



**HAL**  
open science

## La gestión de la liquidez en la legislación económica

Andrés Chiriboga

► **To cite this version:**

Andrés Chiriboga. La gestión de la liquidez en la legislación económica. [reportType\_6] Asamblea Nacional - Republica del Ecuador. 2017, pp.88 - 110. hal-03458908

**HAL Id: hal-03458908**

**<https://sciencespo.hal.science/hal-03458908>**

Submitted on 30 Nov 2021

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# La gestión de la liquidez en la legislación económica

Por **Andrés Chiriboga Tejada**<sup>1</sup>

## Introducción

El presente texto hace un recorrido por las principales reformas legislativas que a criterio del autor, han contribuido en los últimos años a una mejor gestión de la liquidez en nuestra economía. Este aspecto es un componente fundamental del modelo económico posneoliberal que se ha puesto en marcha en la última década: la Economía para el Buen Vivir. Las primeras reflexiones y directrices sobre una mejor gestión de la liquidez en una economía dolarizada se plasmaron desde el Programa de Gobierno de Alianza PAÍS 2007 - 2001 y han aterrizado en los Planes de Desarrollo, en normas y políticas concretas. Por supuesto, no es una discusión acabada y que requiere, ante la transición del ciclo político de 2017, dos cosas: la primera, poner sobre la mesa la forma de potenciar la regulación para gestionar la liquidez sobre la base de la legislación vigente. La segunda, se requiere una rigurosa reflexión sobre las perspectivas de mediano y largo plazos de la política y regulación económica en el marco de las restricciones estructurales de nuestra economía.

En este artículo se entenderá la contribución de leyes y regulaciones a la gestión de la liquidez de dos maneras: primera, sobre la forma en que las normas ayudan a expandir la liquidez en la economía; y segunda, la forma en que estos instrumentos permiten redistribuir la liquidez disponible hacia

---

<sup>1</sup> Sociólogo económico. PhD (c) en Sociología por la Universidad Sciences Po, París. Investigador Asociado del Max Planck - Sciences Po Center for Coping with Instability in Market Societies. Se ha desempeñado como consultor y asesor de varias entidades públicas como el Ministerio Coordinador de Política Económica, la Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo (Senplades) y la Presidencia de la República.

sectores prioritarios y coadyuvan a hacer un uso más eficiente de la misma. De tal manera, luego de hacer una necesaria parada para revisar las grandes directrices para la economía del Buen Vivir que se plasman en la Constitución de 2008, el texto resaltaré tres grandes momentos de la legislación de los últimos años: 1) la contribución de las reformas tributarias; 2) las nuevas normas que propenden al desarrollo del mercado de valores como una herramienta para canalizar el ahorro a la inversión productiva; y 3) la promulgación del Código Orgánico Monetario y Financiero como un hito para devolver importantes herramientas de gestión de la liquidez a la banca central, dotar a la regulación de mecanismos para canalizar el crédito a sectores prioritarios y, finalmente, las creación de las capacidades regulatorias para el Estado en lo referente a los flujos de capitales, en especial hacia paraísos fiscales.

El texto no pretende agotar un análisis pormenorizado de la legislación promulgada en los últimos años pero sí señalar contribuciones importantes y temas pendientes a trabajar en el ámbito regulatorio a partir de las normas vigentes. Finalmente, este escrito busca hacer un llamado a una necesaria reflexión sobre la legislación y la política económica en los años por venir.

## La Economía para el Buen Vivir como alternativa al neoliberalismo

### Los primeros años de un modelo alternativo

Para algunos, la noción de Buen Vivir parecería circunscribirse a un ideal movilizador en el plano de lo filosófico y lo estrictamente político, ajeno a la material y concreta economía. Pero lo cierto es que la concepción de Buen Vivir permea y explica el modelo de economía propuesto por la Revolución Ciudadana al país hace una década y que se ha puesto en marcha en estos años, con éxitos y traspiés. La Economía para el Buen Vivir es parte constitutiva de la construcción de una nueva sociedad en que se trastocan las relaciones entre Estado, mercado y sociedad y se forja un nuevo pacto de convivencia basado en los principios de justicia social y económica, justicia democrática participativa y deliberativa, justicia intergeneracional, justicia ecológica y una justicia transnacional que reconoce la existencia de bienes

públicos, relaciones materiales y de movilidad humana que trascienden las fronteras de los países (Ramírez 2015) (Senplades 2009).

En materia económica, el Buen Vivir plantea que el crecimiento económico no puede ser un objetivo en sí mismo, como lo establecen las visiones más convencionales de la economía. En cambio, el crecimiento económico debe estar supeditado y al servicio de las personas y su entorno. En tal sentido, el sistema económico debe funcionar de tal forma que garantice las condiciones materiales e inmateriales para lograr el Buen Vivir en nuestra sociedad.

La discusión sobre la puesta en marcha de un sistema económico que posibilite el Buen Vivir en Ecuador tiene muchas aristas. Una de ellas ha sido la búsqueda de mecanismos para gestionar la liquidez para el desarrollo de la economía en el marco de las restricciones estructurales. Una primera gran limitación de nuestra economía proviene de la persistencia de una matriz productiva primario productora y exportadora, altamente dependiente del comportamiento de los mercados internacionales de materias primas. Una segunda gran limitación es la dolarización que, alabada por muchos y malentendida como proveedora per se de estabilidad, da cuenta de la pérdida del más importante instrumento para la política económica de un país: la moneda propia.

Desde las discusiones iniciales que alimentaron la elaboración del primer programa de gobierno del Movimiento Alianza PAIS, la necesidad de gestionar inteligentemente la dolarización y manejar la liquidez de nuestra economía de manera saludable y proactiva han estado sobre la mesa. Esto marcó una ruptura con la posición de los anteriores gobiernos para quienes la gestión de la economía sin moneda propia se debía limitar a una postura pasiva respecto al desempeño de la cuenta corriente de la Balanza de Pagos<sup>2</sup>. En otras palabras, para los gobiernos de turno y sus asesores económicos suscriptores de las recetas de la ortodoxia económica, había que dejar que el mercado internacional se encargue de dotar de dólares a la economía. Es así que, a partir del año 2000, se profundizaron los esfuerzos de anteriores

---

<sup>2</sup> Dentro de la Balanza de Pagos, que es un mecanismo contable que registra las transacciones de un país con el resto del mundo, la denominada Cuenta Corriente muestra los ingresos y salidas de recursos por concepto de las operaciones de comercio de bienes y servicios, por los pagos de rentas al capital (inversiones financieras), por las remuneraciones al trabajo así como aquellos desplazamientos de recursos pagados sin que haya necesariamente una contrapartida: donaciones, cooperación y remesas de migrantes.

gobiernos por liberalizar el comercio internacional, profundizar la desregulación del mercado laboral y desregular los flujos financieros. Esto último a pesar de que Ecuador, vivió en 1999 la más importante crisis económica y financiera de su historia resultado precisamente a causa de la desregulación financiera puesta en marcha años atrás.

Lo cierto es que la estrategia de apertura comercial como elemento central para gestionar la economía no arrojó los resultados que esperaban los gobiernos de turno y sus asesores económicos. A pesar del fiasco del ALCA y la imposibilidad de concretar la firma de un TLC entre Ecuador y los EE UU, la economía ecuatoriana logró aumentar su nivel de apertura en el primer quinquenio de la dolarización. Entre 2000 y 2005, el índice de apertura de la economía del país pasó de 0,748 a 0,812. Sin embargo, la balanza comercial no mejoró. Todo lo contrario, se deterioró más y pasó de tener un déficit de USD 104,2 millones en el año 2000 a un déficit de USD 803,7 millones en 2005. Ni siquiera el aumento de las exportaciones petroleras (que pasaron de USD 2 144,6 millones en 2000 a USD 3 258,1 millones en 2005) lograron aplacar el deterioro de la Balanza de Pagos por concepto del aumento de las importaciones en el sector no petrolero en relación al comportamiento de las exportaciones. Esto no contribuía al ingreso de dólares al país dando cuenta del pobre desempeño de la economía en dicha época<sup>3</sup>.

Ante esa economía a la deriva, el modelo de Economía para el Buen Vivir planteó un manejo alternativo, consciente de las limitaciones que impone el régimen dolarizado y propositivo respecto a la gestión de las mismas. El Programa de Gobierno presentado en 2006 por el binomio de Rafael Correa y Lenin Moreno ya hace una reflexión al respecto, al dibujar las líneas generales de esta propuesta y las puso en consideración del pueblo ecuatoriano:

El país sin su política monetaria y cambiaria, por efecto de la irresponsable dolarización, tiene que maximizar todos los instrumentos de política económica disponibles e incluso pensar en cómo enfrentar el reto cambiario y monetario sin provocar un descalabro similar al que provocó el sacrificio de su moneda nacional (Programa de Gobierno del Movimiento Alianza PAÍS 2007 - 2011).

---

<sup>3</sup> Fuente: Tablas de Oferta y Utilización, Banco Central del Ecuador. Cifras en USD constantes de 2000.

Ya en términos más concretos, y una vez que el binomio del Movimiento Alianza PAIS llegó al poder, el primer Plan Nacional de Desarrollo (2007 – 2010) empezó a aterrizar las discusiones y directrices de política pública para una mejor gestión de la liquidez en nuestra compleja economía. Dicho documento, primer estandarte de la recuperación del papel planificador del Estado, estableció como políticas de Estado la garantía de la sostenibilidad macroeconómica y el desarrollo de herramientas para dar viabilidad a la balanza de pagos, dando cuenta de las limitaciones de un esquema dolarizado. Asimismo, destaca la importancia de la inversión social y la transformación productiva como elementos clave para la sostenibilidad macroeconómica en el mediano y largo plazos. Finalmente, ese Plan Nacional de Desarrollo delineó las primeras tres grandes estrategias que serían fundamentales para apuntalar el esquema dolarizado, gestionarlo de forma inteligente y arrancando con la transformación económica en la primera etapa de la Revolución Ciudadana:

- Manejo equilibrado y eficiente de las finanzas públicas, incluyendo el mejoramiento de la recaudación y administración tributaria.
- Incremento de los márgenes de participación del Estado en la renta petrolera a través de la renegociación de contratos de concesión.
- Renegociación de la deuda externa.

Sin desconocer en absoluto el papel que cumplieron los crecientes precios del petróleo en los primeros años de la Revolución Ciudadana, las decisiones concretas aquí mencionadas generaron una importante canalización de recursos al fisco. El cambio de formato de los contratos con las empresas petroleras incluso permitió que el Estado aproveche los crecientes ingresos extraordinarios que generó el alza del precio del crudo que, otrora, hubiera ido principalmente a las arcas de las empresas petroleras internacionales. Entre 2011 y 2014, la renegociación de los contratos petroleros le significó al país ingresos de USD 4 158 millones. La recompra de deuda externa de 2009 significó al país un ahorro que puede proyectarse en USD 7 505 millones que hubieran tenido que pagarse a los acreedores de Bonos Global 2012 y 2030. Por su parte, la recaudación tributaria se ha incrementado sustancialmente y ha pasado de corresponder al 9,98% del PIB en 2006 al

14,98% en 2015 (Senplades, 2016)<sup>4</sup>. En términos de gestión de la liquidez monetaria del país, este conjunto de políticas dieron un mayor margen al manejo de las reservas internacionales que, como veremos posteriormente, son clave para gestionar el esquema dolarizado en Ecuador.

## La economía del Buen Vivir en la Constitución de 2008

Si bien las primeras directrices para una política económica posneoliberal se delinearon en el primer Programa de Gobierno y el primer Plan de Desarrollo de la Revolución Ciudadana, los grandes lineamientos de la misma se plasmarían en la Constitución de 2008. Esta establece que el sistema económico es social y solidario, reconoce al ser humano como sujeto y fin del mismo, dispone que las relaciones entre sociedad, Estado y mercado deben ser dinámicas y se requiere guardar equilibrio con la naturaleza; y establece finalmente que el sistema económico debe garantizar la producción y reproducción de las condiciones materiales e inmateriales que posibiliten el Buen Vivir. Del mismo modo, reconoce a la economía popular y solidaria como una forma de organización económica a más de la economía pública y la economía privada y dispone que se la regule preferencialmente (artículo 283).

A más de marcar grandes directrices para el funcionamiento del sistema económico, la Constitución de 2008 define los objetivos para la política económica en función de los principios del Buen Vivir, la transformación productiva, la generación de empleo y la sostenibilidad macroeconómica (artículo 284). De manera más específica, la Carta Magna habla de la política monetaria, crediticia, cambiaria y financiera (artículo 302) colocando como sus objetivos el suministro adecuado de medios de pago, la gestión de la liquidez de la economía, la gestión de las tasas de interés para la canalización del ahorro hacia la inversión productiva para mantener la estabilidad de los precios, el equilibrio de la Balanza de Pagos y dar sostenibilidad a la economía. Finalmente, establece que la formulación de estas políticas es competencia exclusiva de la función ejecutiva del Gobierno central y que se instrumentan por medio del Banco Central, como entidad de derecho público<sup>5</sup>, y con participación de la banca pública en lo correspondiente a la ejecución de políticas crediticias y financieras (artículo 303).

<sup>4</sup> Se utiliza una comparación con el año 2015 una vez que, al momento de la elaboración de este artículo, las cifras para el PIB de 2016 todavía son sujeto de ajustes.

<sup>5</sup> Anteriormente, la Constitución de 1998 establecía que el Banco Central era una entidad de derecho público pero autónoma, técnica y administrativamente.

Respecto al funcionamiento del sistema financiero, la Constitución (artículo 308), establece que las actividades financieras son un servicio de orden público, y podrán ejercerse, previa autorización del Estado, de acuerdo con la ley. Además, manifiesta que dichas actividades tendrán la finalidad fundamental de preservar los depósitos y atender los requerimientos de financiamiento para la consecución de los objetivos de desarrollo del país.

Estas directrices se enmarcan en el capítulo IV de la Constitución que se denomina Soberanía Económica. Por supuesto, las indicaciones generales que establece la Constitución de Montecristi para la construcción de la Economía del Buen Vivir y la consecución de una efectiva soberanía económica han aterrizado en leyes, normas secundarias y políticas públicas que permitan, efectivamente, sortear las limitaciones estructurales de la economía ecuatoriana. Quizá lo más paradójico, en este sentido, resulta construir soberanía económica sin soberanía monetaria<sup>6</sup>. En todo caso, llevar a buen puerto la soberanía económica del Ecuador, gestionar adecuadamente la liquidez para el desarrollo y hacerlo ¡sin moneda propia! ha requerido la puesta en marcha de una serie de innovadoras normas y otros instrumentos de política económica. A continuación se hará un recuento de este camino con principal atención a aquellos instrumentos que han permitido hacer una mejor gestión de la liquidez en dolarización.

## Contribución de la legislación a la gestión de la liquidez en la economía

### **Gestión expansiva y redistributiva de la liquidez<sup>7</sup>**

Este texto forma parte de una compilación sobre el desarrollo legislativo en materia económica entre 2013 y 2017. Esta es la gran razón para concentrar el presente análisis en dicho período. No obstante, y antes de mencionar las tres contribuciones más grandes, es necesario al menos una mención de las normas promulgadas entre 2008 y 2013 que incluyen al anterior período

---

<sup>6</sup> Una discusión sobre este tema puede encontrarse en el texto de Carvajal (2015) cuya referencia se encuentra en la sección bibliográfica de este artículo.

<sup>7</sup> Agradezco a Mateo Villalba las valiosas discusiones mantenidas respecto a este tema y que alimentan mis planteamientos en esta sección. Por supuesto, las ideas plasmadas en este texto son de exclusiva responsabilidad del autor del mismo.

legislativo (2009 – 2013) y que fueron el puntal para ciertas herramientas clave para la gestión de la liquidez.

Me refiero, en primer lugar a las reformas que constituyeron la Ley de Creación de la Red de Seguridad Financiera de fines de 2008 que permitió que Ecuador tenga un verdadero Fondo de Liquidez<sup>8</sup> constituido con los aportes de las propias instituciones financieras. Este mecanismo, diseñado para solventar necesidades extraordinarias de liquidez de las entidades financieras, permitió traer reservas líquidas del sistema financiero que antiguamente se mantenían invertidas en el exterior. La puesta en marcha de dicho fondo junto con el establecimiento del Coeficiente de Liquidez Doméstica por parte del Directorio de Banco Central en 2009 fueron las dos grandes regulaciones adoptadas por la Revolución Ciudadana para fortalecer una gestión local de la liquidez del sistema financiero del país.

En segundo lugar, merece ser mencionada la promulgación del Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas de 2010, que permitió vincular la programación presupuestaria de corto y mediano plazo con la planificación nacional, así como del Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones aprobado el mismo año que incluye una serie de incentivos diseñados para atraer la inversión productiva y fomentar el acceso a medios de producción.

En este punto es importante insistir en que la gestión de la liquidez monetaria es un elemento clave del modelo económico de la Economía del Buen Vivir y poner ciertos conceptos sobre la mesa. La respuesta a la pregunta: ¿Qué hacer para gestionar la liquidez en la economía ecuatoriana? No se hace explícita en la Constitución o los instrumentos de planificación y sus grandes lineamientos. Sin embargo, el tema ha formado parte de rigurosas discusiones y decisiones dentro del frente económico del gobierno nacional en la última década.

Por un lado, la economía requiere que haya suficiente liquidez para que las personas y actores económicos del país puedan realizar sus operaciones. De tal forma, para que exista mayor desarrollo de las actividades económicas se necesita que haya más liquidez disponible en la economía. Pero a la

---

<sup>8</sup> En el año 2000, la Junta Bancaria creó un Fondo de Liquidez que operaba de manera bastante limitada e insuficiente.

vez, un modelo económico que cree en la redistribución requiere que esa liquidez no se concentre en pocas manos y se reparta de manera más justa. Con estas consideraciones, la gestión de la liquidez debe manejarse de dos formas: gestionando los niveles de liquidez en la economía y, por otra parte, redistribuyendo la liquidez disponible.

La economía monetaria analiza la disponibilidad de liquidez a través de agregados monetarios. Estos agregados dan cuenta de la oferta o la disponibilidad de dinero en una economía dada. En realidad, dentro de los agregados monetarios no solamente hay dinero (en efectivo) sino que también se incorporan diferentes tipos de activos que se consideran en función de su liquidez<sup>9</sup>. El primer agregado monetario es el denominado M1 que incluye, primeramente, a los billetes y monedas en circulación. Es decir, el dinero que está en las manos de la gente. En Ecuador circulan billetes y monedas de dólares de los EE UU. Asimismo, circulan una menor cantidad de monedas acuñadas por el Banco Central del Ecuador y Dinero Electrónico.

En estos dos últimos casos, estos medios de pago de altísima liquidez cuentan con un respaldo de 1 a 1 en billetes o monedas de dólares de los EE UU u oro monetario. De tal manera, su circulación no genera lo que se denomina emisión primaria o inorgánica de dinero. Al estar respaldados 1 a 1 o al 100% (es decir, detrás de ellos hay siempre dólares físicos y oro monetario), a pesar de su altísima liquidez, funcionan básicamente como medios de pago denominados en dólares. El M1 también incluye los depósitos a la vista de las personas (cuentas corrientes y de ahorros) cuyos recursos se pueden retirar fácilmente en dólares físicos u otros medios de pago (cheques, transferencias interbancarias, etc.). El siguiente agregado monetario se denomina M2 que incluye al M1 más el denominado cuasi-dinero que corresponde a los depósitos a plazo que, si bien no tienen liquidez inmediata, pueden hacerse líquidos fácilmente para gestión de medios de pago y demandas del público. El M2 es la medida de liquidez monetaria total en una economía.

Entonces, cuando decimos que es necesario que haya suficiente liquidez o que es necesario que la liquidez se redistribuya, en términos de agregados

---

<sup>9</sup> En este caso particular, "liquidez" se refiere a la capacidad de un activo de transformarse rápidamente en dinero en efectivo. De tal manera, un activo puede ser más líquido que otro. No debe confundirse esta concepción de liquidez con la que se ha venido y se seguirá utilizando en este texto: liquidez como disponibilidad de recursos en una economía. Ambas concepciones conviven.

monetarios nos referimos al M2. En economías con moneda propia, la expansión del M2 se puede hacer fácilmente, aunque no únicamente, a través de la impresión de dinero. Esta es la emisión inorgánica o emisión primaria que fue referida anteriormente y que es competencia de los bancos centrales en países con moneda propia. Por supuesto, no puede hacerse de manera ilimitada debido al impacto que la política monetaria expansiva tiene sobre la inflación y el tipo de cambio. En nuestro caso, sin moneda propia, el uso de la Reserva Internacional y la gestión de sus adecuados niveles (expandirlos o contraerlos) se vuelve el eje de la gestión de la liquidez desde la política monetaria. Pero del mismo modo, el manejo de la liquidez debe procurar que esta se distribuya de mejor manera dentro del propio M2 (gestión redistributiva de la liquidez). En otras palabras, la liquidez debe hacerse más disponible para quienes históricamente han estado excluidos del acceso a recursos del sistema financiero.

Teniendo en cuenta estos elementos sobre el manejo de la liquidez, expansiva y redistributiva, se debe entender la contribución de la legislación económica. Como se mencionó anteriormente, este texto se concentrará principalmente en aquellas promulgadas en el último período legislativo (2013 – 2017) sin detrimento de hacer necesarias menciones a importantes normas promulgadas con anterioridad.

## **Reformas tributarias y gestión de la liquidez**

Una primera y necesaria mención merece el conjunto de reformas tributarias que, desde la perspectiva antes expuesta, han contribuido a la redistribución de la liquidez y al cuidado de su salida. Por supuesto, esto no agota el rol de los impuestos en la economía. Los impuestos redistributivos y los incentivos tributarios, desde una perspectiva de flujos macroeconómicos, propenden a re-canalizar liquidez dentro del mismo M2 (sin expansión de la liquidez total) a sectores más vulnerables de la economía y también a los sectores productivos priorizados por el estado. En la última década, las sucesivas reformas tributarias han contribuido dar mayor progresividad al sistema tributario: dar mayor peso a los impuestos que gravan más a quienes tienen más renta. Además, las reformas han buscado hacer más eficiente dicho sistema: evitar la elusión y evasión en el pago de impuestos. De la misma manera, algunos impuestos han sido puestos en marcha, no

exclusivamente con un objetivo recaudatorio, sino también para contribuir a cuidar que la liquidez permanezca o regrese a nuestra economía (gestión expansiva de la liquidez).

La primera gran reforma al sistema impositivo ecuatoriano de la última década la promulgó la Asamblea Constituyente a finales de 2007 y se denominó Ley Reformatoria para la Equidad Tributaria. Entre otras cosas, en esta reforma se creó el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con una tasa del 0,5%. Este impuesto, más que recaudatorio, busca desalentar los flujos innecesarios de dólares fuera de la economía para coadyuvar a una mejor gestión de la liquidez. En adelante, este impuesto ha sido sujeto de varias modificaciones. Las leyes reformativas en materia tributaria de 2008 y 2009 incrementaron el ISD al 1 y al 2% respectivamente. En 2011, el ISD se elevó al 5% a partir de lo cual se empezaron a detectar mayores indicios de elusión del impuesto por la vía de pagos en efectivo en el exterior. Este hecho no había sucedido antes.

Esto constituye un efecto no deseado de demanda de efectivo que, contrario al *leitmotiv* del impuesto en términos de expansión de la liquidez, ejerce presiones negativas en la caja en divisas de la Reserva Internacional. Esto llevó a generar una última reforma al mismo en el marco de la ley para el Equilibrio de las Finanzas Públicas de 2016 en que se exime el pago del impuesto siempre y cuando los consumos en el exterior se hagan con tarjeta de crédito o débito o cuando se hagan retiros de efectivo en el exterior, es decir, en detrimento del uso de efectivo demandado en Ecuador y sacado físicamente del país. A futuro es deseable realizar una adecuada y detallada evaluación y afinamiento de este impuesto y su rol en materia de gestión de la liquidez.

El ISD es un ejemplo de un impuesto que, más que recaudatorio, ha buscado generar efectos favorables en el M2 a través del desincentivo a la salida de dólares de la economía. En la misma línea, en 2012 la Ley Orgánica para la Redistribución de los Ingresos para el Gasto Social incrementó el impuesto a los activos en el exterior al 2,5%. Asimismo, en 2016 se aprobaron las reformas referentes a evitar la elusión y evasión del Impuesto a la renta en herencias, legados y donaciones a través de mecanismos de fideicomisos, fundaciones y otras figuras constituidas fuera del país y especialmente en paraísos fiscales y regímenes de menor imposición. Esta que es quizá la parte más importante que contenía la

comúnmente denominada Ley de Herencias, cuya discusión desató protestas e inconformidad en algunos sectores de la población en el 2015. Quizá la reforma completa planteada por el presidente Rafael Correa se volvió inviable políticamente, pero la parte más importante –a criterio de este autor– ya fue discutida y aprobada en la Asamblea Nacional. A más de sumar a una mejor gestión tributaria, estas reformas contribuyen a una gestión proactiva y estratégica de la liquidez en dolarización: favorecer la entrada de liquidez, cuidar su salida y hacer un adecuado uso de la misma dentro de la economía del país.

Hay incentivos tributarios que apuntan a (re)canalizar el ahorro nacional y los capitales extranjeros hacia la inversión productiva en el país también y que, por ende, pueden cumplir una función expansiva de la liquidez. Si el dinero de un ecuatoriano se invierte en Ecuador en vez de optar por una inversión fuera o si se atrae capital extranjero hacia la inversión en el país, sobre todo se trata de Inversión Extranjera Directa, los efectos expansivos sobre la liquidez total son relevantes. De ahí la importancia de la aplicación efectiva de los incentivos incorporados en el Código Orgánico de la Producción (2010) y de la vigilancia del cumplimiento de los requisitos de desempeño vinculados a dichos beneficios.

En el período legislativo 2013 – 2017 se han incorporado varios de estos instrumentos en la Ley de Incentivos para la Producción y Prevención del Fraude Fiscal (2014), la Ley de Incentivos para las Asociaciones Público – Privadas y la Inversión Extranjera Directa (2015), el Código de la Economía Social de los Conocimientos, Creatividad e Innovación (2016) y la Ley de Cultura (2016).

Ahora bien, los incentivos deben ir adecuadamente acompañados de requisitos de desempeño referentes a generación de empleo local, transferencia tecnológica y reinversión de utilidades. En palabras sencillas el arreglo debe ser “dando y recibiendo”. Dichos requisitos, que en muchos casos están expresados en normas secundarias, deben solicitarse, verificarse, monitorearse y evaluarse debidamente por las autoridades respectivas. Esta actividad de seguimiento y evaluación ha sido escueta en los últimos años debilitando la contribución efectiva que puede tener la aplicación un incentivo tributario vinculado a una verdadera inversión productiva que le apueste al país. La Función Legislativa podría cumplir un rol importante solicitando, por ejemplo, al Consejo Sectorial de la Producción

informes periódicos sobre la aprobación de incentivos pero, además, sobre el monitoreo del efectivo del cumplimiento de requisitos de desempeño por parte de los inversionistas beneficiarios.

Para finalizar esta sección, considero importante hacer una referencia final a la implementación de incentivos tributarios para favorecer el uso de medios de pago electrónicos. Anteriormente, se explicó que una gestión proactiva y estratégica de la dolarización requiere favorecer la entrada de liquidez, cuidar su salida y hacer un adecuado uso de la misma dentro de la economía del país. Con respecto a este último punto, la política económica de los últimos años ha hecho una apuesta importante por favorecer el uso de medios de pago electrónicos (tarjetas de débito, tarjetas de crédito, prepago, transferencias interbancarias, pagos móviles) y en la implementación del sistema de Dinero Electrónico gestionado privativamente por el Banco Central del Ecuador. Si bien el uso de medios de pago digitales no aumenta el M2, sí permite hacer un uso más eficiente de esa liquidez al aumentar la velocidad de circulación de la misma. En palabras sencillas, hace que el dinero se mueva más rápido y que esté disponible más ágilmente para su utilización en la compra de bienes y servicios.

A más de la promoción y regulación implementada para promover estos medios de pagos y el Dinero Electrónico, la Ley Orgánica para el Equilibrio de las Finanzas Públicas de 2016 incorporó como incentivo, un esquema de devoluciones de Impuesto al Valor Agregado (IVA): 2 puntos porcentuales son devueltos cuando se realizan pagos con Dinero Electrónico y 1 punto cuando se utilizan tarjetas de crédito, débito o prepago emitidas por entidades del sistema financiero nacional. Además, se incorporó un beneficio de 3 años para los contribuyentes del Régimen Impositivo Simplificado (RISE) que paguen sus cuotas en Dinero Electrónico. De tal manera, estos actores se ven incentivados a usar este medio de pago dentro de sus actividades económicas. En este caso, se les devolverá el 5% del valor de su cuota RISE en Dinero Electrónico.

De todas formas, y más allá de los incentivos descritos, el sistema de Dinero Electrónico particularmente ha sido objeto de una fuerte campaña de desprestigio generada desde varios actores de la banca privada para quienes el sistema no debería ser gestionado por el Banco Central sino por ellos.

Esto ha afectado la confianza de la población hacia el uso de este modelo de medio de pago cuyas características de costos, facilidad de acceso y su inclusividad lo hacen una experiencia única en el mundo.

## **Fortalecimiento del sector societario y bursátil para canalizar el ahorro hacia la inversión productiva**

Los mercados de valores sirven para canalizar el ahorro directamente al sector productivo y facilitan el acceso al financiamiento de largo plazo. Lamentablemente, en Ecuador este mercado no se ha desarrollado adecuadamente desde su génesis formal en 1969 hasta la fecha. Las pocas operaciones se realizan con valores de renta fija de corto y mediano plazos, principalmente provenientes del sector financiero. No hay un adecuado desarrollo de un mercado de acciones salvo aquel correspondiente a emisiones que han servido para financiar proyectos puntuales y no para democratizar el capital de las empresas. Así como el financiamiento usa poco al mercado de valores, hay pocos inversores que optan por el mismo. Las negociaciones bursátiles han dependido del comportamiento de unos pocos inversionistas institucionales públicos y privados. Más allá de las razones estrictamente económicas, el insipiente desarrollo del mercado de valores del país es contingente a relaciones de poder y los intereses de particulares actores que se han beneficiado de la contracción del mismo.

Un adecuado mercado de valores es un instrumento clave para canalizar liquidez hacia los inversionistas y negocios que lo necesitan como una alternativa al crédito bancario, sobre todo, en lo referente al financiamiento de largo plazo. Asimismo, un buen mercado de valores puede ser atractivo para la inversión extranjera y, por lo tanto, una herramienta para captación de liquidez del exterior o repatriación de liquidez de actores ecuatorianos que invierten en los mercados de capitales internacionales. En nuestro caso, más allá de la limitación estructural que la dolarización representa para la economía, las inversiones en dólares pueden resultar atractivas para ciertos inversionistas extranjeros<sup>10</sup>. Sin embargo, sin un adecuado mercado de valores será difícil pensar en este y otro tipo de desarrollos.

---

<sup>10</sup> Por supuesto deseables, siempre y cuando dichas inversiones no resulten meros ejercicios de especulación en los mercados de capitales.

La necesidad de fortalecer este mercado para canalizar el ahorro hacia la inversión, la importancia de unificar los mercados bursátiles de Quito y Guayaquil y otros elementos han estado latentes en los instrumentos de planificación de la última década. El propio Programa de Gobierno del Movimiento Alianza PAIS 2007 – 2011 planteaba la necesidad de desarrollar el mercado de valores y buscar la unificación de las bolsas en el país como una posible estrategia para superar las limitaciones que ha tenido este mercado. Es así que desde los primeros años de la década de la Revolución Ciudadana se comenzó a trabajar lo que en un inicio se pensaba sería una “Nueva Ley de Mercado de Valores” como puntal para el desarrollo de este mercado. Estas primeras discusiones y trabajos, que estuvieron a cargo del Banco Central del Ecuador y posteriormente del Ministerio Coordinador de Política Económica, fueron caminando hasta transformarse en un paquete de reformas a la Ley de Mercado de Valores vigente, la Ley de Compañías y otros cuerpos legales. Es así que en 2014 se promulgó la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Bursátil.

Entre otras cosas, la reforma dispuso la democratización de la estructura de capital de las bolsas de valores abriendo la posibilidad de que exista una capitalización proveniente de inversiones especializadas desde el extranjero y que faciliten la integración regional de nuestro mercado bursátil a los de la región. Este proceso, que tiene como eje la transformación de las bolsas de valores en sociedades anónimas en vez de corporaciones sin fines de lucro, ya se encuentra en marcha. Además, la norma dispuso la creación de un Sistema Único Bursátil que, sin disponer la unificación de las bolsas, busca facilitar el funcionamiento de un mercado único. Asimismo, las reformas impulsan la desmaterialización de valores y la profesionalización de los intermediarios (casas de valores). De hecho, bajo la nueva normativa se fortalece el rol de las casas de valores en el mercado y se define adecuadamente la función de la banca de inversión que, bajo ciertas condiciones, podrá ser ejercido por las propias casas de valores.

Las reformas incorporadas por la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Bursátil favorecen la participación de nuevos emisores que ahora ya pueden financiarse en el mercado de valores. Antes les era inaccesible por los altos costos que representaba una emisión. De tal forma, hay incentivos para que se emitan más valores que, a su vez, busquen clientes que destinen su ahorro a este tipo de inversiones. En esa

misma línea, la ley crea el Registro Especial Bursátil con el fin de desarrollar y ampliar la participación de emisores pertenecientes a la Economía Popular y Solidaria y las Mipymes. La reforma también apuntó a facilitar la incorporación de valores como, por ejemplo, las facturas comerciales negociables y se da mayor espacio a las emisiones de valores del sector productivo, claves para el desarrollo de un mercado de este tipo y para trascender la tradicional utilización del mismo por parte de la banca privada.

El desarrollo del mercado de valores será clave para una adecuada recanalización de la liquidez hacia la inversión productiva. Asimismo, esto permitirá promover la integración regional bursátil, paso en el cual ya se encuentran los mercados de países como Colombia, Perú y Chile, y que ayudaría a crear opciones para la canalización de inversiones extranjeras y repatriación de liquidez hacia nuestra economía. No obstante, el fortalecimiento de la normativa societaria y bursátil, así como el desarrollo de regulaciones secundarias serán insuficientes sin el adecuado involucramiento de los actores que participan y que pudieran participar de un mercado de este tipo. Para ello será necesario que el propio mercado rompa con las ataduras de una estructura que hasta ahora ha sido funcional a unos pocos actores del sector financiero privado y altamente dependiente de la participación del sector público.

## **El Código Orgánico Monetario y Financiero de 2014**

En septiembre de 2014, la Ley de Mercado de Valores, reformada por la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Bursátil, pasó a formar parte integral de un nuevo Código Orgánico Monetario y Financiero. El nuevo Código era un gran tema pendiente en términos de acoplar definitivamente la normativa financiera y monetaria al nuevo marco constitucional; y derogar finalmente (incluso por una cuestión simbólica) las leyes General de Sistema Financiero y de Régimen Monetario y Banco del Estado, íconos del neoliberalismo financiero en el Ecuador. También, el Código hace un importante esfuerzo de integración de normativa que antes estaba dispersa en más de una treintena de leyes.

El Código Orgánico Monetario y Financiero, al acoplar la normativa a la Constitución y los principios de la Economía del Buen Vivir, generó directri-

ces para el funcionamiento del sistema financiero y monetario del país que se pueden recoger en los siguientes ámbitos:

- Recuperar los instrumentos para la gestión de la liquidez desde la banca central.
- Establecer incentivos, desincentivos y regulaciones para canalizar el crédito hacia los segmentos prioritarios.
- Regular las transacciones financieras con paraísos fiscales y generar mecanismos para controlar el flujo de capitales.
- Reordenar el frente económico estableciendo claras competencias en materia de elaboración de la regulación, rectoría, control y supervisión.
- Fortalecer el marco regulatorio ante el incumplimiento de las normas.
- Regular a las entidades no financieras que venían otorgando crédito (banca en la sombra).
- Mejorar las capacidades del sistema económico ecuatoriano para enfrentar crisis sistémicas.
- Consolidar la Red de Seguridad Financiera y ampliar la cobertura del Seguro de Depósitos y el acceso de entidades financieras al Fondo de Liquidez.
- Fortalecer el régimen de seguros.
- Fortalecer la regulación y control para el Sistema Financiero Popular y Solidario y disponer que se trabaje la misma de manera diferenciada.

Hacer una referencia a cada uno de los aspectos que abarca el Código Monetario trasciende el espectro de este texto incluso teniendo en cuenta que ameritaría un análisis de todos y cada uno de ellos con respecto a su contribución a la gestión expansiva o redistributiva de la liquidez. Sin embargo, me referiré específicamente a los tres primeros ámbitos citados arriba: rol de la banca central, canalización del crédito hacia segmentos prioritarios y regulaciones sobre paraísos fiscales.

Si bien en el año 2000, el abandono del Sucre significó que Ecuador desistiera del instrumento de política económica más importante que tienen los países, esto no implica que el Estado deba dejar el flujo de la liquidez

a la deriva y esperar que el mercado provea esa liquidez. La Economía para el Buen Vivir, consciente de las limitaciones que genera la dolarización, exige una posición proactiva del Estado para canalizar liquidez a la economía, redistribuirla y cuidar su salida excesiva. Es por ello que, más allá de las posiciones ultraliberales de los economistas ortodoxos respecto a la independencia y pasividad de la banca central en dolarización, el Código Monetario ha permitido que el Banco Central del Ecuador recupere varios instrumentos de gestión de la liquidez en la economía.

Estos instrumentos, dicho sea de paso, no son inventos de la Economía del Buen Vivir o de las escuelas de pensamiento heterodoxo. Han sido utilizados por todos los gobiernos del mundo para mitigar los efectos de las crisis económicas, las guerras y para apuntalar sus estrategias de industrialización. Por ejemplo, los países de Europa, EE UU y Japón potenciaron el papel de la banca central después de la Gran Depresión de 1929 o en la época posterior a la Segunda Guerra Mundial. Asimismo, se pusieron en marcha mecanismos de direccionamiento de crédito hacia sectores industriales y generadores de empleo, como elementos clave para salir de las recesiones.

En este sentido, y con el objetivo de fortalecer la gestión de la liquidez en tiempos de “vacas gordas” y tener instrumentos para mitigar los efectos de las desaceleraciones económicas, el nuevo Código Monetario recupera algunas herramientas de gestión de liquidez para la banca central. El primero, establece la posibilidad de que el Banco Central invierta los excedentes de liquidez de la Reserva Internacional en el sector financiero público además de poder hacerlo en el sector financiero privado y las grandes cooperativas.

La Junta de Regulación y Política Monetaria y Financiera, el ente regulador del sector, es el encargado de elaborar el plan de inversión de estos excedentes y reformarlo de ser necesario. Igualmente, el Código establece que el Banco Central podrá emitir valores denominados Títulos del Banco Central (TBC) respaldados en los activos del Banco y dentro de los márgenes de sostenibilidad de la balanza de pagos. El Código también faculta al Banco Central la capacidad de hacer negociaciones de mercado abierto con las entidades del sistemas financiero nacional y le devuelve el mecanismo de ventanilla de redescuento para que dichas entidades puedan beneficiarse del mismo en caso de requerirlo.

Al momento, el instrumento que más se ha utilizado es la inversión doméstica de excedentes de la Reserva Internacional para canalizar liquidez a la economía a través de la banca pública y el ente rector de las finanzas públicas. Esto ha permitido expandir la liquidez disponible en la economía y, especialmente a través de la banca pública, colocarla en sectores prioritarios por medio del crédito. Contrario a la posición de los economistas ortodoxos sobre dejar intacta la reserva o colocarla en inversiones fuera del país, es deseable que se canalicen estos recursos a nuestra economía cuando los niveles de liquidez son saludables así como cuando hay presiones a los mismos. Por supuesto, esta inversión no deberá mermar excesivamente los niveles de reserva y es necesario que la exposición de estas inversiones responda a una estructura sostenible en términos de gestión del riesgo.

En línea con lo dispuesto por la Constitución de 2008 que establece que las actividades financieras son un servicios de orden público (artículo 308), que el Estado promoverá la democratización del crédito (artículo 334) y que el Estado promoverá la canalización del ahorro hacia la inversión productiva (artículo 338); el Código Monetario faculta a la Junta de Regulación y Política Monetaria y financiera establecer los incentivos y regulaciones necesarias para canalizar el crédito hacia los segmentos prioritarios para la economía nacional. De tal forma, en los más de dos años de vigencia del Código, por ejemplo, se ha definido una nueva segmentación para la cartera de crédito donde se incorpora, entre otras cosas, un segmento de crédito de vivienda de interés público con una tasa preferente y que fue acompañado con un programa de incentivo a la colocación de dicho crédito con la participación de recursos estatales así como la definición de umbrales para la colocación del mismo. Tiempo después de la implementación de esta medida, convendría hacer una adecuada evaluación de su utilización e impacto para realizar los ajustes que sean necesarios. Por otro lado, la regulación de segmentación de cartera de crédito diferencia el crédito productivo (de plazos mayores a un año) del crédito comercial.

Pero asimismo, la segmentación de cartera de crédito y tasas han dejado fuera lo que considero son grandes temas pendientes y claves para canalizar la liquidez del crédito hacia sectores prioritarios y desincentivar el consumo suitario y el escape de liquidez de nuestra economía. Debería, por ejemplo, analizarse la reducción de las tasas de interés para los segmentos de

microcrédito y de Pymes para fomentar la canalización prioritaria de crédito hacia este tipo de emprendimientos. Además, la definición del segmento de microcrédito solamente en base a montos y haciendo mención a la fuente de repago es muy limitada. Hay que recordar que la esencia del microcrédito, a pesar de que en principio se trata de transferencias de montos bajos a pequeños emprendedores (de ahí el nombre “micro”), se refiere sobre todo a la aplicación de un mecanismo de crédito para prestatarios que carecen de colaterales, una fuente de pago fija (empleo fijo) o un historial de crédito.

La clave del microcrédito es el acompañamiento y capacitación al prestatario. No se trata solamente de analizar la fuente de pago y ver si el flujo de caja del requirente le permitirá pagar el crédito sin importar su destino (emprendimientos de verdad o comprar televisores para su casa). Esto es justamente lo que ha permitido que algunas entidades financieras camuflen crédito de consumo como si fuese microcrédito. Finalmente, no ha habido decisiones fuertes respecto a reducir el crédito de consumo para propender a una mejor salud financiera de los hogares ecuatorianos, evitar el sobreendeudamiento de las personas y limitar la salida de divisa por consumos importados. Buena parte del consumo con tarjeta de crédito se destina a la compra de bienes importados, muchos de ellos suntuarios.

Finalmente, me referiré a las disposiciones del Código respecto a regular las transacciones financieras con paraísos fiscales y generar mecanismos para controlar el flujo de capitales. Primeramente, dicha norma prohíbe al Sistema Financiero Nacional el invertir en acciones de entidades financieras constituidas en paraísos fiscales. Por otro lado, el Código faculta a la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera el establecimiento de condiciones y límites a la posición en activos externos que las entidades financieras mantengan en el exterior. Además, la Junta podrá establecer condiciones y límites al endeudamiento externo que las entidades financieras contraten en el exterior. De la misma forma, podrá disponer que las divisas provenientes de las operaciones que sean determinadas, ingresen de manera obligatoria al país y establecerá multas hasta por el monto de las divisas no ingresadas, en caso de incumplimiento de tal obligación. Sobre esto último, deberían ponerse en marcha disposiciones sobre internación de divisas en operaciones de comercio exterior de sectores como por ejemplo la exportación de banano, cacao, camarón, entre otras.

Como se mencionó anteriormente, trasciende el espectro de este texto un análisis exhaustivo de todos los mecanismos dispuestos en el Código así como del trabajo que en los últimos años ha hecho la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Sin embargo, los elementos posicionados y discutidos buscan ser una primera aproximación a todas las posibilidades que abre el Código en materia de gestión directa e indirecta de la liquidez que quizá no han sido todavía explotadas en su totalidad. Queda para el desarrollo regulatorio posterior esta tarea.

## **Reflexión final**

El modelo económico de la Economía para el Buen Vivir plantea que el crecimiento económico no puede ser un objetivo en sí mismo y debe estar supeditado y al servicio de las personas. Primero las personas y luego el capital. Este principio fundamental, no solo de la nueva economía, sino de la construcción de una nueva sociedad, ha debido aterrizar en una serie de decisiones de política pública y de normas. Dichas normas y políticas se han enfocado en muchos frentes. Uno de ellos, de alta especificidad pero también muy transversal, tiene que ver con la gestión de la liquidez en el marco de las restricciones estructurales de nuestra economía: la persistencia de una matriz productiva primario productora-exportadora y la carencia de una moneda propia.

Este texto ha hecho un recorrido rápido que arranca en las primeras reflexiones respecto a la necesidad de contar con mejores herramientas para gestionar la liquidez en nuestra economía. Esas primeras discusiones ya se plasman en la propuesta política de Alianza PAIS de cara a las elecciones de 2006 y se han ido aterrizando en los Planes de Desarrollo y en normas y políticas concretas. De ninguna manera busco argumentar que esta es una discusión que se ha agotado o que la normativa y la regulación han llegado a su máximo potencial. Lo que el lector ha podido encontrar en este texto es una revista de las principales normas que se han promulgado en los últimos años y su contribución a la gestión de la liquidez de dos maneras: expandiéndola o propendiendo a que ingrese y se mantenga en nuestra economía y, por otra parte, redistribuyéndola hacia sectores desatendidos y prioritarios para la transformación productiva.

De tal manera, luego de hacer una necesaria pausa para revisar las grandes

directrices para la Economía del Buen Vivir que se plasman en la Constitución de 2008, me he detenido en tres grandes momentos de la legislación de los últimos años: 1) la contribución de las reformas tributarias, 2) las nuevas normas que propenden al desarrollo del mercado de valores como una herramienta para canalizar el ahorro a la inversión productiva y 3) la promulgación del Código Orgánico Monetario y Financiero en lo referente a devolver importantes herramientas de gestión de la liquidez a la banca central, dotar a la regulación de mecanismos para canalizar el crédito a sectores prioritarios y, finalmente, la creación de capacidades regulatorias para el Estado en lo referente a los flujos de capitales, en especial en lo referente a los paraísos fiscales.

Así como se han señalado las bondades de las reformas y nuevas normas, también se ha mencionado que la regulación tiene aspectos donde todavía es posible y necesario trabajar un mayor desarrollo de mecanismos para canalizar liquidez hacia nuestra economía, hacer un uso eficiente de la misma y cuidar su salida excesiva. Un nuevo ciclo político se abre en 2017 incluso en el marco de la victoria electoral de la Revolución Ciudadana desde una perspectiva de continuidad con cambio. En ese escenario, la discusión sobre una adecuada gestión de la liquidez no se ha agitado en absoluto. Es más, una posición de “continuidad con cambio” podría facilitar, en primer lugar, la discusión sobre cómo potenciar al máximo las herramientas que ya provee la normativa promulgada en los últimos años. En un segundo momento, el cambio debería urgir por una siguiente fase de discusión, amplia y rigurosa, sobre las perspectivas de la política y regulación económica en el marco de las restricciones estructurales de nuestra economía.

**Andrés Chiriboga Tejada**

**Investigador Asociado del Max Planck - Sciences Po Center for Coping with Instability in Market Societies.**

## **Bibliografía**

Carvajal, Sebastián (2015). Riesgos desatendidos del régimen de dolarización, en Serrano, Alfredo. La Nueva Economía en la Nueva Constitución del Ecuador. Servicio de Rentas Internas. Quito – Ecuador.

Ramírez, René (2015) Otra ética para otra sociedad: la del Sumak Kawsay, en Serrano, Alfredo. La Nueva Economía en la Nueva Constitución del Ecuador. Servicio de Rentas Internas. Quito – Ecuador.

Senplades. Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo. (2016) Presentación e Informe: Ecuador al 2017. Quito – Ecuador.