

# INSTITUTO DE ECONOMIA DE LA USFQ

## BOLETÍN DE KOYUNTURA

CONTACTOS

Bernardo  
AcostaBernardo  
CreamerMaría Belén  
FreileSebastian  
OleasPablo Lucio  
ParedesWilson  
Pérez

# LA CRISIS DE LIQUIDEZ EN EL ECUADOR Y EN EL MUNDO

## RESUMEN

**L**a crisis mundial (quizás la peor en 30, 50 o 70 años) se debe esencialmente a una pirámide monetaria/crediticia totalmente excesiva que estalló desde mediados del 2007 y se profundizó en el 2008. Ahora el mundo tiene que acomodarse a una pirámide mucho menor, y en consecuencia tienen que ajustarse precios de bienes básicos (como el petróleo), de activos (como vivienda o acciones), y los niveles de empleo y de producción mundial, que caerá en 5 puntos frente a su tendencia anterior según promedio de diversas estimaciones.

Para el Ecuador eso implica pérdidas de ingresos, es decir de liquidez, por el lado de las ven-

tas de petróleo, de otras exportaciones, de remesas y de crédito externo. Un total anual superior a 6.000 millones de dólares, según estimamos en el documento. ¿Cómo lo compensaremos? Quizás con uso de las reservas internacionales (2.000 millones), deuda externa (algo más de 1.000 millones) y restricción del gasto corriente y de capital público y privado en no menos de 3.000 millones (lo que implica una caída similar de las importaciones). Todo eso generará tensiones sociales (desempleo), económicas (menos actividad económica) y financieras (menos depósitos bancarios y probablemente salida de capitales que pueden poner en riesgo a la dolarización).



# LA ECONOMIA MUNDIAL EN SHOCK

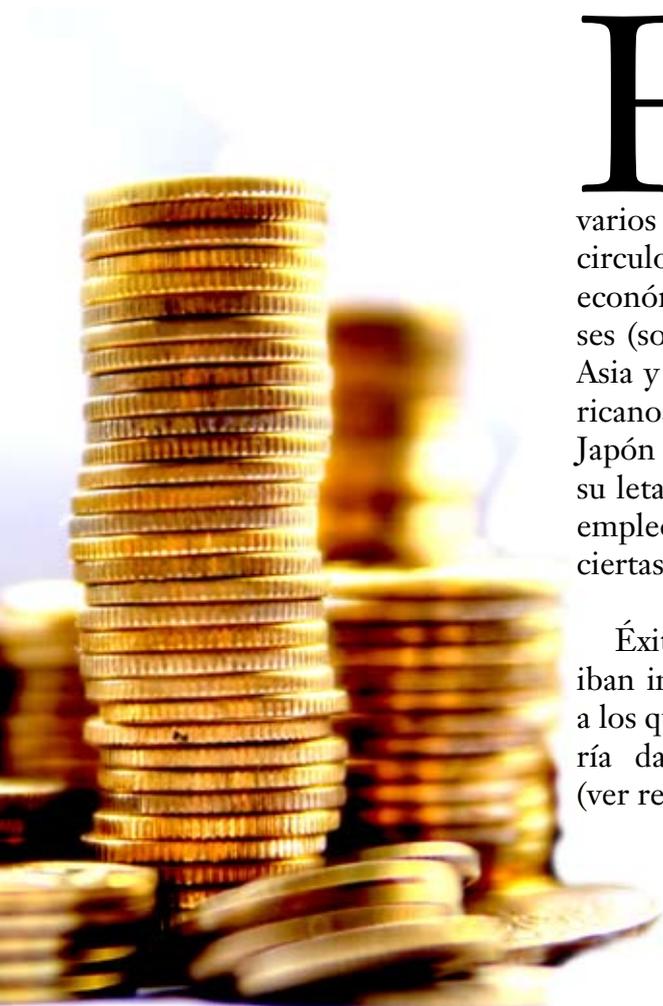


**H**asta el 2007 el mundo vivía años de gran euforia porque se habían acumulado varios factores de un (aparente) círculo virtuoso con crecimiento económico en casi todos los países (sobre todo en los EEUU, el Asia y algunos países latinoamericanos y africanos, al tiempo que Japón y Europa iban saliendo de su letargo) lo que permitía crear empleo y disminuir pobreza y ciertas desigualdades.

Éxito solo aparente porque se iban incubando algunos factores a los que no se daba, o no se quería dar, suficiente importancia (ver recuadro):

a) **las reglas de disciplina monetaria y bancaria son muy difíciles de manejar** en un sistema globalizado, cuando hay un esquema monetario sin ancla (desde que se abandonó el Patrón Oro, en combinación con el sistema bancario de reservas fraccionarias) y con enormes incentivos hacia las burbujas y excesos, tanto por parte de los actores estatales como privados.

b) **el déficit externo de los EEUU**, alimentando por el déficit fiscal y el bajo nivel de ahorro de los hogares y financiado sobre todo por los países asiáticos, la China en particular, generaba grandes transferencias de recursos en la zona AméricaAsia y las condiciones para excesos crediticios y de gasto.



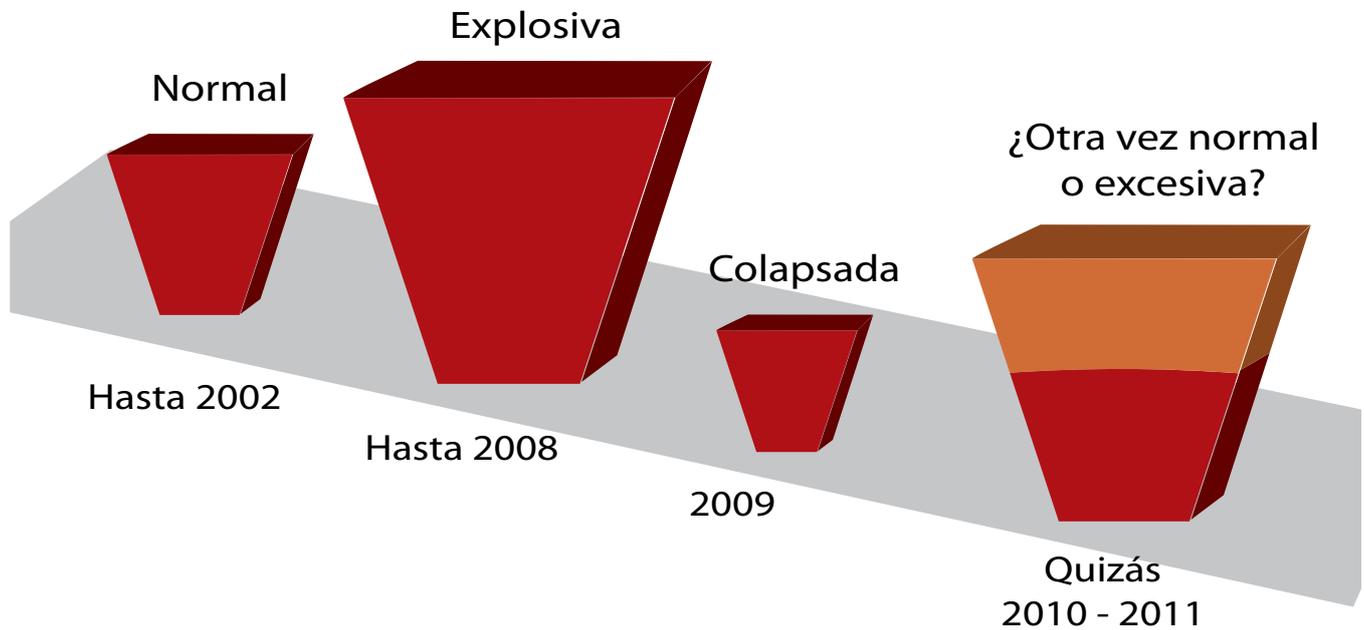


Sobre esta base vivimos un crecimiento desmedido de la pirámide monetaria, en que el multiplicador del dinero (el proceso de creación monetaria vía depósitos y crédito) aumentó casi sin límite, por razones como la baja artificial de las tasas de interés decretada por los Bancos Centrales o la transferencia de operaciones financieras de la banca comercial, regulada en su apalancamiento, a la banca de inversiones desregulada. El mundo se ajustó a esta pirámide con un incremento del crecimiento mundial, pero más aún vía inflación generalizada tanto en bienes básicos (siendo un caso emblemático el precio del petróleo que subió de 20 dólares a 150 dólares el barril) como de activos (vivienda, Bolsa de Valores).

Esta pirámide monetaria colapsa entre 2007 y 2008. Esto implica reajuste en la producción (la actividad económica mundial va a caer en 5 puntos según diversas estimaciones internacionales), en los precios en general (el promedio de la inflación mundial va a estar cerca del 0% con caídas en algunos países) y específicamente de los bienes básicos (el petróleo ha bajado 2/3 de su pico) y de los activos (Bolsas de Valores a la mitad y viviendas un 30% menos) ... y puede ser peor!

Inevitablemente esta pirámide monetaria colapsa entre 2007 y 2008, y lo que estamos viviendo es que la economía mundial tiene que ajustarse a una pirámide menor, incluso temporalmente menor a lo que sería la pirámide “normal”, **ver gráfico 1**, por causa del efecto trampa de liquidez (la gente no gasta aunque haya dinero) y el efecto deflación (la baja de precios desincentiva el gasto y aumenta el valor real de las deudas). Y esto implica reajuste en la producción por eso la actividad económica mundial va a caer en 5 puntos en relación a la tendencia anterior, según diversas estimaciones internacionales, en los precios tanto al consumidor (el promedio de la inflación mundial va a estar cerca del 0% con caídas en algunos

# La Pirámide de dinero y crédito en el mundo



países), como de los bienes básicos (el petróleo ha bajado 2/3 de su pico) y de los activos (Bolsas de Valores a la mitad y viviendas un 30% menos).

Esto configura un panorama mundial en que hay tres escenarios posibles (cada día crecen más las probabilidades del peor escenario y disminuyen las del mejor, **ver gráfico 2**):

\*El mejor escenario en que la economía mundial se recupera a partir de mediados del 2009 y para el 2010 ya ha recuperado su ritmo y nivel anterior

\*El peor, en que en todo el 2009 hay una caída en picada y en el 2010 solo se frena el derrumbe, saliendo el mundo de la crisis no antes del 2011/2012, sobretodo por el enorme peso de las deudas públicas y privadas.

\*El intermedio en que 2009 es muy malo y en el 2010 hay una tímida recuperación que no puede ir muy lejos, porque entonces

hay que volver a frenar a la economía para evitar el impacto negativo de todos los desmanes monetarios y fiscales actuales, que entre otras cosas impiden el autoajuste de los mercados eliminando excesos de precios y de inversión.

En consecuencia tenemos los efectos que sufre la economía ecuatoriana: caída del precio y la demanda del petróleo y otros bienes de exportación, baja en las remesas, y contracción del crédito internacional. Todo se puede resumir en un concepto: menos liquidez.

## El Sistema Monetario y Financiero Mundial

El sistema mundial se caracteriza por dos elementos esenciales:

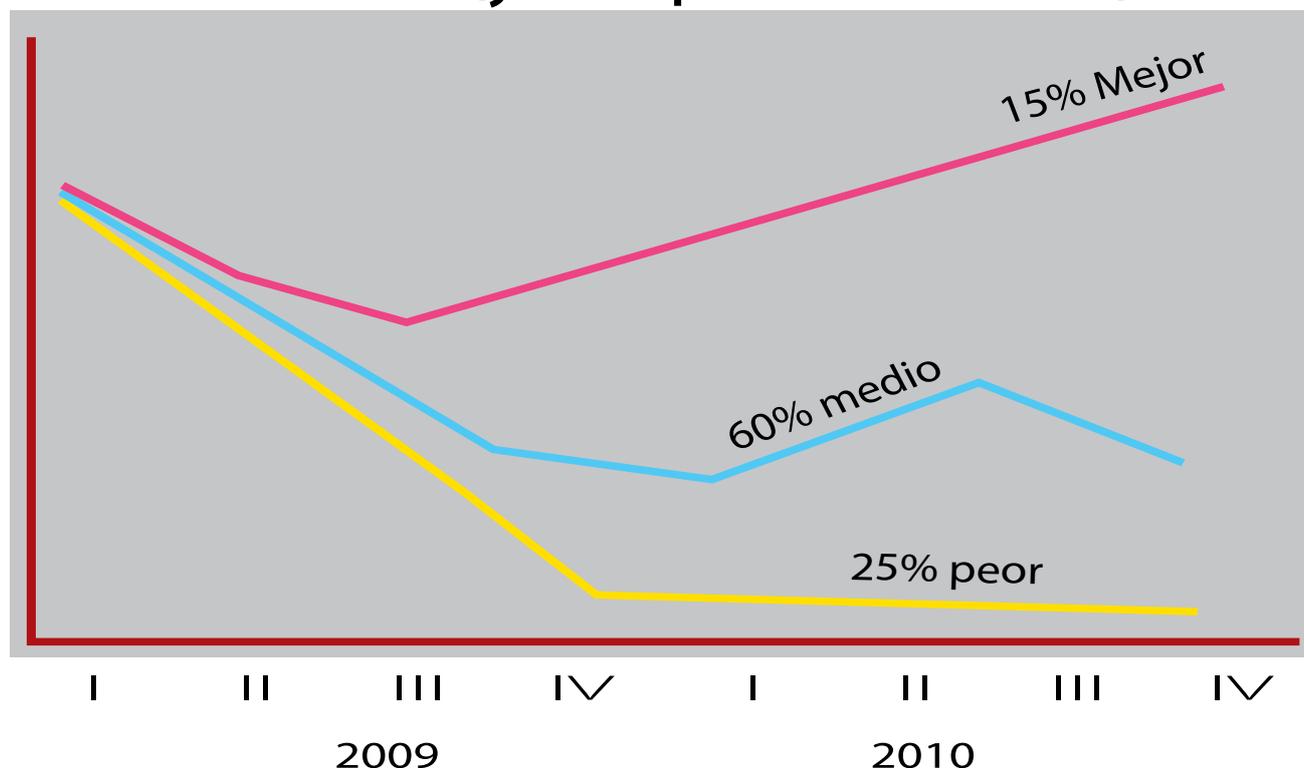
a) **No existe ninguna ancla monetaria** como en el sistema del patrón oro.

b) **El sistema de reservas bancarias fraccionarias** permite expansiones crediticias difíciles de controlar.

## ¿Cuál es la esencia de un sistema monetario sin ancla?

En 1922 por primera vez se cambió el sistema de patrón oro por el que podríamos llamar el "patrón dólar". En el primero, todos los países (incluyendo los de moneda más utilizada como el dólar o la libra esterlina) solo podían emitir moneda en base al respaldo en oro que tenían sus Bancos Centrales. De esta manera cuando un país gastaba en exceso y en consecuencia tenía un déficit externo, automáticamente transfería oro al exterior para hacer los correspondientes pagos, se reducía la cantidad de oro disponible, había menos creación monetaria interna y

## Los escenarios de la economía mundial (y sus posibilidades)



la economía ajustaba su nivel de gasto (lo cual no quiere decir que no existían problemas con estos ajustes).

El cambio implementado en 1922 parecía mínimo pero modificó completamente la esencia de la estabilidad monetaria. Se permitió que los países tengan sus reservas no solo en oro, sino también en dólares (de ahí el “patrón dólar”) partiendo de la obligación que el dólar siempre estuviera a su vez respaldado en oro, situación que incluso empeoró en 1971 cuando se abandonó formalmente la convertibilidad del dólar en oro. Esta modificación nos ha llevado a la siguiente situación: los EEUU pueden tener un elevado gasto, en consecuencia un déficit externo que pagan con dólares, no con oro como hubiera sucedido

en el patrón oro, y estos dólares van a los países que venden a los EEUU pudiendo generar dos situaciones: sirven para crear moneda local como contraparte de la reserva en dólares, pero luego esos países (y este es el gran problema) vuelven a colocar sus reservas en dólares en el mercado financiero de los EEUU

los países mantienen monedas subvaluadas (caso del yuan chino) para lo cual acumulan reservas en dólares que colocan en los EEUU

En ambos casos, los dólares que retornan a los EEUU mantienen su pirámide monetaria creciente. Es decir que un mismo dólar sirve de sustento a dos pirámides monetarias: en el país receptor de los dólares y en los propios EEUU. Esto era imposible en el patrón oro, porque el país deficitario debía transferir

oro y en consecuencia cortar su pirámide monetaria.

Este problema está vinculado a lo que se conoce como el dilema Triffin que se puede resumir en los siguientes puntos:

el país que abastece al mundo en la moneda de reservas (ahora el dólar), para poder cumplir con ese rol, debe tener una cuenta corriente deficitaria

eso trae un triple riesgo de: 1) inflación (que hemos visto en estos años de burbuja), 2) de desconfianza ante la moneda que se emite en exceso lo que genera presiones devaluatorias, 3) de excesos monetarios y crediticios (ya lo vivimos)

se genera una relación de riesgo de mutua destrucción entre el país emisor y los que lo financian (en este caso entre los EEUU y la China y otros asiáticos)

# El Impacto de Liquidez en el Ecuador



Hay muchas maneras de mirar la crisis, pero consideramos que la manera más directa y clara es enfocándonos en el tema de la liquidez, es decir de los recursos monetarios de que dispone la economía para funcionar.

Recordemos que en un sistema de moneda propia (como vivimos hasta el año 2000), los recursos monetarios provenían de dos fuentes:

a) el Banco Central entregaba

sucres (emisión o base monetaria) a la economía a través de dos mecanismos:

a.1 Compraba reservas en dólares al Gobierno o al sector privado, y emitía sucres como contraparte. Esto es lo que normalmente se conoce como el “dinero respaldado”.

a.2 Hacía operaciones crediticias internas con el sector privado o público, y les entregaba recursos monetarios como contraparte de respaldos físicos

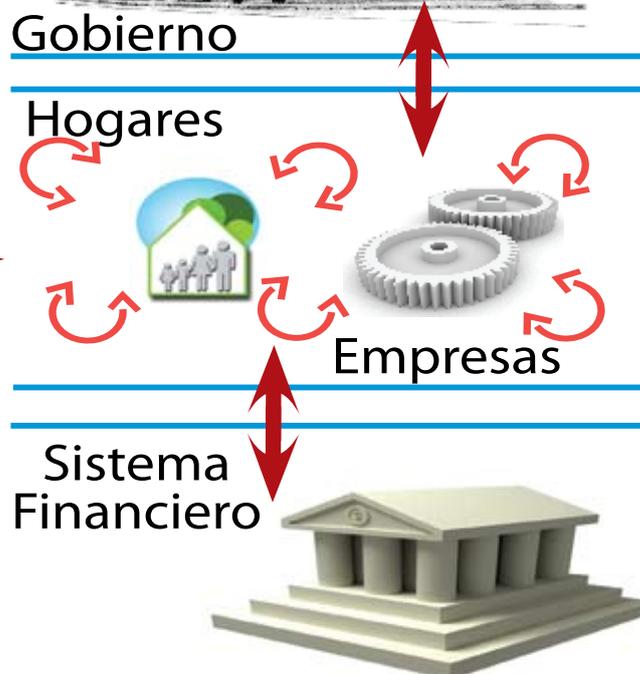
(bienes en dación) o fiduciarios (bonos, letras etc...)

b) Como muchas transacciones ya se realizaban en dólares en el país, había una parte de los recursos monetarios en moneda norteamericana que entraban directamente a la economía bajo la forma de depósitos bancarios o de billetes.

Con la dolarización esto se simplifica, y solo hay una manera de que la economía disponga de circulante en dólares (sean billetes o depósitos) y es que estos entren al país a través de la balanza de pagos, es decir de las relaciones con el exterior sean exportaciones, deuda, remesas o inversiones (la mayor parte son oficiales, legales y conocidas, algunas desgraciadamente no). La economía en consecuencia funciona en base a los dólares físicos que se mantienen en circulación, y los dólares que están depositados en los bancos y que sirven como dinero (cuando alguien gira un cheque por ejemplo) además de ser el sustento del proceso de crédito bancario. Hay que visualizar al impacto del dinero en parte como un flujo entre el país y el exterior, y en parte como un stock que se queda circulando internamente en el país impulsando el funcionamiento de la economía **(ver gráfico 3)**.

Tenemos entonces dos etapas recientes:

# Los flujos monetarios internos y externos de la economía



## ETAPA 1 – 2007/2008.

Hay un aumento del flujo de liquidez hacia la economía (sobre todo por el aumento del precio del petróleo). Este adicional se lo “utiliza” de tres maneras:

- \*aumento de las reservas externas de ahorro sea del Gobierno (que hubieran sido mayores se no se eliminaban los fondos petroleros anteriormente existentes, que podían ser perfeccionados pero de ninguna manera eliminados), de los bancos o de los particulares

- \*pago de deudas externas (el endeudamiento estatal bajó en algo más de 600 millones en el 2008)

- \*aumento del gasto corriente o de inversión interno, público o privado, para “utilizar” ese exceso de liquidez, por eso aumentan fuertemente las importaciones y el déficit no petrolero.

## ETAPA 2 – 2009 (en realidad desde Octubre del 2008).

Hay una disminución del flujo de liquidez hacia la economía (caída del precio del petróleo, otras exportaciones, remesas, crédito). Esta merma se compensa de tres maneras:

- \*uso de las reservas externas de ahorro acumuladas anteriormente

- \*aumento de deuda externa
- \*restricción en el gasto agregado de la economía y caída del PIB (por lo cual disminuyen las importaciones)

**Veamos esto en números concretos:**

### FLUJOS MONETARIOS ENTRE EL ECUADOR Y EL EXTERIOR

|                       | 2008         | 2009            |                |
|-----------------------|--------------|-----------------|----------------|
|                       |              | Escenario Mejor | Escenario Peor |
| <b>INGRESOS</b>       | <b>21300</b> | <b>18000</b>    | <b>14300</b>   |
| Petróleo Neto         | 8800         | 4000            | 3000           |
| Otras Exportaciones   | 9000         | 8000            | 7500           |
| Remesas               | 3000         | 2500            | 2000           |
| Inversión Extranjera  | 500          | 500             | 300            |
| Deuda Externa Privada |              |                 |                |
| Deuda Externa Pública |              | 1000            | 500            |
| Variación Reservas    |              | 2000            | 1000           |
| <b>SALIDAS</b>        | <b>21300</b> | <b>18000</b>    | <b>14300</b>   |
| Importaciones         | 19000        | 17400           | 12800          |
| Otros Capitales       | 700          |                 | 500            |
| Deuda Externa Privada |              | 600             | 1000           |
| Deuda Externa Pública | 600          |                 |                |
| Variación Reservas    | 1000         |                 |                |

En el 2009 en relación al 2008 tenemos:

\*De ninguna manera crecerán los recursos monetarios que serían necesarios para sustentar un crecimiento de la economía en el 2009

\*Incluso usando deuda externa y reservas en montos importantes, una merma en ingresos de 3.000 millones en el escenario positivo y 7.000 millones en el negativo

\*En consecuencia un nivel de gasto menor en la economía que se refleja en importaciones que deben caer en 1.500 millones en el primer caso y en 6.000 millones en el peor (escenario en consecuencia muy complicado). Este menor gasto refleja la desaceleración, o la recesión, de la economía que es inevitable en el año 2009.

En resumen, entrarán 6.000 millones de dólares menos por el lado de las relaciones externas, y además la banca perderá no menos de 1.000 millones en depósitos lo que disminuirá el crédito por lo menos en esa proporción. Esto es el fermento de la crisis

Por otro lado, como el nivel de liquidez en el conjunto de la economía disminuye, también los depósitos en el sistema financiero bajan (como si el nivel del agua bajara en toda la economía y por ende en la banca también), a lo que se suman retiros voluntarios por incertidumbre o expectativas negativas. De ahí que la banca, además de correr riesgos de iliquidez o de rentabilidad, tiene que necesariamente disminuir su nivel de crédito lo que afecta a la liquidez secundaria en la economía.

En resumen, entrarán 6.000 millones de dólares menos por el lado de las relaciones externas, y además la banca perderá no menos de 1.000 millones en depósitos de mantenerse la tendencia de los dos últimos meses, lo que disminuirá el crédito por lo menos en esa proporción. Esto es el fermento de la crisis.

## MEDIDAS, SOLUCIONES, CONSENSOS

El problema que enfrenta la economía es como compensar y/o minimizar la disminución de liquidez (tanto los dólares que entran a la economía como los depósitos en el sistema financiero), siendo un problema secundario pero no intrascendente cómo se distribuye ese dinero al interior de la economía. Planteamos las diversas posibilidades dejando la reflexión al lector sobre su viabilidad e impactos.

### Riesgos y Soluciones para analizar:

Aumentar Exportaciones  
Incrementar Deuda Externa  
Usar reservas del IESS y otros  
Disminuir el gasto global y las importaciones  
Tomar liquidez de la banca  
Mantener estabilidad financiera  
Atraer Inversión privada  
Aumentar la velocidad de circulación del dinero  
Cobrar más impuestos  
Prohibir la salida de capitales  
Desdolarizar

a) **Aumentar las exportaciones.** Pueden ser petroleras si tenemos los recursos y la decisión para invertir y aumentar la producción estatal (¿hay fondos? ¿hay tiempo para obtener resultados?) o privada (¿hay seguridad, confianza e incentivos con

las reglas siempre cambiantes y amenazantes?). O pueden ser exportaciones privadas, pero ¿hay mercado externo en medio de la crisis que baja la demanda y los precios?, ¿cómo afecta a los exportadores el fortalecimiento del dólar frente a muchas monedas como el euro o el peso colombiano lo que disminuye rentabilidad y competitividad?

b) **Incrementar el endeudamiento externo lo que es sensato** (dentro de límites razonables) sobretodo cuando la deuda ha bajado en los últimos 5 años de 11.500 a 10.000 millones de dólares, es decir a menos del 20% del PIB. Pero ¿podemos captar del mercado de capitales privado, como lo han hecho Colombia o Chile a 10 años plazo al 7% de interés, cuando hemos suspendido el pago de deuda sin sentido y en el peor momento? ¿Y qué tan dispuestos están los organismos multilaterales como BID, CAF o FLAR, sobretodo cuando se mantiene la retórica de que pasar por el FMI es un pecado cuasi mortal? Con sensatez podríamos captar en el exterior no menos de 3.000 millones de dólares, con la visión actual nos quedaremos en la mitad.

c) **Usar las reservas de entidades estatales,** que hacen parte de la Reserva Internacional, es decir que no están siendo utilizadas en el país. El Gobierno Central ya utilizó entre Octubre y Diciembre la totalidad de sus recursos, casi 2.000 millones de dólares (¿fue sensato hacerlo en un período tan corto?) y algo del IESS 200 millones. Ahora se dispone de 1.800 millones de dólares del IESS (500 que sobraron de la emisión anterior de Bonos del Estado, 600 de una emisión reciente y 700 que todavía hay en la Reserva Internacional) y 1.500

millones de otras entidades públicas como Municipios o empresas públicas. Tengamos presente dos cosas importantes. Por un lado, el uso de esos fondos por parte del Gobierno Central disminuye la posibilidad para esas otras entidades (incluyendo el IESS) de mantener o ampliar sus propios programas de gasto e inversión. Por otro lado la caída de la Reserva Internacional, a medida que esos recursos se usan, puede generar efectos de desconfianza e incertidumbre en la economía con consecuencias peligrosas.

**d)Disminuir el conjunto del gasto en la economía,** sea público o privado. Esto se da de manera automática porque los distintos agentes disponen de menos ingresos, y además vía restricción voluntaria del gasto público, incremento de las tasas de interés, restricción crediticia, menores aumentos salariales y/o mayor inflación. Parte de este proceso es la disminución de las importaciones (contraparte de la caída del gasto) la que se puede dar, también, automáticamente o de manera dirigida. El Gobierno ha emprendido el segundo camino que implica cuotas en las importaciones y mayores aranceles (que intentan simular, parcialmente, el efecto de la devaluación que es encarecer las importaciones). Esta estrategia ciertamente frena el gasto y las importaciones, pero puede llevar a retaliaciones de otros países lo que afecta a nuestras exportaciones, mayor inflación, contrabando, fomento de otras importaciones no controladas etc..

**e)Obligar a la banca a traer la liquidez** que tiene en el exterior, que es dinero de los depositantes para respaldar sus demandas de liquidez, ya sea para aumentar el crédito directamen-

te o para prestarle al Gobierno. ¿Cuál sería la reacción de los depositantes que considerarían su dinero está en alto riesgo?

**f)Mantener la estabilidad y confianza en el sistema financiero.** ¿Cómo afectan las recientes restricciones al cobro de servicios? ¿Cómo afecta el Fondo de Liquidez manejado por el Gobierno? ¿Cómo afecta el sistema de tasas de interés cuasi fijas en que vivimos, cuando uno de los ajustes que requiere la economía es por ese lado, para mantener depósitos y equilibrar el crédito?

**g)Utilizar los recursos que las entidades públicas tienen en el sistema financiero privado,** 700 millones el IESS y 500 millones las demás. Aquí pasamos al segundo tipo de acciones que no aumentan la liquidez sino que la redistribuyen, porque esos recursos sirven actualmente de respaldo a las operaciones crediticias del sistema financiero. Disminuyen los depósitos bancarios, aunque una parte vuelven como depósitos privados porque el Gobierno los reinyecta en la economía, y en consecuencia el crédito.

**h) Promover la venta de activos del gobierno,** la concesión de ciertos servicios o tareas al sector privado que generen liquidez Pero ¿va esto con la visión del Gobierno?

**i)¿Incrementar la velocidad de circulación del dinero,** es decir que con menos dinero se pueda “mover” la misma actividad económica?

**j)Cobrar más impuestos.** Estamos en el segundo plano, porque no agrega liquidez a la economía y más bien puede disminuirla, vía menos inversión y exportaciones. Redistribuye

ingresos entre el sector privado (que se desalienta) y el Fisco (que logra mantener así su gasto), con lo cual en promedio baja la productividad en el conjunto de la economía.

**k)Imprimir dinero propio y devaluar la moneda.** Esto significa salir de la dolarización. Lo primero ayuda a aumentar la liquidez interna (que solo sirve para uso dentro del país) pero de ninguna manera la liquidez externa en dólares, lo que es esencial para que la economía camine. Lo segundo sirve para recuperar competitividad temporal en precios lo que ayuda a la exportación y limita importaciones. Todo esto con las consecuencias que ya conocemos de la inflación, devaluación, desinterés en la productividad y énfasis en ganancias financieras y no productivas, crisis de confianza etc...

**l)Prohibir la salida de capitales del país.** ¿Qué efectos colaterales genera?

**m)Punto esencial: cualquier reducción del gasto debe ser orientada para preservar elementos básicos de la vida en sociedad** como es el empleo, la salud, la calidad de vida en la tercera edad, y la educación.

**Conclusión:** se pueden hacer muchas cosas, pero dentro de un sendero estrecho y riesgoso, porque los errores del 2007 y 2008 ya no se pueden recuperar.