno tiene problemas con conseguir fondos para cubrir sus obligaciones el banco central proveerá la liquidez necesaria, por lo tanto el riesgo de default es mínimo.

Por estas razones, la soberanía monetaria contribuye a que los riesgos de invertir en bonos del gobierno de Estados Unidos o Japón sean bajos y que sus tasas de interés (que no controla el banco central) se mantengan bajas. Los países europeos no cuentan con la garantía que ofrece un banco central, porque no lo tie-

nen; razón por la cual se encuentran en una posición mucho más compleja. Los tipos de interés de la deuda de los gobiernos europeos en problemas se ha disparado, haciendo cada vez más compleja su situación e incrementando la probabilidad de un default. Es importante notar que los tipos de interés de la deuda española y griega comenzaron a disminuir desde que el presidente del Banco Central Europeo (BCE) anunció que “el BCE hará todo lo necesario para sostener el Euro”, lo cual no era más que decir que el BCE comprará bonos de los países en problemas.

Este fenómeno de retroalimentación entre mayor endeudamiento y subidas del tipo de interés constituye el corazón de las trampas fiscales de los regímenes monetarios no-soberanos. Es la soberanía monetaria (y la deuda pública denominada en moneda propia) la que viabiliza el uso de la herramienta fiscal, con gasto vía déficit, cuando se necesita estabilizar la demanda agregada en situaciones de recesión económica. Cuando un gobierno no posee soberanía monetaria estará a merced de

los mercados de capitales, es decir, no podrá garantizar dicho gasto ni sacar a la economía de la recesión.

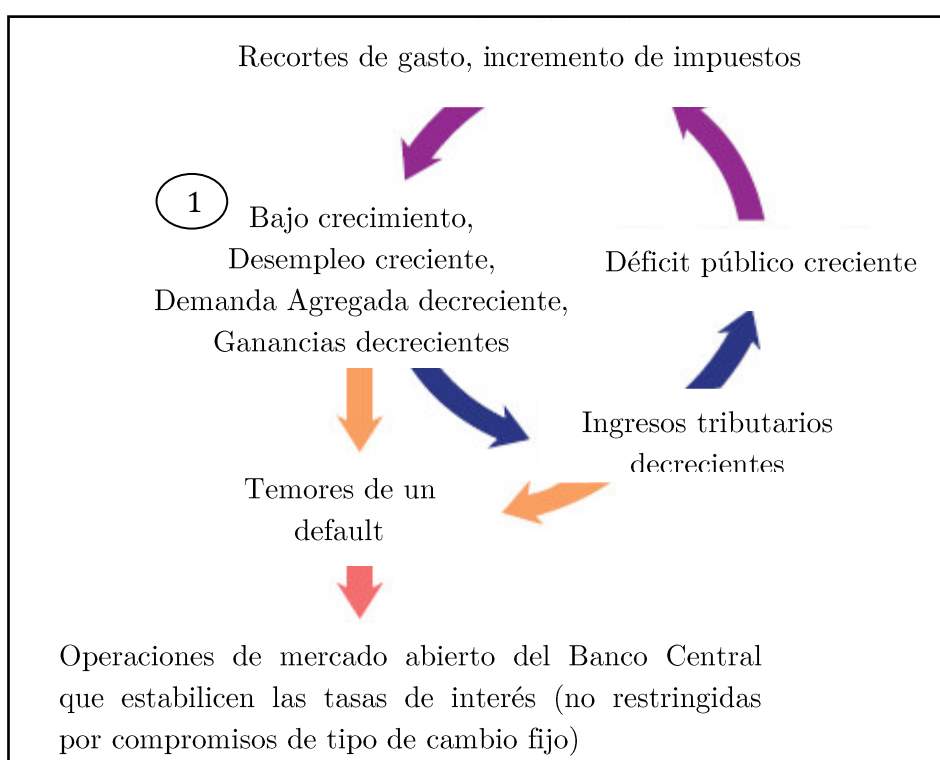
#### 4. TRAMPAS FISCALES EN ECONOMÍAS SIN SOBERANÍA MONETARIA

La trampa fiscal básica se ilustra en el flujo circular de la parte superior del gráfico 3. Se parte de un escenario en el que se requiere del gasto fiscal para estabilizar la demanda agregada, esto es, ausencia de herramientas monetarias, desaceleración económica, bajo crecimiento, desempleo creciente y ganancias decrecientes del sector privado (señalado con el número 1 en el gráfico 3). Esa falta de demanda agregada y contracción económica conduce a que los ingresos tributarios comiencen a descender ya que estos dependen principalmente de la actividad económica. Menos ingresos tributarios presionan a que las cuentas públicas entren en déficit y que éste aumente. Como el déficit público es de los peores males para la ortodoxia económica se vuelve imprescindible equilibrar los presupuestos de cual-

quier manera. Por esta razón, la receta principal de organismos como el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y Banco Central Europeo, y de la mayoría de economistas, es el recorte de gastos y, en algunos casos, el incremento de impuestos. Esto solamente contribuye a contraer aún más la demanda agregada y el círculo perverso de recesión y austeridad se retroalimenta. Esto es lo que se muestra en el flujo circular superior del gráfico 3.

Cuando un país entra en recesión, los temores de un default aumentan, sin embargo estos temores pueden ser zanjados por las operaciones del Banco Central. Ante temores de default, el Banco Central puede comprar bonos del gobierno mediante operaciones conocida como *de mercado abierto*, evitando que los intereses se disparen y evitando además que el gobierno no encuentre fuentes de financiamiento, esto se muestra con las flechas naranja y roja del gráfico 3. Este es el caso para un país que cuenta con soberanía monetaria y por lo tanto con Banco Central capaz de llevar a cabo estas operaciones.

**Gráfico 3**  
**Trampas fiscales en países con soberanía monetaria**



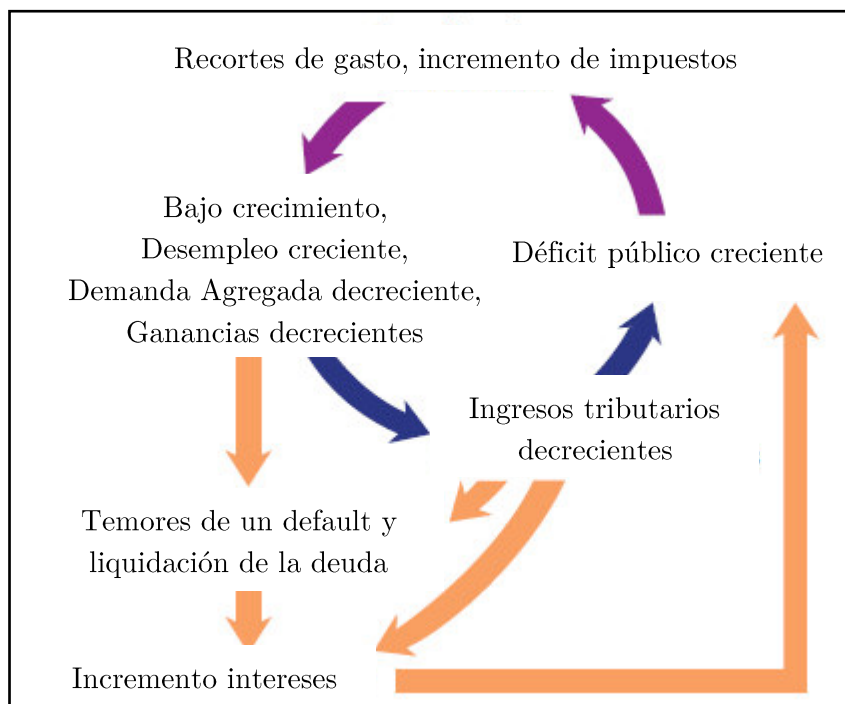
Fuente: Hannsgen y Papadimitriou (2012)

Nota: Traducción propia de las etiquetas

Por otra parte, el gráfico 4 muestra la trampa fiscal para un país sin soberanía monetaria, como el caso de los países europeos y del Ecuador. En este se puede advertir cómo el círculo entre recesión y austeridad es mucho más perverso. La trampa fiscal básica es la misma (flujo circular superior del gráfico). Sin embargo, cuando un país no cuenta con soberanía monetaria los temores de default derivan en incrementos de los ti-

pos de interés porque no hay Banco Central que acuda a la compra de bonos y lo evite. Con esto, los gobiernos terminan en una situación especialmente delicada: cada vez es más difícil cumplir con las obligaciones adquiridas y cada vez es más difícil conseguir financiamiento. Esto alimenta el déficit público y retroalimenta el círculo de manera perversa.

**Gráfico 4**  
**Trampas fiscales en países sin soberanía monetaria**



Fuente: Hannsgen y Papadimitriou (2012)

Nota: Traducción propia de las etiquetas

Esto explica el incremento sustancial de los tipos de interés de la deuda pública de España y Grecia en los últimos años y explica también por qué el interés para la deuda de Estados Unidos o del Japón se mantiene bajo a pesar de que estas últimas son considerablemente mayores a la de España y Grecia (ver gráfico 2). Lastimosamente, el Ecuador se enfrenta a las mismas circunstancias que España y Grecia solo que, hasta ahora, no ha experimentado una fase de contracción

del ciclo económico desde que abandonó la soberanía monetaria.

Existen también diferencias, que es preciso considerar, entre las economías europeas en crisis y la del Ecuador. La principal es que el Ecuador exporta petróleo y esto, de cierta forma, garantiza un flujo de ingresos que puede derivar en menores riesgos de default, conteniendo así una posible escalada de los tipos de interés y falta de financiamiento. Sin em-

bargo, este es un recurso no renovable, pero además no influye de ninguna manera en la imposibilidad de actuación del banco central para eliminar las presiones al alza del interés de la deuda pública.

## 5. REFLEXIÓN FINAL

La política fiscal no es una herramienta separada de la esfera monetaria. En realidad, la política fiscal es un componente del régimen monetario. Por esta razón, la pérdida de soberanía monetaria restringe seriamente el accionar de la política fiscal.

El Ecuador, al estar dolarizado, enfrenta las mismas trampas fiscales que los países europeos, razón por la cual existe el riesgo de que, ante una desaceleración de la economía, el país esté sujeto a las mismas limitantes presupuestarias que actualmente enfrentan países como Grecia y España. Incluso podría estar en peores condiciones ya que los países europeos (al menos) cuentan con un banco central regional.

El debate monetario quedó casi inexistente en el país desde la dolarización, sin embargo urge retomarlo.

## 6. REFERENCIAS

Hannsgen, Greg y Dimitri Papadimitriou (2012). *Fiscal traps and macropolicy after the eurozone crisis*. Levy Economics Institute.

Keen, Steve (2014). *Crecimiento inveterado y dinero endógeno*. En [www.sinpermiso.info](http://www.sinpermiso.info).

Keynes, J.M. (1936). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de Cultura Económica.

Krugman, Paul (2012). *End this depression now!*. Norton.

