

BCC

REVISTA DEL BANCO
CENTRAL DE CUBA

2012/Año 15. No.2

XV ANIVERSARIO DEL BCC: un compromiso renovado con la Revolución



XV Aniversario del BCC: un compromiso renovado con la Revolución

Lic. Esteban Martel Sotolongo*



Al triunfo de la Revolución cubana, en enero de 1959, Cuba contaba con un sistema bancario integrado por el Banco Nacional de Cuba (BNC), como banco central, varios bancos denominados paraestatales (BANDES, BANFAIC, Banco Cubano de Comercio Exterior, una financiera y dos fondos, uno de seguros de depósitos y otro de hipotecas aseguradas), y un nutrido número de bancos comerciales cubanos y extranjeros, predominando en esta última clasificación los bancos norteamericanos, así como dos bancos canadienses y uno chino.

Cuando el gobierno revolucionario asumió el poder, el país se encontraba sumido en una grave crisis financiera, con un nivel ínfimo de sus reservas internacionales, lo que impedía el libre cambio de la moneda. Se tomaron medidas para proteger la estabilidad de nuestra moneda, pero, en definitiva, no resultaron suficientes. En noviembre de 1959, se nombra al comandante Ernesto Che Guevara como presidente del Banco Nacional de Cuba, dotando así a la institución de una dirección genuinamente revolucionaria.

En 1961 se procedió a la nacionalización de la banca y de todos aquellos intereses extranjeros y privados vinculados al sector empresarial.

Ante esta decisión del gobierno revolucionario, el BNC asumió nuevas funciones, además de las que venía realizando como banco central, asimilando las actividades de banco comercial, banco de comercio exterior y banco de inversiones, así como otras tareas vinculadas al desarrollo económico del país, lo cual se institucionalizó mediante la Ley No. 930 (ley orgánica del Banco Nacional de Cuba).

Para el cumplimiento de estas nuevas funciones, se estableció una nueva estructura y organización que fluctuó entre el concepto de divisiones regionales y delegaciones o direcciones provinciales, acorde con las diferentes divisiones político- administrativas en que se ha venido organizando nuestro país, y supervisando a un numeroso grupo de sucursales existentes a todo lo largo y ancho de la isla.

A partir de 1980 se crearon otros bancos para asumir actividades especializadas, tales como el Banco Popular de Ahorro (BPA), el Banco Financiero Internacional, S.A. (BFI) y el Banco Internacional de Comercio, S.A. (BICSA).

A finales de la década del 80 y principios de la del 90 del pasado siglo, se sucedieron hechos que impactaron directamente en el desarrollo económico de nuestro país: desapareció el campo socialista en los países de Europa del Este y se desintegró la Unión de Repúblicas Socialistas Soviéticas (URSS), los cuales, con más del 80% de nuestro comercio exterior, constituían nuestro principal mercado de exportaciones e importaciones y, por ende, acontecieron una drástica disminución de los ingresos en divisas, la interrupción del financiamiento recibido, la eliminación de acuerdos fundamentados en precios justos y la pérdida de la necesaria asistencia técnica. Esta situación provocó una brusca caída de un 35% en el Producto Interno Bruto de Cuba, entre 1989 y 1993, y se agravó por la promulgación y aplicación de forma oportunista por parte del Gobierno de EE.UU., de la Ley Helms Burton, la cual acentuó el bloqueo genocida perpetuado contra Cuba casi desde el mismo triunfo de la Revolución, en un esfuerzo por propiciar un colapso de la economía cubana, así como del proceso revolucionario y su inmediata desaparición, al estilo de lo ocurrido con la URSS y el campo socialista del este de Europa. Sin embargo, como siempre, no contaron con la valentía y la decisión del pueblo cubano de triunfar, bajo la certera dirección del Comandante en Jefe Fidel Castro Ruz.

Ante esta difícil y compleja coyuntura, se decretó el denominado “Período especial en tiempo de paz” (ya se venía preparando el país para un período especial en tiempo de guerra), y de inmediato se tomaron medidas para resistir y sobrevivir a este violento golpe, manteniendo la independencia nacional, preservando las conquistas alcanzadas por la Revolución en beneficio de nuestro pueblo, en temas como la salud, la educación, la cultura, la seguridad social, la ciencia y otras áreas socioeconómicas, y conservando la necesaria unidad nacional basada en valores patrióticos, morales y éticos fundamentales, que han resultado un impenetrable escudo protector ante los distintos actos de provocación y agresión de que hemos sido objeto en el transcurso de más de 50 años de Revolución.

Entre las medidas tomadas podemos mencionar el comienzo de una reorientación de nuestras relaciones económicas internacionales, el cambio en la relaciones de propiedad en la agricultura y se procedió a descentralizar algunas actividades económicas como, por ejemplo, la agricultura y el comercio exterior.

Simultáneamente, surge un número significativo de oficinas de representación de empresas extranjeras y empresas mixtas. También a un importante número de entidades estatales se les autorizó a operar sus propias cuentas en divisas, y se incentivó el trabajo por cuenta propia.

Estas nuevas condiciones de-mandaron un cambio significativo en toda la organización del Sistema Bancario y Financiero Nacional (SBFN). Un factor que impactó directamente al sistema, con sus múltiples aristas, fue la decisión –mediante el Decreto Ley No. 140 de agosto de 1993– de despenalizar la tenencia del dólar estadounidense, la introducción de la doble circulación (peso cubano y el dólar estadounidense) en el país y la presencia del peso cubano convertible en sustitución del dólar estadounidense para transacciones comerciales dentro del territorio nacional.

Para estas nuevas condiciones, fue necesario realizar una sustancial reorganización del SBFN. Esta reestructuración se basó fundamentalmente en la creación de un sistema bancario de dos niveles, con la organización de un banco central con todas las funciones y atribuciones inherentes a este tipo de institución, despojándolo de todas las actividades ajenas a las fundamentales que les son propias, así como de un sistema bancario ágil y eficiente, integrado por entidades bancarias y otras instituciones financieras, con la suficiente organización, institucionalidad y capacidad tecnológica y operativa para enfrentar las nuevas condiciones establecidas con relación a la concesión de créditos y la prestación de servicios, y apoyar así el

desarrollo económico del país y de nuestras relaciones de intercambio y las relaciones con bancos extranjeros, creadas bajo las nuevas medidas adoptadas en el marco establecido en el decretado Período especial en tiempo de paz.

Estos objetivos imponían el establecimiento del marco legal necesario para el desarrollo del nuevo sistema bancario. A tal efecto, se organizaron comisiones para elaborar los correspondientes decretos leyes encaminados a la creación del banco central y el sistema bancario respectivamente, así como de los estatutos, los reglamentos y las normas y procedimientos imprescindibles para su funcionamiento. Todo ello representó un gran reto y la realización de ingentes esfuerzos, sin escatimar días ni horas para, en un tiempo prudencial, poner en vigor todo este material y comenzar lo más rápidamente posible –como la situación imperante exigía– las operaciones del banco central y del nuevo sistema bancario y financiero que se estaba gestando.

Considero importante mencionar lo valiosos que resultaron los juicios y recomendaciones emanados de los conocimientos y experiencias de funcionarios y trabajadores bancarios con una fructífera y larga vida en el sector, así como los aportes de muchos compañeros jóvenes que se incorporaron a todo este proceso organizativo.

Fue intenso el estudio de múltiples materiales bibliográficos y de las estructuras y organización de bancos centrales de otros países, así como el intercambio con especialistas y técnicos de estos bancos y de organismos internacionales, con la finalidad de conocer sus experiencias, tanto positivas como negativas. Es de destacar la activa participación del compañero Fidel en la elaboración de los decretos leyes, con sus criterios, juicios y recomendaciones, algunas reflejadas con su puño y letra en los proyectos sometidos al gobierno para su evaluación.

En esos momentos, personal-mente fungía como auditor general del Banco Nacional de Cuba y se me encomendó la tarea de elaborar los artículos de los decretos leyes referentes al papel del superintendente y las funciones y atribuciones de la supervisión bancaria, actividad de significativa importancia dentro de las funciones del banco central. De más está decir que, como no existía en Cuba ninguna referencia anterior sobre la aplicación de estas técnicas, nos vimos en la imperiosa necesidad de realizar un minucioso trabajo de investigación y recopilación de diferentes materiales acerca de la temática en el mundo, lo que no solo incluía cuestiones conceptuales, sino también elementos prácticos como reglamentos, regulaciones prudenciales y procedimientos que internacionalmente son utilizados en el desarrollo de esta actividad.

A todo esto se unió la necesidad de establecer contactos e intercambios con áreas de supervisión bancaria existentes en algunos bancos centrales, y con superintendencias que se encuentran fuera del control del banco central; también se realizaron consultas con el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y otros organismos internacionales especializados, para que evaluaran y avalaran nuestros criterios. Debo señalar que este trabajo no estuvo exento de discrepancias y, a veces, de discusiones algo “agrias” –aunque siempre fraternales– con algunos compañeros sobre el papel de la supervisión bancaria, para que esta surgiese en nuestro banco central conforme a los principios internacionalmente aceptados y que rigen esta actividad, sin interferencia con otras actividades propias de esta área y en otras áreas de los bancos centrales o de las superintendencias de bancos. Por supuesto, en la elaboración de los documentos se fueron considerando las necesarias adaptaciones propias de las características y las condiciones existentes en nuestro país.

Finalmente, el 28 de mayo de 1997 se promulgaron, por el Consejo de Estado de la República de Cuba, los decretos leyes No172 del Banco Central y No173 sobre los bancos y otras instituciones

financieras.

Concretamente, en el Decreto No172 del Banco Central se establece que este se constituye como la autoridad rectora, reguladora y supervisora de las instituciones financieras del país (bancarias y no bancarias) y de las oficinas de representación de bancos extranjeros radicadas en Cuba. En esa condición de banco central, tiene como funciones: emitir la moneda nacional; velar por la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional; contribuir al desarrollo ordenado de la economía nacional y al equilibrio económico de la misma; custodiar y administrar las reservas internacionales; garantizar el flujo normal de los pagos internos y externos; ejercer las funciones que se corresponden con la preservación de la disciplina de los bancos del sistema, mediante la supervisión tanto de las instituciones financieras (bancarias y no bancarias), como de las oficinas de representación, acorde con los principios básicos aplicados internacionalmente para la ejecución de esta tarea.

Durante los 15 años transcurridos desde su creación, múltiples han sido las actividades y tareas asumidas por el Banco Central de Cuba (BCC), coadyuvando al desarrollo de la economía nacional. En este sentido, podemos señalar las siguientes:

- Ha propuesto al gobierno e implementado las correspondientes regulaciones sobre diversos temas específicos relativos a la política monetaria y su vinculación con los demás factores integrantes de la política económica del país, entre los que se pueden destacar la programación monetaria y financiera; la regulación de la emisión y liquidez; el régimen cambiario; la política de crédito, acorde con las diferentes situaciones que se han enfrentado dentro de las diversas fases del desarrollo de la economía nacional; las tasas de interés activas y pasivas de los créditos internos en moneda nacional y extranjera.
- Se realizaron análisis sobre la balanza de pagos del país que se han ido perfeccionando, y se han emitido oportunamente al gobierno los informes periódicos sobre el desempeño de la misma.
- Fue regulado el sistema de las reservas internacionales y bancarias (encajes) y otras vinculadas al sistema monetario y financiero. Se han preservado y administrado las reservas del país.
- Han sido determinados periódicamente los lineamientos de la política de crédito a seguir en la nación.
- Se han establecido y perfeccionado las regulaciones prudenciales y reglamentos para la ejecución de las actividades de los bancos, instituciones financieras no bancarias y oficinas de representación, garantizando un sistema sólido, sano, rentable, solvente y líquido.
- Han sido supervisadas periódicamente todas las entidades bancarias, instituciones financieras no bancarias y oficinas de representación extranjeras radicadas en Cuba.
- Determinó la ampliación de la gama de servicios que ofrecen las instituciones bancarias. En este sentido, podemos señalar: Fue creada una red nacional de casas de cambio; se instalaron cientos de cajeros automáticos; se promocionó la utilización de tarjetas magnéticas para la ejecución de operaciones en moneda nacional y extranjera; se puso en vigor la utilización de los certificados de depósitos a plazo fijo y cuentas a plazo fijo en moneda libremente convertible, cuyas tasas de interés toman como referencia las del mercado internacional.
- Fue estructurada y puesta en vigor la utilización del peso cubano convertible y su control.

- Se concedió un número importante de licencias autorizando a operar en el país a bancos, instituciones financieras no bancarias y oficinas de representación de bancos extranjeros.
- Han sido respaldadas las empresas y las instituciones financieras del sistema bancario para la obtención de crédito externo.
- Se ha venido trabajando activamente, logrando importantes acuerdos, en la reprogramación de la deuda externa del país.
- Se ha trabajado para contar con un sistema de pagos ágil, seguro y eficiente.
- Fue desarrollado y aplicado en toda la red bancaria un sistema informático elaborado en el Banco Central de Cuba, interconectándola electrónicamente en su totalidad, lo cual incluye la realización de las transacciones internacionales a través del sistema SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication), garantizando rapidez y seguridad en la transmisión de los mensajes financieros.
- Se ha participado activamente en la lucha contra el delito, (incluido el blanqueo de capitales), elaborando guías y procedimientos a seguir por todos los integrantes del Sistema Bancario Nacional para evitar la comisión de estos hechos y colaborando permanentemente con las autoridades competentes en la batalla contra este flagelo.
- Ha habido una importante contribución a la organización y control de la colaboración de los bancos del sistema, en apoyo a la política de la Revolución Energética.
- Se ha contribuido a la organización y control del apoyo brindado por el sistema bancario a la tarea “Álvaro Reynoso”.
- Se contribuyó a la organización y control del apoyo por parte del sistema bancario a la Asociación de Agricultores Pequeños (ANAP).
- Se participó en la organización y dirección del Banco del ALBA en el marco del “ALBA TCP”, así como en el establecimiento de una sucursal de este banco en La Habana.
- Se colaboró en los análisis de los expedientes para aprobar, por el directorio ejecutivo del Banco del ALBA, la financiación de varios proyectos priorizados por las distintas cumbres de presidentes, pertenecientes al “ALBA TCP”.
- Se instaló una subsidiaria del Banco Exterior de Cuba (BEC), denominada Banco de Exportación y Comercio, C.A., radicada en la República Bolivariana de Venezuela, según los acuerdos adoptados en 2004 por los comandantes Fidel Castro Ruz y Hugo Rafael Chávez Frías, presidentes de las repúblicas de Cuba y Venezuela, respectivamente.

Estos años han sido de intensa actividad de los trabajadores del Banco Central de Cuba, que sin descuidar su imprescindible formación y capacitación técnica y profesional, han buscado siempre la excelencia en el trabajo, el cual, aunque no ha estado exento de errores, como sucede con cualquier obra humana, ha tenido como resultado final un saldo positivo.

Complejo ha sido el camino recorrido y muchas las transformaciones que se han tenido que efectuar, pero nuestro sistema bancario, aún en desarrollo, no se ha apartado de los principios básicos que han regido el sistema económico cubano, sin hacer concesiones, aunque

actualizándose permanentemente para ponerse a tono con las técnicas más avanzadas en el mundo y continuar con esta línea de conducta, lo que, evidentemente, representa un reto tanto para esta generación, como para las futuras generaciones de trabajadores bancarios.

Este décimo quinto aniversario de la creación del BCC tiene un importante significado por las contribuciones que en el transcurso del tiempo ha realizado la institución en pro del mejoramiento del desempeño de la economía del país. Sin embargo, a pesar del reconocimiento por los resultados positivos y logros alcanzados, que no hubieran sido posibles sin el tesón y el sacrificio de los funcionarios y trabajadores del banco, quienes han dedicado su tiempo y talento para tener un banco central eficiente al servicio de la Revolución, los éxitos no representan sino un punto de partida hacia objetivos mucho mayores, en especial, los relacionados con el nuevo modelo económico y el perfeccionamiento de nuestro socialismo mediante los lineamientos discutidos por todo nuestro pueblo y aprobados en el Congreso del Partido Comunista de Cuba, así como también la continuación de la lucha sin cuartel contra la corrupción, los fraudes, el blanqueo de capitales y otros hechos delictivos, inadmisibles en nuestra sociedad socialista.

El cumplimiento de todas las tareas encomendadas a la institución constituye un compromiso ineludible de todos los trabajadores del Banco Central de Cuba para con la Patria; sin excusas ni pretextos, estamos convencidos de que será cumplido con todo el rigor y exigencia que requiere el momento histórico que vive la Revolución cubana, y que de nosotros esperan Fidel y Raúl.

*** Director Adjunto del Banco Central de Cuba**

Celebrados VIII Taller de Enfrentamiento al Delito y reunión del Comité de Prevención y Control del Sistema Bancario Nacional

MsC María Isabel Morales Córdova*

“Ustedes son los actores y aliados más importantes en la lucha contra la corrupción porque todas las operaciones pasan por la banca. Hay que ponerle más sentido al trabajo, agudizar la pupila, ser más intencionales en los análisis, pensar más por qué se realizan determinadas operaciones.”

Así lo afirmó Gladys Bejerano Portela, Contralora General de la República y Vicepresidenta del Consejo de Estado y de Ministros de la República de Cuba, el pasado 19 de junio, durante el VIII Taller de Lucha contra el Delito, en el marco de la Reunión del Comité de Prevención y Control del Sistema Bancario Nacional, presididas por las compañeras Irma Martínez Castrillón, Vicepresidenta Primera del BCC y Mercedes López Marrero, Superintendente del BCC, y en que también estuvo presente como invitada, Ivon Aguilera Mesa, Contralora Jefa que atiende



En el encuentro se analizaron los temas del control interno, las causas y consecuencias de las actividades delictivas y las ilegalidades, el cumplimiento de la Estrategia de Prevención, así como el trabajo desarrollado por la Comisión de Prevención y Control del Banco Central de Cuba.

Durante el encuentro, la Contralora

enfaticó en la necesidad de que dentro del sistema bancario, además de conocer bien al cliente, se conozcan bien a los funcionarios y se preste atención a las señales que inevitablemente aparecen cuando los directivos se apartan del camino de la honestidad. “La gente cambia hasta la piel”, dijo para ilustrar cómo siempre esas personas muestran signos de que están realizando actividades ilícitas.

Insistió en el papel de la banca en la sociedad socialista, en el ejemplo de control que esta debe dar, y en la importancia de preservar la imagen de corrección que debe proyectar la institución. Consideró que todavía existe una baja percepción del riesgo dentro de la banca y que es necesario ponerse a la ofensiva, para no estar siempre dando explicaciones sobre cosas que ya ocurrieron.

Explicó que sin ser presas de la paranoia, ni vivir en agonía, es importante estar alertas y no ser víctimas del exceso de confianza. De ese modo, no solo se logra preservar el dinero, sino también se evita el perjuicio mayor, que es sobre el prestigio del banco y las personas que cometen el delito, con impactos negativos para la sucursal donde trabajaron, para la familia a la que pertenecen, para el pueblo o el reparto donde viven. En su criterio, es imperioso hacer lo posible por evitar que llegue a cometerse un hecho delictivo.

“Cuando vamos al fondo del problema, vemos que algo se hizo mal, burocráticamente, o se dejó de hacer”, afirmó, y sugirió que se estudien a las personas implicadas, y se trate de determinar en qué momento comenzó a flaquear, a apartarse de la ética que debe caracterizar a un bancario.



Acerca de los jóvenes y la importancia de preservarlos, Gladys Bejerano opinó que son un grupo muy susceptible de ser estudiados por los delincuentes, que detectan lo que les gusta, lo que ansían, y tratan de acercárseles. Comentó que la resistencia nacional frente al sostenido bloqueo norteamericano, la desaparición de la URSS y todo el período de tensiones económicas por el que ha estado atravesando la nación, han tenido un alto costo en materia de valores por los cuales es necesario luchar, y llamó a conversar mucho con los bancarios jóvenes sobre la ética, la honestidad, la disciplina, la necesidad de acudir al trabajo bien vestidos, en correspondencia con el rigor que debe existir en los bancos. Es necesario conversar, convencer y persuadir, indicó, porque la disciplina tiene que ser razonada, no impuesta.

Sostuvo que el banco está en una posición estratégica de la Revolución, y que la batalla contra el delito y la corrupción se gana sucursal por sucursal. Asimismo, expresó su confianza en que esto se puede lograr por la calidad del personal que tiene el sistema bancario y por los sistemas de control que se aplican en el trabajo bancario.

Más adelante, la Contralora precisó que pocas veces, al conocer de un caso de corrupción o un delito, nos ocupamos de verificar de inmediato si las violaciones cometidas pueden estar ocurriendo también en nuestro entorno.

El sistema de control interno tiene que ser dinámico, cambiar según el ritmo de la vida, no quedarse en papeles y ajustarse a las nuevas tareas que se van acometiendo, como ocurre con las solicitudes de créditos y los pagos a particulares, por citar ejemplos del entorno bancario. Esas tareas hay que acometerlas; hay que facilitar la relación con el sector de trabajadores por cuenta propia y, a su vez, garantizar que se haga de forma legal, que prevalezca la ética en la relación de las empresas con los particulares y que, en general, se cumpla la legalidad socialista.

Gladys Bejerano afirmó que la Contraloría siempre ha contado con la cooperación del Banco Central de Cuba, de la Superintendencia y los bancos, y que las condiciones actuales hacen imprescindible trabajar más, con mayor efectividad, cerrar filas y enfocar todo con un análisis

más crítico.

Durante el VIII Taller fueron presentados y debatidos casos reales, que deben servir de alerta al resto del sistema bancario; que reafirman la utilidad del funcionario de cumplimiento y revelan cuánto puede hacer este cuando hace bien su labor, sin dejarse corromper ni ganar por la apatía.

José Alari, presidente del Banco Popular de Ahorro, se refirió al trabajo que viene realizando esa institución para reforzar la labor de prevención, y que incluye la creación de equipos de expertos, así como un plan de 27 medidas, que comprende acciones para establecer con mayor claridad las responsabilidades legales del cliente. Explicó que se elaboró un nuevo contrato donde se recoge la obligación de acudir una vez al año a la sucursal para chequear las cuentas y depósitos, así como de ofrecer a la sucursal datos de localización del titular para poder realizar consultas sobre el movimiento de sus saldos en casos de necesidad, respetando naturalmente, el secreto bancario.

Se ha valorado además, incorporar el código de barras a los documentos que permiten el acceso a la base de datos del cliente, y se labora intensamente para instalar en toda la red del BPA un único sistema contable.

A propósito de los casos estudiados, la Superintendente llamó a aprovechar mejor las potencialidades de los oficiales de cumplimiento, a gerenciar mejor las sucursales y a prestar mayor atención a todo cuanto ocurra.

Posteriormente, Mercedes López, ofreció una amplia explicación acerca de cómo el trabajo de la supervisión de las instituciones financieras se ha ido moviendo desde un enfoque ex post, hacia la pro actividad, con una visión de prevención, orientada hacia el fortalecimiento de la regulación bancaria y la determinación de los perfiles de riesgo de las instituciones.

Enfaticó en el trabajo actual de identificación de los riesgos, particularmente los operacionales, como requerimiento previo para poder gestionarlos de forma eficiente a partir de estrategias, y elaborar pronósticos y planes de mitigación y control.

Un interesante punto de la reunión fue la presentación sobre el Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI) y sus “Estándares internacionales sobre el enfrentamiento al lavado de dinero, el financiamiento del terrorismo y la proliferación de otros delitos como los fiscales”.

Marta Lussón, Directora de Investigaciones y Operaciones Financieras de la Oficina de Supervisión Bancaria, recordó que ese grupo incluyó injustamente a Cuba en una lista negra, tomando como base datos suministrados desde Estados Unidos, lo que ha motivado un aumento de las solicitudes de información a nuestros bancos por parte de sus corresponsales en el exterior, entre otras afectaciones.

La directiva sostuvo que ha sido necesario entablar un fuerte proceso de conversaciones con los representantes del GAFI, a fin de que acepten estudiar la documentación ofrecida por las entidades nacionales y reconsideren su decisión a partir de las evidencias de cumplimiento que se les presenten.

En otro momento, Idania Torre, Directora de Regulaciones del BCC, informó sobre el cronograma de implementación de la Resolución 60 en el sistema bancario, el cual se cumplió al 80% con respecto al plan de acciones previstas para 2011, y al 49% en relación con las acciones programadas para un período de tres años (hasta 2013). No obstante, durante el encuentro se constató la necesidad de agilizar ese proceso.

Durante el VIII Taller –al que asistieron directivos del BCC, presidentes y funcionarios del primer nivel de los bancos comerciales, así como directores provinciales y especialistas– se analizó también el cumplimiento de la Estrategia de prevención y enfrentamiento a posibles hechos delictivos y de corrupción.

Asimismo, fue presentado un resumen sobre los resultados de las visitas de supervisión realizadas por los tres directores regionales, en el cual se constata la reiteración injustificable de dificultades y errores detectados y notificados en supervisiones anteriores.

El informe presentado por Calixto López Romeo, director regional de Supervisión Bancaria de la región oriental, indicó que el estudio y dominio de la Resolución 60 es todavía insuficiente, y que muchas acciones carecen de objeto y sentido práctico, así como también se observan expedientes incompletos derivados de la aplicación de la guía de comprobación, y en otros casos se aprecian planes de prevención sin el formato y los requisitos que norma esa resolución.

Sobre los órganos colegiados de dirección, Calixto añadió que las visitas revelan la necesidad de mayor rigor en el cumplimiento de sus funciones para ser más eficaces en el enfrentamiento de las irregularidades, las indisciplinas y el delito, tanto interno como externo.

Respecto a la Estrategia de Prevención, el Director Regional refirió que se debe incrementar la exigencia para que se implemente lo que está escrito y que el documento sea de dominio de los trabajadores. Finalmente, indicó que son insuficientes las acciones del nivel superior para el asesoramiento a las sucursales y las direcciones provinciales.

Como resultado final del encuentro, se acordó continuar trabajando para incrementar las acciones que contribuyan al cumplimiento de la Estrategia, con énfasis en los componentes del control interno donde se detectan las mayores dificultades, principalmente en:

- Fortalecer el Ambiente de Control en las sucursales y oficinas, particularmente respecto al exceso de confianza en el actuar cotidiano.
- Incrementar la disciplina administrativa y hacer cumplir los procedimientos establecidos.
- Hacer cumplir la capacitación y entrenamiento dirigidos a la identificación y monitoreo de los riesgos por procesos, como parte de las acciones previstas en el Cronograma de Control Interno 2012-2013.
- Trabajar en el fortalecimiento de los valores, eliminando el formalismo en el estudio y aplicación de las regulaciones establecidas.
- Reforzar la acciones relacionadas con el componente de Información y Comunicación vinculando la rendición de cuentas a cada nivel con el cumplimiento de las estrategias establecidas, objetivos, funciones y metas institucionales

En las conclusiones, Irma Martínez, destacó la calidad de la reunión y ratificó la necesidad de que los bancarios sean proactivos en materia de prevención, y enfrenten esta tarea sin formalismo.

“Tenemos que cuestionarnos todos los días qué hacemos y qué hacen nuestros subordinados. Tenemos que perfeccionar nuestro trabajo y demostrar que no somos menos inteligentes que aquellos que tratan de vulnerar nuestras normativas. Nuestra inteligencia tiene que ponerse en

función de la prevención, porque tenemos la capacidad y existe suficiente vergüenza en los trabajadores. Lo único que debemos hacer cada uno, es lo que a cada uno nos toca en nuestro propio pedacito: hacer lo que se espera de nosotros”, manifestó.

*** Periodista, Editora de la Revista del Banco Central de Cuba**

XIX Aniversario del Banco Popular de Ahorro

Un verdadero cumpleaños colectivo

Lic Guillermo Sirvent Morales*

Los casi 9 000 trabajadores y cuadros que conforman la gran familia del Banco Popular de Ahorro (BPA) en todo el país, celebraron el XIX aniversario de la institución, y lo hicieron con júbilo, pues tienen sobradas razones para sentirse orgullosos de los logros de estas casi tres décadas de fecunda existencia, y aún más comprometidos con el cumplimiento de las actuales tareas.



Entre las diversas acciones de celebración, se recordó que el BPA fue la primera institución bancaria creada por la Revolución, el 18 de mayo de 1983, y se evocó cómo fue concebida para asumir desde entonces y hasta hoy, importantes roles para la economía y la sociedad, tareas con las que ha cumplido siempre, logrando salir airoso ante desafíos de gran envergadura, como fue la aplicación de la Resolución 80.

Igualmente, fue reconocida la labor de los fundadores, tanto de los que permanecen en activo, como los ya jubilados, por el legado de métodos, principios y sabiduría que nos dejan, y por haber sido verdaderos ejemplos de disposición, optimismo y dedicación ante las complejas y difíciles tareas de entonces.

Si bien la familia bancaria en 1983 no era tan numerosa y ni extendida como lo es hoy, a lo largo de estas casi tres décadas el BPA ha crecido no solo en cantidad, sino, y sobre todo, en calidad, influencia, crédito, profesionalismo, al punto de que con orgullo es posible decir que prácticamente no hay un cubano que no conozca o que no haya utilizado alguno de los productos o servicios del Banco Popular de Ahorro.

Muchos son los factores que cimientan esos logros, pero los principales, los que han permitido

mantener e incrementar la posición que este banco ostenta dentro del sistema bancario cubano, son los muchos valores y virtudes que tienen sus recursos humanos: sus trabajadores y directivos, siempre comprometidos y entregados.

Desde el pasado año los trabajadores del Banco Popular de Ahorro están enfrascados en la materialización de los Lineamientos Económicos de la Política Económica y Social aprobados por el 6to Congreso del Partido, lo que ha requerido de un serio y sostenido esfuerzo de capacitación, preparación, estudio, organización y de cambio de mentalidad

para emprender, desde diciembre de 2011, la aplicación de la nueva política bancaria y, como parte de ella, acometer la implantación del sistema contable informático, acorde con las necesidades de la institución (SABIC. NEF), sin dejar de brindar a la familia cubana los servicios bancarios a que están acostumbrados.

Con veladas político-culturales, actos conmemorativos, encuentros deportivos, matutinos especiales, entre otras actividades, fueron celebrados estos primeros 29 años de intensa labor, y también se dio a conocer la campaña de comunicación que ya se acomete para festejar el próximo año, con mayores resultados laborales, el trigésimo cumpleaños de una institución con historia y tradición.

Este cumpleaños refuerza la voluntad del BPA de alcanzar una mayor calidad en el servicio a los clientes, que son su razón de ser.

*** Gestor de Comunicación y Marketing del Banco Popular de Ahorro**

Regímenes cambiarios en Cuba durante los últimos 100 años

[Dr. Eduardo Hernández Roque y MsC. Patricia Ramos Hernández*](#)

La historia de los regímenes cambiarios en Cuba es extensa, y su comprensión resulta esencial para encontrar una respuesta que pueda satisfacer a los académicos y hacedores de política económica, en cuanto a la selección del esquema adecuado para el país, en la actualidad. El presente artículo hace un recorrido por los momentos más trascendentales de esta historia.

En el primer epígrafe se sistematizan los distintos regímenes cambiarios desde 1914 –año en que se emitiera el peso cubano por primera vez– hasta finales de la década de 1980. Esto se hace a través de una periodización que registra las etapas en que tuvieron lugar cambios notables en las políticas cambiarias del país, las cuales no siempre coincidieron con las tendencias internacionales de la época.

En un segundo acápite se incursiona en las implicaciones derivadas de la crisis de los años

noventa para el esquema cambiario y monetario cubano. El análisis se realiza teniendo en cuenta las particularidades generadas con el nuevo esquema entre las personas jurídicas y las personas naturales. Lo anterior permite un acercamiento a la realidad cambiaria cubana actual.

Historia cambiaria cubana. ¿Qué aprendimos?

Antes de que el gobierno cubano estableciera el uso del peso en 1914, el país contaba con varias monedas:

[el dólar estadounidense \(USD\)\(1\)](#), el centén español –equivalente a 25 pesetas– y el luis francés –20 francos. La

situación existente y el propio desarrollo de la economía comenzaban a demandar con fuerza la presencia de una moneda nacional.



Dualidad monetaria (1914-1931)

En 1914 la relación oficial del dólar con el centén y el luis estaba fijada a un tipo de cambio que ligeramente sobrevaluaba al dólar –USD 4,78/centén y [USD 3,83/luis\(2\)](#)–, e impedía la entrada de estas dos monedas a las arcas del gobierno. Probablemente, los agentes económicos preferían efectuar el cambio en mercados donde recibieran el precio justo. Estos tipos de cambio fueron [transformados por Menocal\(3\)](#) en 1920, pasando a ser USD 4,82/centén y USD 3,86/luis. (Walich, 1953).

Existía otro tipo de cambio oficial, establecido por el gobierno español, que otorgaba al centén y al luis un 6% más que su verdadero valor en oro. Al parecer, el objetivo de esta sobrevaluación era mejorar la relación de intercambio a favor de España. De igual manera, se podía hallar otro tipo de cambio comercial, basado en la verdadera paridad de las distintas monedas.

La existencia de tantos tipos tan disímiles complicaba las relaciones comerciales con el exterior y hacía posible la existencia de un negocio sumamente lucrativo. Las propias necesidades de los comerciantes de operar en un marco cambiario más transparente, apoyado por sentimientos nacionalistas, sentaban las bases para la creación de una moneda nacional. Sin embargo, las presiones de EE.UU. por mantener relaciones comerciales en dólares con la isla, y un gobierno cubano que no quería enfrentarse abiertamente a esta demanda, fueron determinantes en la aparición de un sistema monetario dual, en el que coexistirían el USD y la

nueva moneda doméstica.

De acuerdo con la Ley de 29 de octubre de 1914 (Gaceta Oficial, 7 de noviembre de 1914), se dispuso la creación del peso cubano (CUP) con un contenido oro igual al del USD. La cantidad a emitir sería ilimitada, pero también se podría acuñar hasta [12 millones de pesos plata \(4\)](#). La utilidad por concepto del señoreaje resultante de la acuñación de la plata, serviría para pagar el costo de reacuñación en pesos oro de los lises y centenes existentes. [\(Wallich, 1953\) \(5\)](#)

Con la nueva ley de 1914, el CUP y el USD tendrían curso legal ilimitado. El resto de las monedas extranjeras dejarían de tener curso legal, pero no se restringiría su circulación, especialmente por la existencia de contratos fijados en ellas, los que continuarían siendo legítimos. Asimismo, se establecía un control de [cambio sobre el CUP \(6\)](#)

La economía cubana había entrado en el esquema del Patrón Oro, de acuerdo con la propia elección cambiaria norteamericana, por lo que su oferta monetaria estaba subordinada a la evolución de la balanza de pagos. De esta forma, la política monetaria no era totalmente independiente y la emisión era casi tan costosa como las monedas de oro que conformaban la circulación monetaria, previo a la nueva legislación. Sin embargo, se ofrecía una mayor transparencia a las transacciones comerciales.

Desde el principio, esta nueva moneda enfrentaba algunas amenazas que podrían poner en riesgo su utilización. Los ingresos y precios en Cuba eran menores que los de EE.UU., por lo que se necesitaba una unidad menor que un centavo para el comercio minorista, con lo que el peso no cumpliría con la función de medio de cambio para todas las transacciones. Es probable que esto hubiera supuesto un ajuste al alza de los precios domésticos, aunque no hay evidencia de ello. Lo que sí sucedió fue que muy pronto desaparecieron de la circulación las monedas de oro, las cuales fueron sustituidas por los [billetes norteamericanos \(7\)](#).

La contracción económica que había comenzado en 1926 y aún se mantenía en 1931, llevó a una contracción monetaria, como resultado de una política monetaria procíclica, similar a la política monetaria de EE.UU. durante ese período. El agregado monetario que mide el total de billetes y monedas en circulación –en CUP y USD– más los depósitos a la vista, se contrajo de 260,6 millones a [132,9 millones \(8\)](#) (Wallich, 1953).

Es presumible que en etapas de una alta demanda por las exportaciones cubanas, especialmente del azúcar y el tabaco, crecieran los ingresos y la riqueza del país con una consecuente inflación, liderada por los bienes no transables y un deterioro del tipo de cambio real.

Emisiones de plata y estabilidad cambiaria (1932-1937)

En 1932 la economía cubana enfrentaba una de las [mayores crisis de su historia \(9\)](#). El presupuesto comenzaba a experimentar en su balance tales déficits que, a pesar de los recortes establecidos en las asignaciones presupuestales, ese año el [Gobierno de Machado\(10\)](#) decidió efectuar los pagos de las obligaciones contraídas, a partir de [una emisión de monedas de plata\(11\)](#) (Gaceta Oficial, 22 de marzo de 1932). La acuñación aprobada ascendía a 3,6 millones de pesos, con lo que se vino a completar el límite máximo de [12 millones de pesos\(12\)](#), fijado en la ley de 29 de octubre de 1914 (Pérez y Pazos, 1940). Como resultado, se expandió la oferta monetaria, aunque esta [no era la intención\(13\)](#).

Como era de esperar, se produjo una devaluación de los pesos plata con respecto al dólar, lo

cual se extendió en menor medida a los pesos oro. En los primeros meses de la nueva emisión, no fue muy perceptible la devaluación que se avecinaba, porque coincidió con el período de la zafra, lo que representaba un aumento significativo de la demanda de dinero.

Sin embargo, en cuanto esta concluyó y se hizo extensivo por parte del gobierno el uso de las monedas de plata para los pagos a los empleados públicos, la devaluación se hizo más evidente. Los agentes económicos relacionados con el comercio exterior, pronto comenzaron a reconocer el riesgo cambiario que enfrentaban, al aceptar pagos en circulante de plata. La respuesta inmediata fue equilibrar sus activos y pasivos por tipo de moneda, así como sus flujos de caja. En 1933 Cuba abandonaba el Patrón Oro, luego de que EE.UU. lo hiciera y el dólar se depreciara cerca de un 70% con relación al franco.

Las medidas económico-financieras de [Mendieta\(14\)](#) fueron aún más agresivas, al eliminar todas las restricciones que pesaban sobre [el uso de la plata\(15\)](#). Esto pudo ser un paso importante para lograr la soberanía de la moneda nacional. Desafortunadamente, no se trazó una estrategia de política monetaria, con un alcance a largo plazo y de total independencia de la moneda nacional. La oferta monetaria no se expandió lo suficiente como para que circularan en el país los pesos necesarios, y que pudieran sustituir al dólar en todas las transacciones internas.

Sin embargo, tales medidas causaron pánico en los agentes, que poco confiaban en la habilidad de las autoridades para mantener la estabilidad cambiaria y, finalmente, se tuvo que establecer un control de cambio sobre la cuenta de capitales (Gaceta Oficial, 2 de junio de 1934). Este control de capitales fue un completo fracaso, lo que unido a las presiones del Gobierno de EE.UU., llevó a las autoridades a derogar dicha ley, seis semanas después de su establecimiento (Wallich, 1953).

No obstante, a finales de 1937 el dólar prácticamente había dejado de cumplir la función de medio de cambio en las transacciones domésticas; su uso se limitaba casi exclusivamente al atesoramiento. Las consecuencias de no contarse con un banco central, así como la mencionada carencia de una estrategia de las autoridades de mediano y largo plazos, en términos de política monetaria, estaban a punto de evidenciarse.

Fluctuaciones cambiarias y paridad (1938-1947)

Hasta inicios de 1938, el tipo de cambio mostró una evolución bastante estable, ligeramente deprecia-do con respecto al dólar. Dicha estabilidad debió responder, en primer lugar, a una oferta monetaria que se mantenía cercana a la demanda. Las operaciones cambiarias no respondían exclusivamente a la evolución de la balanza de pagos, ya que la mayoría de las operaciones con el exterior se daban en dólares que circulaban en la isla –en el caso de las importaciones– o en dólares provenientes de Estados Unidos –como resultado de las exportaciones. En ninguna transacción de este tipo se necesitaba la mediación del peso.

De esta manera, la evolución del tipo de cambio respondía a las necesidades monetarias internas o a motivos especulativos provenientes del exterior (Wallich, 1953). Al parecer, las razones que dominaban la demanda y oferta de los dólares en este mercado cambiario, se mantuvieron compensadas durante estos años.

Dicha estabilidad llegó a su fin en 1938, luego de que el gobierno anunciara una emisión de 20 millones de pesos plata en junio del propio año, asumiendo que el mercado era capaz de

absorber –sin implicaciones cambiarias– esta emisión. Tal acción del gobierno condujo a una expansión de la emisión primaria de un 58% en julio del propio año, lo que comenzó a reflejarse de inmediato en el tipo de cambio, y se llegó a alcanzar una depreciación del CUP interanual del 11,5% [en noviembre de 1939.\(16\)](#)

No fue hasta 1941 que comenzó a darse una situación más favorable para Cuba. Desde noviembre de ese mismo año se comprometió toda la zafra de 1942 con Estados Unidos y el [Reino Unido\(17\)](#). Las mejores condiciones en la economía y el afianzamiento del CUP en los mercados nacionales propiciaron la apreciación de la moneda cubana y su estabilidad en los años siguientes. No obstante, esta fortaleza no era bien vista por el gobierno norteamericano, pues dejaba ver cierta debilidad en su divisa, y tampoco estaba dispuesto a pagar un precio más alto por la próxima zafra.

Los exportadores cubanos, respaldados por el gobierno, tampoco se sentían cómodos con la apreciación experimentada por la moneda nacional, que implicaba pérdida de competitividad y reducción de sus utilidades. Por tanto, muy pronto se tomaron medidas para revertir esta situación.

En enero de 1942 se dictó una resolución (Gaceta Oficial, 2 de enero de 1942), mediante la cual se derogaba la obligación de los bancos de mantener un porcentaje de sus depósitos en pesos. Por otro lado, se les advirtió a las agencias gubernamentales que debían aceptar dólares en los cobros de impuestos. De igual forma, se decidió que los salarios y otras obligaciones del gobierno se pudieran efectuar en dólares y pesos, indistintamente (Ibídem).

Por último, se autorizó la emisión de certificados plata con garantías en dólares o en oro (Gaceta Oficial, 4 de mayo de 1942). Esta emisión generó un señoreaje del 2% y, en la práctica, estos certificados solo serían convertibles a pesos cubanos. El objetivo de la misma era absorber los sobrantes de divisas que circulaban en el país, a la vez que se creaba una reserva monetaria que podría ser posteriormente utilizada para la creación del banco central, que se estaba proyectando (Walich, 1953).

Los años siguientes, hasta 1947, fueron de un notable crecimiento económico, liderado por un buen desempeño de la balanza de pagos. En ese período el crecimiento promedio de los ingresos por concepto de exportaciones de [azúcar fue de 31,7%.\(18\)](#)

Por supuesto, por la comentada subordinación que presentaba la política monetaria de la balanza de pagos, se registraron importantes crecimientos en la oferta de dinero, lo cual se reflejó en los precios domésticos. Desde 1939 hasta 1947 la oferta monetaria se expandió en 574%, mientras que los precios –medidos por un índice de precios de los alimentos–[se expandieron en un 162%.\(19\)](#)

En este período el tipo de cambio real registró una apreciación considerable, especialmente en los últimos años. Mientras se mantenía un tipo de cambio nominal estable –especialmente luego de que Cuba se adhiriera a los acuerdos de Bretton Woods en 1944–, los precios domésticos se dispararon.

Nacimiento del Banco Nacional de Cuba. Primeros pasos (1948-1958)

Luego de cuatro años de estudio y discusiones intermitentes, quedó constituido el Banco Nacional de Cuba (BNC), por la Ley No 13 de 1948 (Gaceta Oficial, 23 de diciembre de

1948), el cual cumpliría con las funciones propias de un banco central, pero no podría efectuar anticipos al Estado que fueran empleados para la liquidación de deudas. Estos anticipos solo tendrían el fin de cubrir necesidades transitorias de liquidez. De esta forma, se tranquilizaban los mercados, con respecto al posible abuso de poder del Estado sobre las decisiones de emisión monetaria (Le Riverend, 1974).

En la propia Ley No 13 se dispuso que el Fondo de Estabilización de la Moneda (FEM) – creado por el Decreto 1358 de 10 de junio de 1939– tuviera por objeto proteger la moneda nacional en el mercado de divisas. El FEM podría acumular divisas a partir de la obligatoriedad del canje del 30% de los dólares que obtenían los exportadores por sus ventas en el exterior.

Dada la solidez alcanzada por el peso, en dicha ley se determinó también que cesara la fuerza liberatoria del dólar para las [transacciones internas\(20\)](#). Nótese que el nacimiento de la nueva autoridad monetaria se daba pocos años después de que se firmaran los acuerdos de Bretton Woods, por lo que nuevamente se tenía un tipo de cambio fijo con respecto al USD.

En 1953 la economía, medida a través del Producto Nacional Bruto (PNB), presentó una contracción importante (13,9%) y solo a partir de 1956 comienza a registrar valores similares a los observados durante la guerra y en los años que le siguieron. Los principales factores que incidieron en la caída de la actividad económica fueron la contracción de la producción azucarera y la disminución de sus precios (BNC, 1954).

La caída de la actividad económica no fue mayor porque se siguió la estrategia de una política monetaria expansiva, dentro de un paquete de [medidas anticíclicas\(21\)](#). Lo que hoy constituye el Agregado Monetario M2 (efectivo en circulación más depósitos) se expandió entre 1952 y 1956 en un 10,1%, mientras que el [PNB crecía solo un 1,1%\(22\)](#). Tal desproporción debió haber generado presiones inflacionarias y cambiarias. La contracción sostenida de las Reservas Internacionales y del FEM durante ese período, podrían confirmar tal supuesto, al reflejar sucesivas

[intervenciones de las autoridades\(23\)](#).

Tipos de cambio en un período de cambios. Experiencias y desafíos (1959-1990)

Luego del triunfo de la Revolución en 1959, se consideró preciso que el CUP fuera la única moneda de



curso legal dentro del territorio nacional. Primero, mediante la Ley No 930 de 1961, se le otorgó al BNC la competencia exclusiva de dictar las regulaciones necesarias sobre la tenencia de [divisas dentro del país \(24\)](#). De inmediato, esta institución dispuso, por medio de la Resolución No 140 de 1961, que ningún agente económico podría poseer divisa sin la autorización previa de [este organismo \(25\)](#).

A partir de 1963, se comenzó a utilizar tipos de cambio fijos. De acuerdo con un informe sobre el tipo de cambio de la moneda nacional, elaborado por el BNC en 1985, eso no introdujo grandes distorsiones en el valor real del CUP, por cuanto los márgenes de fluctuación de las principales monedas eran muy reducidos y las diferencias, cuando ocurrían, originaban pequeños ajustes. El mundo capitalista de la época aún funcionaba en el esquema de tipos de cambio fijo establecido en Bretton Woods.

Luego de que este esquema colapsara en 1973, Cuba continuó empleando un sistema de tipos de cambio fijos, lo que ocasionó problemas crecientes, especialmente con aquellas monedas que registraron desviaciones de significación en el mercado, con respecto a sus valores previos (BNC, 1985b). Las distorsiones eran significativas, dado que el BNC acreditaba el importe de las exportaciones a las empresas de comercio exterior, sobre la base de la moneda de facturación, según el tipo de cambio fijo establecido en Cuba para [dicha moneda \(26\)](#).

A partir de 1976, en el país se empezó a realizar el cálculo de los tipos de cambio, a partir de una cesta de monedas. Este se utilizaba para evaluar las ofertas comerciales y su fin era determinar los costos o beneficios de diferentes alternativas.

Bajo este régimen se establecía que el tipo de cambio del CUP con relación a las monedas de los países de las economías capitalistas estaría dado por la participación ponderada de estas, tomando en cuenta las relaciones externas cubanas con estos países. Asimismo, los tipos de cambio se formaban a partir del valor de cada una de estas monedas frente al USD, según su precio de mercado y su peso dentro de la canasta.

Las monedas que se incorporaban a la canasta se determinaban por medio de un cálculo, que se efectuaba al cierre de cada mes y que consideraba el intercambio comercial para los 12 meses anteriores a ese momento. Esto permitía establecer el peso específico de cada moneda en las relaciones de Cuba con el exterior para el año precedente. Todas aquellas monedas cuyo porcentaje de participación fuera mayor al 1%, integrarían la canasta, y entonces se procedía a computar la ponderación que tendría cada una dentro de la cesta (Hernández, 1990).

Esta metodología ofrecía un tipo de cambio flexible, con una variabilidad relativamente pequeña. Nótese que los cálculos se efectuaban mensualmente, y siempre se incorporaban al análisis los doce meses precedentes, por lo que las ponderaciones variaban e, incluso, podían entrar y salir monedas de la cesta. Sin embargo, la inclusión de varias monedas garantizaba mucha mayor estabilidad que la alternativa de un tipo de cambio fijo frente al USD solamente, lo cual incorporaba una variabilidad poco deseada, con respecto al resto de las monedas.

En esta metodología se identifican dos restricciones que limitaban la flexibilidad del tipo de cambio. En primer lugar, no se permitían variaciones del valor del peso respecto al dólar mayores que un 2% sobre la relación 0,82895 CUP/USD –este valor se refería al contenido de oro del USD y, por consiguiente, del CUP. Si se sobre-pasaba este valor, por cada 1% de apreciación del USD solo se aceptaría la cuarta parte de la variación excedente, más el 2% de apreciación inicial. En caso de una depreciación por debajo del 2%, solo se aceptaría la mitad

de la misma, más el 2% inicial (Hernández, 1990). La segunda restricción se refería al rublo transferible (RT), empleado para las operaciones comerciales con los países del área socialista, y las consideraciones eran similares a las establecidas con relación al dólar, pero en este caso la relación que se defendía era de 1,11 CUP/RT.

Es muy probable que las propias restricciones que se le impusieran al cálculo del tipo de cambio con esta metodología, en busca de mayor estabilidad, le pusieran un freno al objetivo inicial de flexibilidad que se perseguía. Por otro lado, la revisión mensual de las ponderaciones, así como la inclusión de todas las monedas que cumplieran con el requisito de participar en más del 1% del comercio exterior, suponían un trabajo desgastante. Dada la conocida dinámica del comercio exterior cubano, es muy poco probable que se observaran cambios significativos en cada revisión, como para justificar las mismas.

A partir de 1980, el BNC determinó que, luego de una reforma de precios efectuada en 1978, era necesario fijar un nuevo tipo de cambio para utilizarlo en la evaluación de las operaciones comerciales y las inversiones. Este tomaría en consideración el poder adquisitivo de las exportaciones y sería independiente del tipo de cambio oficial que se publicaba periódicamente (BNC, Resolución No.82/1980).

El cálculo del tipo de cambio, basado en la metodología del poder adquisitivo, se fundamentaba en el postulado económico –generalmente aceptado en los países socialistas– de que el mismo debía expresar los gastos de trabajo en moneda nacional en que era preciso incurrir para adquirir una unidad de moneda extranjera, o sea, los gastos realizados para generar las exportaciones con las que se adquiere la divisa extranjera. De esta manera, si el gasto de trabajo era de 300 pesos –unidad monetaria del país hipotético–, entonces el tipo de cambio del peso sería $1 \text{ CUP} = 0,3333 \text{ USD}$ (BNC, 1985).

Para este cálculo, en Cuba se seleccionaron dos fondos exportables que representaban el 88% de las ventas del país al exterior: azúcar y níquel. Sus costos de producción en cuanto a los insumos importados, se basaron en los precios promedios de estos para el período 1974-1978. Como resultado, se obtuvo que con los precios del azúcar de 1978, el tipo de cambio entre el peso y el rublo transferible era de CUP 0,28/RT; si se tomaban en cuenta los precios de 1973, entonces sería de CUP 0,85/RT. Estos mismos cálculos arrojaron que la relación con el dólar era de CUP 1,15/USD (Ibídem).

Finalmente, para la formación de los precios de importación se adoptaron los tipos de CUP 0,85/RT para las compras efectuadas en los países del Consejo de Ayuda Mutua Económica (CAME), incluida la URSS, y de CUP 1,15/USD para las importaciones del área convertible. En 1985 dichos cálculos estaban totalmente desactualizados (BNC, 1985a).

A partir de 1985, se decidió que en la planificación y contabilidad internacional del país se aplicara una paridad unitaria entre el USD y el CUP, con el objetivo de simplificar el manejo de las magnitudes monetarias referidas a las relaciones comerciales y financieras con el mundo capitalista de la época.

En 1989 existían tipos de cambio múltiples en el país, los cuales se mencionan a continuación:

- Una relación unitaria con el USD, utilizado para la planificación, la contabilidad y la estadística.

- Un tipo de cambio para la formación de precios de los productos de importación y exportación en las relaciones comerciales con los países socialistas (CEF-BNC, Resolución Conjunta/1989).

- Un tipo de cambio para la formación de precios de los productos de importación y exportación en las relaciones comerciales con los países capitalistas (CEF-BNC, Resolución Conjunta/1989).

De igual forma, en 1985 se autorizó la emisión de certificados de divisas “A” para el canje de divisas no convertibles y cheques de viajeros del BNC, y certificados de divisas “B” para el canje de divisas libremente convertibles. Los visitantes extranjeros podían canjear sus divisas por estos certificados, según fuera el caso, o por moneda nacional. Su función era servir como medio de pago en los centros autorizados para la venta de productos y prestación de servicios en divisas (BNC, Resolución No. 220/1985).

Luego, en 1987 se autorizó la emisión de certificados de divisas “C” para el canje de moneda libremente convertible por cubanos o extranjeros residentes permanentes en Cuba (BNC, Resolución No. 132/1987), y certificados de divisas “D” para los canjes que requirieran los becarios extranjeros (BNC, Resolución No. 131/1987).

Dualidad monetaria actual ¿Deja vu?

A inicios de la década de 1990, la economía cubana sufrió una fuerte recesión —el PIB cayó un 35% en apenas cuatro años—, debido a la caída del campo socialista, lo que implicó que se perdiera alrededor del 80% de las relaciones comerciales con el exterior (BNC, 1995), además de todas las facilidades crediticias y comerciales que se obtenían de la relación con estos países. Por otro lado, se arremetieron las medidas de [bloqueo económico \(27\)](#) que venía ejerciendo Estados Unidos sobre Cuba desde principios de la década de 1960. El resultado fue una contracción importante de las divisas que entraban al país, siendo Cuba una economía pequeña y con un alto componente importado.

En el mismo período, y debido a la propia crisis que estaba sufriendo la economía, se generó un importante desequilibrio en las finanzas internas: Por un lado, se intentó mantener empleada o subempleada la mayor parte de la fuerza de trabajo contratada por el Estado, y por otro, las empresas estatales redujeron abruptamente su producción. El resultado fue la presencia de grandes déficits fiscales que se financiaban con monetización, y que en 1993 llegaron a un 33,5% del PIB (BNC, 1996).

El shock de oferta descrito produjo una gran escasez de bienes. Además, la demanda por parte de las familias no se contrajo mucho en un inicio, debido a que se mantuvieron niveles de salarios similares a los existentes antes de la crisis. La combinación de estos elementos condujo a una gran presión sobre todos los precios, incluido el tipo de cambio, como se comentará más adelante.

La propia recesión de la economía debió provocar un incremento de las remesas que entraban al país. Durante los primeros años de la década de 1990 la circulación del dólar estaba prohibida y este se canjeaba solamente en el mercado informal, aunque su presencia era cada vez más importante en las decisiones de consumo de las personas.

La escasez de bienes ofertados por el Estado, que durante muchos años había sido la principal

fuelle de abastecimiento de bienes y servicios de las familias, abrió la posibilidad de que surgieran productores privados que operaban fuera del amparo legal. Comenzó a surgir entonces un mercado informal, donde se prefería el uso del USD para la valoración y ejecución de las transacciones.

La caída en la actividad empresarial, unida a la falta de credibilidad que generaba el uso del peso, hizo posible que este comenzara a ser sustituido en sus funciones por el dólar; inicialmente, como unidad de cuenta, y en muchos casos se exigía como medio de pago, fundamentalmente en las transacciones de activos físicos. Como reserva de valor también fue desplazado, pero en menor medida, porque el sistema bancario no permitía depósitos en esa moneda. La dolarización no comenzó por un proceso gradual de sustitución de moneda doméstica en su función de reserva de valor, característica típica de los patrones de dolarización en América Latina (Hidalgo, Tabares y Doimeadiós, 2002).

El hecho de que la moneda extranjera no pudiera circular libremente en el país, posibilitó que se desarrollara un mercado cambiario informal en que el tipo de cambio reflejaba la escasez relativa del dólar, cuya evolución en los primeros años de la recesión fue de un ascenso vertiginoso.

No fue hasta agosto de 1993 que se legalizó la circulación del dólar (Decreto Ley No. 140), medida que surgió –entre otras razones– para permitir que las empresas estatales pudieran absorber los dólares que ingresaban las familias. A finales de 1994 también se decidió emitir una nueva moneda nacional –peso convertible (CUC)– que garantizara la convertibilidad internamente. Esta medida tenía como propósito la futura sustitución del USD por esta moneda, meta que se alcanzó en el primer trimestre de 2005, luego de ejecutarse una serie de pasos enmarcados en el proceso de desdolarización por el que ha venido transitando [Cuba en los últimos años \(28\)](#). Entre el USD y el CUC se estableció un tipo de cambio fijo igual a la unidad, lo cual varió por primera vez en marzo de 2005.

Por otro lado, entre el USD y el CUP se establecían dos tipos de cambio. El primero mantendría una relación unitaria ultrafija heredada de períodos anteriores, utilizado para contabilizar todas las operaciones de comercio exterior, así como para las [cuentas nacionales \(29\)](#). El segundo era el que enfrentaban las familias, cuya flexibilización fue variando a lo largo de los años. A continuación, se presentará un análisis segmentado de ambos tipos de cambio para las personas jurídicas y naturales, respectivamente.

Personas jurídicas

Luego de legalizado el USD, se desplegaba la economía bajo un régimen monetario dual y, al mismo tiempo, un régimen cambiario dual. Se creó un mercado estatal interno en divisas, al que podían acudir, como oferentes, aquellas empresas vinculadas con el turismo y la inversión extranjera. De esta forma, se segmentaba el sector empresarial: un grupo de empresas “emergentes”, que comenzaron a transar directamente en USD, y otro grupo con menos nivel de competitividad, que continuaba operando en CUP y que eventualmente podía acudir como demandante al mercado de bienes y servicios en dólares, a partir de asignaciones de esta divisa que le otorgara el Estado.

Más adelante, se permitió a estas últimas empresas acudir como oferentes al mercado interno en divisas, con el fin de incentivar su nivel de competitividad (Pérez, Hernández e Hidalgo, 2003). En este proceso de reestructuración económica, los servicios comenzaron a jugar un

papel más importante, especialmente el turismo internacional, cuyo crecimiento ha sido considerable en los últimos 18 años –desde 1990 hasta 2008 presentó un crecimiento [promedio de 11,3% \(30\)](#). Sin embargo, para el sector empresarial no apareció un mercado cambiario que ofreciera convertibilidad a la moneda nacional.

En este segmento de la economía, la formación de precios –que debía tener una relación profunda y transparente con el tipo de cambio, dado que la economía cubana tiene una alta dependencia del comercio exterior, en especial, de las importaciones– es extremadamente compleja. En la mayoría de los casos, no se observa que este vínculo esté funcionando.

A esta relación se le conoce como traspaso del tipo de cambio a los precios, cuyo análisis toma en cuenta el tipo de cambio y los precios minoristas; además, incluye los precios que establecen los importadores y los productores. Teóricamente, el mecanismo debería ser el siguiente: Al producirse una devaluación, se encarecen las importaciones, ya que los importadores deben comprar la moneda extranjera para acceder a los productos externos a un mayor precio. Es decir, sus costos se elevan en la misma medida en que ocurre la devaluación.

Supuestamente, los precios a los que venden estos agentes a los productores, deberían variar a una tasa similar a la experimentada por el tipo de cambio. Sin embargo, por lo general, los importadores absorben una parte de la pérdida que representa esta devaluación, con el objetivo de mantener su espacio en el mercado. Por ello, debe esperarse que los productores sufran en sus costos un impacto menor que el que representa la devaluación para los importadores.

Los productores siguen un comportamiento similar a la hora de fijar sus precios: Como no están dispuestos a renunciar a la parte de sus consumidores habituales, absorben otra parte del costo de la devaluación y reducen su margen de ganancia. Asimismo, los consumidores finales no percibirán el impacto total de la variación del tipo de cambio, y esta es la explicación aceptada internacionalmente tanto por la academia, como por los hacedores de política monetaria, en el momento de explicar que el traspaso sea [incompleto y pequeño.\(31\)](#)

Sin embargo, en Cuba la mayoría de los esquemas de formación de precios que se pueden generalizar, no parecen encajar en el fenómeno económico descrito arriba. Algunos de los esquemas que pueden encontrarse en la realidad empresarial cubana se resumen a continuación:

- En primer lugar, se erigen las empresas que realizan sus operaciones en CUC, las cuales pueden dividirse en importadoras-comercializadoras y en productoras internas. En ambos tipos de entidades los procesos productivos cuentan con algún nivel de componente importado. Las primeras tienden a reflejar los precios internacionales en los productos que comercializan en las redes minoristas, por lo que, en este caso, debería esperarse un traspaso del tipo de cambio [muy cercano al 100% \(32\)](#). Las segundas tomarán en cuenta las variaciones del tipo de cambio y lo reflejarán en sus precios solo en un porcentaje equivalente al componente importado de sus costos.

En este último punto inciden las políticas de comercio exterior del país. De no existir tarifas y aranceles proteccionistas, los productores domésticos deben competir con productos homólogos importados, y sus márgenes para la formación de precios pueden ser limitados.

- Un segundo esquema del sector empresarial es el que comprende a todos aquellos productores y comercializadores domésticos que operan en CUP. Estos tienen muy poca

flexibilidad en la formación de precios, y cualquier decisión al respecto debe ser aprobada por las autoridades del Ministerio de Finanzas y Precios. No constituye un segmento despreciable, piénsese en el Ministerio de la Agricultura, el Ministerio de la Industria Alimenticia, el Ministerio de Comercio Interior, el Ministerio de Transporte y el recientemente conformado Grupo Empresarial de la Industria Azucarera, por solo mencionar algunos.

- Por último, se encuentran las pequeñas empresas pertenecientes al sector privado, las cuales suelen construir los precios de frente al mercado y buscan mantener determinados márgenes de ganancias a partir de sus costos. Este sector no tiene ninguna participación en el comercio exterior, y su demanda de pesos convertibles está explicada por variaciones de la oferta y la demanda en los mercados estatales que operan en pesos y pesos convertibles, por el diferencial de precios en estos mercados y las expectativas sobre el tipo de cambio al que operan las familias.

Personas naturales

La segmentación de mercados por monedas en este período también se extendió al circuito de las familias: Por una parte, se consolidaron tres mercados fundamentales en CUP –el formal, el agropecuario y el informal–, y por otra, se desarrolló un mercado de bienes y servicios en divisas, que se destacaba por una mayor calidad y mayor diversidad de productos.

Para los hogares sí se institucionalizó un mercado cambiario a través de CADECA S.A., que le atribuía [convertibilidad al CUP \(33\)](#). De esta forma, el mercado cambiario para estos agentes económicos se convertiría en el mecanismo mediante el cual se conectaban de manera indirecta los mercados de bienes y servicios en ambas monedas (Pérez, Hernández e Hidalgo, 2003).

Se puede destacar el tránsito por tres regímenes cambiarios para el sector de las familias [a partir de 1990 \(34\)](#). El primero comienza a partir de este momento y se extiende hasta 1996, y constituye un período en que el tipo de cambio fluctuó libremente. Es importante aclarar que la presencia de CADECA S.A. permitiría a las autoridades monetarias tener cierto control sobre esta tasa. Sin embargo, esta institución cambiaria surgió a finales de 1995 y su impacto en los primeros meses de creada fue todavía intrascendente.

Tan pocas cajas no eran suficientes para poder imponer un tipo de cambio al mercado, ni siquiera a muy corto plazo. Durante esos meses el BNC, en sus funciones de banco central, continuaba siendo un agente económico precio-aceptante.

En el primer período debía esperarse una rápida y elevada respuesta de los precios al tipo de cambio, debido a la percepción de los agentes económicos de que la tasa cambiaria funcionaba como referencia para el resto de los precios en la economía. Todavía las familias no confiaban en la estabilidad del CUP y, ante una gran incertidumbre cambiaria y un proceso de dolarización, el traspaso del tipo de cambio a los precios debería ser alto.

El segundo período –que se inició a principios de 1997 y se mantuvo hasta 2001–, podría considerarse como uno de flotación sucia, ya que la autoridad monetaria intervenía en el mercado cambiario con el objetivo de controlar los movimientos coyunturales alrededor de la tendencia del tipo de cambio. El mecanismo que se estableció consistía en que el organismo emisor compraba dólares a CADECA S.A., cuando esta presentaba una brecha superavitaria en esta moneda, y viceversa, pero solo en caso de que estas brechas fueran transitorias. Si se presentaba una brecha que mostrara un carácter permanente, el Banco Central de Cuba (BCC),

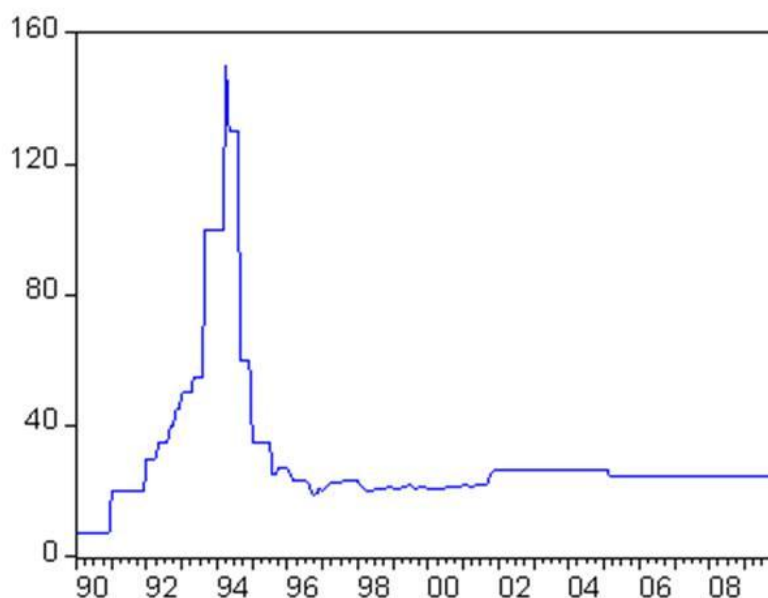
siguiendo las presiones del mercado, permitía que el tipo de cambio se ajustara hasta su nuevo [valor de equilibrio \(35\)](#).

Bajo este régimen, la respuesta de los precios al tipo de cambio debería ser menos, considerando que el tipo de cambio presentaba una menor volatilidad. De igual forma, las medidas de saneamiento de las finanzas internas, efectuadas a mediados de la década de 1990, también contribuyeron en este sentido. Desde abril de 1994, fecha en que mostró su máximo valor (150 pesos por dólar) hasta octubre de 1996, en que registró el mínimo valor (19 pesos por dólar), el tipo de cambio se apreció en un 87,3%.

Una tercera etapa comenzó en 2001 y se mantiene hasta la fecha. Durante este período, los hacedores de política económica han decidido mantener un régimen de [tipo de cambio fijo \(36\)](#). Desde ese momento solo se ha observado un único movimiento del tipo de cambio (marzo de 2005) cuando el CUP se revaluó en un 7% [respecto al CUC \(37\)](#). También en marzo de 2005 se revaluó en un 8% el tipo de cambio del CUC [respecto al USD \(38\)](#).

En el Gráfico 1 –que ilustra la relación entre el CUP y el CUC en el sector de los hogares– puede observarse cómo, en efecto, hay mucha más volatilidad en el período que se considera de libre flotación (1990-1996), y el tipo de cambio muestra un comportamiento mucho más estable a partir de 1997. Desde noviembre de 2001, la existencia de un tipo de cambio fijo es evidente, con la única revaluación comentada antes.

Gráfico 1. Evolución del tipo de cambio (CUP/CUC*)



*La relación entre el CUC y el USD fue unitaria hasta marzo de 2005.

Fuente: Elaborado por los autores, a partir de CEPAL y ONE.

La mencionada revaluación del CUC respecto al dólar, afectó tanto al segmento de las

familias, como al de las empresas. Un CUC más fuerte que el USD suponía un menor poder adquisitivo [para las divisas que entraban al país \(39\)](#). En el caso específico del sector empresarial, se afectaba directamente la industria exportadora, aunque en ese momento parecía oportuna la decisión de revaluación.

Al concluir este trabajo, la economía cubana mantenía un esquema de dualidad cambiaria en un entorno de doble circulación monetaria. En este caso, ambas monedas son emitidas por el Banco Central de Cuba. Esta situación podría ser sostenible si ambos tipos de cambio estuvieran en correspondencia con la evolución de los fundamentos macroeconómicos del país.

Comentarios finales

En la presente investigación el recorrido realizado por los diversos regímenes cambiarios experimentados por la economía cubana, refleja cómo, a pesar de la existencia de una moneda propia —el peso cubano— a partir de 1914, desde esa época y hasta la actualidad las decisiones de elección cambiaria han estado subordinadas a las relaciones económico-políticas que ha establecido el país con el exterior. En este sentido, el nacimiento de la moneda nacional tuvo lugar en un contexto de Patrón Oro, en ausencia de un banco central y con la presencia del dólar estadounidense, también como moneda de curso legal. A inicios de la década de 1990, una profunda crisis condujo a que se volviera a establecer un esquema de dualidad monetaria.

La experiencia cambiaria cubana de los últimos cincuenta años ha demostrado que, por lo general, las autoridades económicas no han comprendido la importancia que tiene el tipo de cambio en los equilibrios macroeconómicos y para alcanzar los objetivos de la planificación. La inamovilidad de esta variable ha propiciado una importante acumulación de desequilibrios reales a lo largo de los años. Aún más, actualmente existen varios tipos de cambios, cuya presencia exige que se mantengan segmentados los mercados por agente y por moneda.

1 Se utiliza esta nomenclatura para la descripción de las monedas, aunque esta no fue incorporada hasta 1973, al aprobarse la Norma ISO 4217 “*Codes for the representation of currencies and funds*”.

2 Estos tipos de cambio habían sido fijados por McKinley, presidente de los Estados Unidos de América (1897-1901).

3 Mario García Menocal, presidente de la República de Cuba (1913-1921). *Le Riverend*, 2001.

4 Sobre la logística de la emisión, consúltase la Gaceta Oficial, 16 de febrero de 1915, y Pérez y Pazos (1940).

5 En realidad, las primeras emisiones de pesos se efectuaron en el siglo XIX por parte del Banco Español a cuenta del Tesoro (Tablada y Castelló, 2007).

6 Véase la Gaceta Oficial, 14 de septiembre de 1915.

7 Para una mayor discusión sobre la circulación del peso y el dólar, durante este período, véase a Pérez y Pazos (1940).

8 De acuerdo con la medición actual de los agregados monetarios en la economía cubana, este sería el M1.

9 Ya en 1927 los precios del azúcar rondaban los tres centavos la libra, y en 1931 se registraron precios promedios de 1,15 centavos la libra (Wallich, 1953). Recuérdese que corrían los años de la Gran Depresión, y Cuba no estaba exenta de sus consecuencias.

10 Geraldo Machado, presidente de la República de Cuba (1925-1933). (*Le Riverend*, 2001).

11 Los gastos presupuestales se mantuvieron en los 85,4 millones de pesos durante 1929 y 1930, pero en el año fiscal 1931-1932, estos se redujeron a 60,4 millones de pesos (Wallich, 1953).

12 En 1916 se habían emitido 6,66 millones de pesos plata, y en 1920 se emitieron 1,75 millones adicionales (Wallich, 1953).

13 Para una mayor discusión sobre las características de esta emisión de plata, consúltese a Wallich (1953).

14 Carlos Mendieta, presidente de la República de Cuba (1934-1935). (*Le Riverend*, 2001).

15 Véase Gaceta Oficial, 24 de abril de 1934, y Gaceta Oficial, 23 y 26 de mayo de 1934.

16 Cálculos efectuados por los autores a partir de estadísticas de tipo de cambio reportadas por Wallich (1953).

17 El precio que se fijó en el contrato fue de 2,65 centavos la libra de azúcar crudo y 2,50 la libra de las mieles (Wallich, 1953).

18 Cálculos efectuados por los autores a partir de estadísticas reportadas por Wallich (1953).

19 Cálculos efectuados por los autores a partir de estadísticas reportadas por Wallich (1953).

20 Para una mayor discusión sobre las implicaciones que suponía esta medida, consúltese Pazos (1951).

21 La política fiscal también fue laxa. Las cuentas públicas se mantuvieron en déficit desde 1953 hasta 1955 (Banco Nacional de Cuba, 1956).

22 Cálculos efectuados por los autores a partir de Banco Nacional de Cuba (1956).

23 Probablemente, estas presiones estuvieron influenciadas también por la incertidumbre que generaba el proceso revolucionario en gestación.

24 Como se verá más adelante, en este período se tomó una serie de medidas radicales sobre cuestiones cambiarias, las cuales estuvieron justificadas por las circunstancias del momento.

25 Previamente, en las resoluciones 71 y 128 del propio año se había dispuesto la obligación de canjear, por moneda nacional, las divisas que cualquier persona poseyera. Otras regulaciones similares se dictaron a través de BNC (1985a); BNC-MCI (1987); BNC-MCI-CEF (1988) y BNC-MCI (1990).

26 Para una mayor discusión sobre las distorsiones que generaba mantener tipos de cambio

fijo, consúltese en BNC (1985b).

27 Véase, por ejemplo, la Ley Torricelli (1992) y la Ley Helms-Burton (1996).

28 Actualmente, el dólar estadounidense solo cumple la función de reserva de valor, dado que los bancos aún aceptan depósitos en esta moneda.

29 Este tipo de cambio se considera que está sobrevaluado, lo que afecta el nivel de competitividad de la economía. Véase a Vidal (2010); Hidalgo (2008); Hidalgo y Doimeadiós (2003); Sánchez Egózcue (1999).

30 Cálculos efectuados por los autores, utilizando una serie de turistas que arriban al país, a partir de los anuarios de la Oficina Nacional de Estadísticas e Informaciones (ONEI).

31 Para una mayor discusión sobre el traspaso del tipo de cambio a los precios y sus determinantes, consúltese a Dornbush (1987); Krugman, (1987); Ball, Mankiw, Romer, (1988); Wei y Parsley, (1995); González (2000); Devereux y Yetman (2003); Mishkin, (2008).

32 Esto es posible, debido a que la competencia es muy pequeña.

33 En octubre de 1995 surge CADECA S.A. como casa de cambio para el sector de las familias, y cuya presencia sería utilizada para controlar la volatilidad que presentaba el tipo de cambio.

34 Antes de esta fecha, el dólar, además de estar prohibido, circulaba solo marginalmente en la economía, y se registraba un tipo de cambio que oscilaba alrededor de 7 pesos por dólar.

35 La creación del Banco Central de Cuba se dispuso por el Consejo de Estado, mediante el Decreto-Ley No 172 de 28 de mayo de 1997. 36 En una aparición del presidente del Consejo de Estado y de Ministros de Cuba en ese momento, Fidel Castro Ruz, se esgrime la defensa explícita del tipo de cambio fijo por parte de las autoridades monetarias.

36 En una aparición del presidente del Consejo de Estado y de Ministros de Cuba en ese momento, Fidel Castro Ruz, se esgrime la defensa explícita del tipo de cambio fijo por parte de las autoridades monetarias.

37 Acuerdo 13 de 2005 del Comité de Política Monetaria del BCC.

38 Acuerdo 15 de 2005 del Comité de Política Monetaria del BCC.

39 Dado que el tipo de cambio entre el CUC y el USD es fijo, las tasas entre el CUC y el resto de las divisas que se aceptan en el país se determinan por medio de tipos de cambio cruzados, a partir de los tipos entre el USD y estas divisas.

Bibliografía

1. Ball, L., Mankiw, N. y Romer, D. 1988: *The New Keynesian Economics and the Output Inflation Tradeoff*. National Bureau of Economic Research, No. 111.

2. *Banco Nacional de Cuba. 1954: Memoria de Banco Nacional de Cuba 1953-1954.*
3. *Banco Nacional de Cuba. 1956: Memoria de Banco Nacional de Cuba 1955-1956.*
4. *Banco Nacional de Cuba. 1980: Resolución No 82 del 5 de abril de 1980.*
5. *Banco Nacional de Cuba. 1985a: Informe sobre el tipo de cambio de la moneda nacional. Abril de 1985.*
6. *Banco Nacional de Cuba. 1985b: Resolución No 220 del 14 de septiembre de 1985.*
7. *Banco Nacional de Cuba. 1987: Resolución No 131 del 18 de mayo de 1987.*
8. *Banco Nacional de Cuba. 1987b: Resolución No 132 del 18 de mayo de 1987.*
9. *Banco Nacional de Cuba. 1996: Informe económico de 1995, mayo de 1996.*
10. *Banco Nacional de Cuba-Ministerio de Comercio Interior: Resolución Conjunta del 28 de abril de 1987.*
11. *Banco Nacional de Cuba-Ministerio de Comercio Interior: Resolución Conjunta del 21 de noviembre de 1990.*
12. *Banco Nacional de Cuba-Ministerio de Comercio Interior-Comité Estatal de Finanzas: Resolución Conjunta del 9 de febrero de 1988.*
13. *Comité Estatal de Finanzas-Banco Nacional de Cuba. 1989: Resolución Conjunta del 31 de marzo de 1989.*
14. *Devereux, Michael B.; Yetman, James. 2003: Price-Setting and Exchange Rate Pass-Through: Theory and Evidence.*
15. *Dornbusch, Rudiger. 1987: Exchange Rates and Prices. American Economic Review, Vol. 77, No 1, March.*
16. *Gaceta Oficial de Cuba, 2 de enero de 1942.*
17. *Gaceta Oficial de Cuba. 1914: Ley de 29 de octubre de 1914. 7 de noviembre de 1914.*
18. *Gaceta Oficial de Cuba. 1915: Secretaría de Hacienda. Decreto No 33 de 15 de enero de 1915. 16 de febrero de 1915.*
19. *Gaceta Oficial de Cuba. 1915: Secretaría de Hacienda. Decreto No 1227 de 11 de septiembre de 1915. 14 de septiembre de 1915.*
20. *Gaceta Oficial de Cuba. 1932: Secretaría de Hacienda. Decreto No 324 de 29 de febrero de 1932. 22 de marzo de 1932.*
21. *Gaceta Oficial de Cuba. 1934: Decreto Ley No 153 de 19 de abril de 1934. 24 de abril de*

1934.

22. *Gaceta Oficial de Cuba. 1934: Decreto Ley No 244 de 22 de mayo de 1934. 23 de mayo de 1934.*

23. *Gaceta Oficial de Cuba. 1934: Decreto Ley No 256 de 25 de mayo de 1934. 26 de mayo de 1934.*

24. *Gaceta Oficial de Cuba. 1934: Decreto Ley No 268 de 2 de junio de 1934.*

25. *Gaceta Oficial de Cuba. 1948: Ley No 13 de 23 de diciembre de 1948.*

26. *González, Anaya José Antonio. 2000: Exchange Rate Pass-through and Partial Dollarization: Is there a Link? November.*

27. *Hernández Mariño, Mario Santiago. 1990: Tesis en opción al título de doctor: Propuesta de Reforma del sistema de tipos de cambio del peso cubano.*

28. *Hidalgo, Vilma; Doimeadiós, Yaima. 2003: Dualidad monetaria en Cuba: causas e implicaciones de política económica.*

29. *Hidalgo, Vilma. 2008: De la dolarización a la unificación monetaria. Economía y Desarrollo. Año XXXIX, No 1, Vol. 143.*

30. *Hidalgo, Vilma; Tabares, Lourdes; Doimeadiós, Yaima. 2002: El debate sobre regímenes cambiarios en economías dolarizadas: El caso de Cuba. Reflexiones sobre su economía. Universidad de La Habana.*

31. *Krugman, Paul R. 1987: Pricing to Market when the Exchange Rate Changes. National Bureau of Economic Research, Working Paper No 1926, May.*

32. *Le Riverend, julio. 2001: La República. Dependencia y Revolución. Editorial Ciencias Sociales.*

33. *Ley 930 del 23 de febrero de 1961. Gaceta Oficial Extraordinaria de la República de Cuba.*

34. *Mishkin, Frederic S. 2008: Speech at the Norges Bank Conference on Monetary Policy, Oslo, Norway. March.*

35. *Pazos, Felipe. 1951: Discurso pronunciado en la sesión almuerzo del Club Rotario de La Habana. 26 de abril.*

36. *Pérez Cubilla, J. M.; Pazos Roque, Felipe. 1940: El problema monetario de Cuba. Pág. 26.*

37. *Pérez, Carlos; Hernández, Eduardo; Hidalgo, Vilma. 2003: Aproximación al estudio de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en Cuba. Revista Economía y Desarrollo, Edición Especial, Vol. 134, Universidad de La Habana.*

38. *Tablada, Carlos; Castelló, Galia. 2007: La historia de la banca en Cuba del siglo XIX al XXI, Tomo I. La Colonia, Ruth Casa Editorial y Editorial de Ciencias Sociales. Segunda Edición.*

39. *Vidal, Pavel. 2010: La estabilidad monetaria en Cuba: una síntesis. Revista Temas. 9 de abril de 2010.*

40. *Wallich, Henry Christopher. 1953: Problemas monetarios de una economía de exportación: La experiencia cubana 1914-1947. Banco Nacional de Cuba.*

41. *Wei, S.; Parsley, C. 1995: Purchasing power disparity during the floating rate period: Exchange rate volatility, trade barriers and other culprits. NBER Working Paper, 5032.*

*** Director de Sistema de Pagos y profesora de la Facultad de Economía de la Universidad de La Habana, respectivamente**

Por qué un mercado interbancario en Cuba

Dr. Carlos Pérez Soto y MsC. Carlos Lage Codorníu*

Cuba vive un mar de transformaciones como parte de la puesta en práctica de los Lineamientos de la Política Económica y Social del Partido y la Revolución. En medio de este necesario proceso para la evolución de la construcción socialista, es importante diferenciar entre aquellas medidas estratégicas y de una relevancia de largo plazo, y otras tácticas, enfocadas a la solución de problemas que impone la coyuntura. Las primeras no solo deben absorber nuestra energía en su implementación, sino también (ya que impactarán en nuestro modelo y nuestras vidas por un tiempo) en la comprensión de sus porqué.

Una de las medidas que pueden revolucionar la operatoria y funcionamiento del sistema financiero es la aprobación por el Banco Central de Cuba de la Resolución 91/2011, donde se regula el funcionamiento del mercado interbancario (MIB). Se trata de una política de importancia estratégica, en tanto que en el orden microeconómico brinda mayores facilidades a la banca comercial para la gestión de su liquidez, a la vez que en el orden macro-económico incrementa la capacidad regulatoria del banco central y de desarrollo de instrumentos indirectos de política monetaria.

Este trabajo se propone responder al cuestionamiento de por qué es necesario un mercado interbancario en Cuba. Para ello, se hace un breve recorrido por los principios que rigen su funcionamiento según la práctica internacional, la manera en que intervienen los bancos centrales y las características del diseño propuesto para el caso cubano.

Necesidad y principios del MIB

El negocio fundamental de la banca comercial es la intermediación financiera, es decir, captar recursos de los agentes económicos con excesos de liquidez, mediante depósitos u otros pasivos, y brindarlos a aquellos agentes que lo necesitan (fundamentalmente por oportunidades de inversión productiva), a través de créditos y otros activos. Este proceso es también conocido

como transformación de activos y asume como premisa que el banco comercial capta recursos al menor costo posible para procurar el mayor ingreso en su colocación (a tasas de interés y plazos mayores). Es esto lo que le permite maximizar sus utilidades.

La propia lógica del negocio bancario lleva entonces aparejado el hecho de que la mayor parte de los depósitos bancarios son a la vista o a plazos menores a la inversión crediticia, por lo que ha sido siempre una preocupación de los administradores de la banca comercial la gestión de su liquidez. En otras palabras, el mayor plazo de los activos frente a los pasivos de un banco brinda siempre el peligro de que, ante un flujo de salida de depósitos, no se cuente con el efectivo necesario para hacerle frente.

Por tanto, en un banco es esencial la gestión de la liquidez: las instituciones de crédito deben mantener la provisión mínima necesaria de efectivo (reservas) para atender los requerimientos, pero no un stock excesivo que perjudique la rentabilidad.

Históricamente, los bancos comerciales han establecido lo que se conoce como coeficiente de caja: el porcentaje de sus pasivos que deben tener como reservas de efectivo, en función de sus previsiones del flujo de salida de depósitos. En muchas ocasiones, este coeficiente es superior al establecido obligatoriamente por el banco central como encaje legal, lo que explica por qué los bancos comerciales mantienen fondos libres o excesos de reservas por encima de lo impuesto por la autoridad monetaria.

Sin embargo, debido a desfases temporales de muy corto plazo, el nivel de reservas de los bancos comerciales puede ser insuficiente ante sus flujos de depósitos. Por el contrario, también pudiera ocurrir que los desfases pongan a los bancos en situación de excesos de reservas frente a sus necesidades reales, lo que significaría un costo de oportunidad en términos de rentabilidad. Todo ello explica la necesidad de un mercado donde se negocien estos déficits y excesos de depósitos [en el banco central \(1\)](#).

El mercado interbancario es, por tanto, un espacio medular para la gestión de excedentes y déficits de liquidez de las instituciones financieras. En este mercado los bancos comerciales, el banco central y, en algunos casos, otras instituciones financieras, realizan las operaciones de préstamos y crédito a muy corto plazo. Las operaciones se realizan mediante depósitos en los diferentes bancos centrales, y utilizando sistemas de liquidación bruta en [tiempo real \(2\)](#).

Dado que el objetivo de este mercado es suministrar los déficits o rentabilizar los excesos temporales de reservas, una característica esencial que lo define es la negociación a plazos muy cortos y, de hecho, la concentración de su operatoria en transacciones, cuyo vencimiento se sitúa en el siguiente día hábil a la fecha de contratación (overnight). Por esta razón, en ocasiones, también recibe el nombre de mercado de dinero.

En la práctica se trata del mercado mayorista del dinero, donde los bancos comerciales

transan elevados volúmenes de liquidez a tasas que, luego, servirán para la formación de las tasas pasivas y activas para el público no bancario. En estos mercados se pueden realizar operaciones con títulos privados, títulos públicos, operaciones de compra y venta de moneda extranjera, liquidación de operaciones de cobranza de títulos, etcétera.

En las operaciones del mercado interbancario se logra una mejor asignación de los recursos ociosos de las instituciones financieras. Así, las condiciones que presenta este mercado en un momento dado, revelan en gran medida la situación de liquidez del entorno financiero en el corto plazo, y cristalizan en el movimiento consecuente de las tasas de interés de ese mercado. Las tasas interbancarias o tasas promedios a las que los bancos se prestan entre sí, tienen una fuerte interconexión con el resto de los mercados financieros y la economía en su conjunto, debido a que:

1. Como se comentó anteriormente, sirven de base para la formación de las tasas pasivas y activas de las instituciones financieras.
2. El comportamiento de estas tasas refleja la situación de la liquidez primaria en la economía: Si los bancos no encuentran fondos en el mercado interbancario, tendrán problemas para prestar al público. Por ello, y dado el papel del crédito como estímulo a la actividad productiva, las tasas interbancarias representan también un indicador adelantado de las condiciones [generales de la economía \(3\)](#).
3. Algunas de las tasas interbancarias más representativas sirven de referencia para la formación del precio de numerosos activos en otros mercados (ver Recuadro 1).
4. Dado el impacto evidente del mercado interbancario en el resto de los mercados financieros y la economía, y de las tasas interbancarias en las tasas de largo plazo, muchos bancos centrales las utilizan como variable operativa o tasa de política monetaria.

En el desarrollo de sus operaciones y de su interacción con las disponibilidades bancarias, el mercado interbancario cobra particular relevancia al integrarse a los sistemas de pago nacionales, en la medida en que el pacto y la liquidación de estas transacciones representen un mecanismo operativo que facilita el flujo y distribución de recursos hacia la red financiera nacional.

Recuadro 1: Tasas interbancarias de referencia

Para protegerse de la volatilidad de las tasas de interés, en 1975 las instituciones de ahorro y de préstamos de California empezaron a emitir hipotecas de tasa ajustable, es decir, préstamos sobre los cuales la tasa de interés varía cuando una tasa de interés del mercado cambia.

Por la profundidad y liquidez de los mercados interbancarios, y por su capacidad de reflejar la situación del mercado de dinero, estos instrumentos de innovación financiera y muchos otros surgidos en las décadas de los 70 y 80 tomaron como referencia las tasas interbancarias (en este caso, la tasa de fondos federales, que es la tasa promedio ponderada a la que se prestan los bancos entre sí en el mercado interbancario norteamericano).

Ello es evidencia de la fuerte influencia de este mercado y sus tasas promedios en el funcionamiento de los mercados financieros y la economía moderna. Otras tasas interbancarias conocidas también dan muestra de ello.

El EURIBOR (Euro InterBank Offered Rate) y el EONIA (Euro Overnight Index Average) son indicadores de referencia del mercado interbancario europeo.

EONIA es el índice medio del tipo del euro a un día, fruto de las operaciones de crédito interbancarias. La diferencia con el EURIBOR estriba en el plazo de las operaciones, determinándose este último a plazos de una semana, un mes, tres meses, seis meses y un año. El EONIA se utiliza como referencia en las transacciones realizadas con muchos derivados. El EURIBOR es tomado como referencia para préstamos hipotecarios.

La tasa LIBOR (London InterBank Offered Rate) nace en los años 60, y varios autores adjudican los orígenes de los mercados interbancarios a su surgimiento. Dado que en el mercado interbancario de Londres (una de las principales plazas financieras del mundo) concurren instituciones financieras de diversos países, la LIBOR es un promedio obtenido entre los bancos internacionales más grandes del orbe (cerca de 200 de 60 países), y es publicada por la Asociación de Banqueros Británicos (British Bankers Association, BBA).

LIBOR provee la base para algunos de los instrumentos financieros más importantes y líquidos del mundo. La LIBOR de seis meses es utilizada como índice en algunas hipotecas en los Estados Unidos. En el Reino Unido, la LIBOR de tres meses es utilizada para algunas hipotecas, especialmente para aquellas con malos historiales crediticios. La LIBOR es también utilizada frecuentemente como tasa de referencia para la libra esterlina y el dólar, así como otras monedas (el euro, el yen japonés, el franco suizo, el dólar canadiense, la corona sueca y el dólar neozelandés).

Intervención del banco central en el MIB

El banco central tiene dos funciones fundamentales dentro del mercado interbancario: funciones de supervisión y funciones de política monetaria.

Mediante la supervisión del mercado, el banco central regula la trayectoria de las tasas de interés, establece mecanismos que le permitan obtener señales sobre la liquidez del sistema en general, y la solvencia de los bancos en particular, a la vez que garantiza que este espacio represente la primera instancia

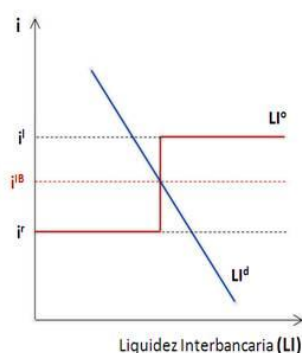
a la cual el sistema financiero acude en búsqueda de liquidez, previo a la liquidación de algunos activos y a la solicitud de préstamos al banco central. Esto último, especialmente, posibilita que el sistema financiero satisfaga sus necesidades de liquidez a partir de sus propias reservas, sin necesidad de emisión primaria de dinero.

Uno de los mecanismos utilizados por los bancos centrales para regular la operatoria del mercado interbancario se denomina sistema [canal/corredor \(4\)](#).

En este mecanismo el banco central establece un servicio permanente de concesión de créditos, que le permite prestar a corto plazo (en la mayoría de los casos overnight) cualquier monto que soliciten los bancos comerciales a una tasa de interés fija, il (también conocida como tasa lombarda). Paralelamente, establece

otro servicio permanente, en este caso de depósitos, donde paga a los bancos una tasa de interés fija, ir, sobre cualquier monto de reservas o depósitos que los bancos comerciales desearan mantener en el banco central (ver Gráfico 1).

Gráfico 1: Esquema del sistema de canal/corredor



Encarta

Fuente: Elaboración propia a partir de Mishkin, Federic: Moneda, banca y mercado financieros. 2008.

La curva de demanda de liquidez (LI^d) expresa las necesidades de liquidez de los bancos del sistema. Tiene la forma descendente tradicional de las curvas de demanda, en tanto mientras mayores son las tasas de los préstamos interbancarios, menor será la cantidad que estén dispuestos a pedir en crédito las instituciones financieras y, en consecuencia, también será menor la liquidez interbancaria.

Por su parte, la curva de oferta de liquidez (L_{Io}) expresa la cantidad de dinero que está dispuesto a ofrecer el banco central, en función de las tasas de interés.

Su particular forma obedece, en primer lugar, a que la oferta de dinero es vertical, o sea, no depende de factores del mercado, sino de la decisión discrecional de la autoridad monetaria de aumentar o disminuir el suministro de liquidez (en la práctica internacional, fundamentalmente mediante operaciones de mercado abierto). Esto es lo que ocurre entre el piso y el techo del corredor (ir e il).

Sin embargo, por debajo de la tasa del servicio permanente de depósitos (ir), el banco central está dispuesto a aceptar una cantidad ilimitada de depósitos de las instituciones financieras (lo que equivale a una disminución de la liquidez). Por su parte, por encima de la tasa del servicio permanente de créditos (il), el banco central está dispuesto a ofrecer una cantidad de liquidez ilimitada al sistema.

Es este arreglo asociado al mecanismo del canal/corredor el que define la forma de “s” de la curva de oferta de liquidez (L_{Io}).

El dinamismo de este corredor se basa en que los bancos siempre preferirán prestarse entre ellos, pues el prestamista obtendrá tasas superiores a la tasa a la que se rentabilizan los depósitos en el banco central (ir), mientras que el prestatario obtendrá tasas inferiores a las que ofrece el banco central mediante su servicio de créditos (il).

Desde esta perspectiva, se logra que la tasa de interés del mercado interbancario, iIB,, nunca esté por encima de il, y tampoco por debajo de ir,, lo que le posibilita al banco central establecer y regular la trayectoria de tasa de interés interbancaria, iIB. Por lo general, los créditos del mercado interbancario son de corto plazo; sin embargo, estas tasas de interés pudieran asociarse a diferentes plazos.

Mediante el establecimiento de este corredor, el banco central tiene, además, la posibilidad de conocer los problemas de liquidez del sistema. Si la tasa interbancaria iIB se acerca a la tasa del servicio permanente de créditos il, o lo que es lo mismo, si la curva de demanda de liquidez L_{Id} se desplaza hacia arriba, ello es evidencia de que está escaseando la liquidez en el sistema.

Por el contrario, si la tasa interbancaria (iIB) se acerca a la tasa del servicio permanente de depósitos(ir), o lo que es lo mismo, si la curva de demanda de liquidez (L_{Id}) se desplaza hacia abajo, ello es evidencia de que está abundando la liquidez en el sistema (ver Gráfico 1).

Por su parte, cuando un banco comercial asiste frecuentemente a la ventanilla de descuento o servicio permanente de créditos, ello es indicador de que tiene dificultades para recibir préstamos de otros bancos y de que, por tanto, sus problemas pueden ser no de liquidez, sino de solvencia. En este punto tiene especial importancia la coordinación de acciones entre la superintendencia y el banco central.

Para influir en la política monetaria mediante este mercado, el banco central se basa en operaciones de mercado abierto u otros instrumentos indirectos que influyen en las tasas de interés interbancarias. La política de la banca central, particularmente los regímenes de

[metas de inflación\(5\)](#), se conduce actualmente conforme al modelo teórico convencional.

Se asume que, en el corto plazo, el banco central optimiza su función de utilidad expresada en términos de desempleo e inflación (regla de Taylor), y [que elevará \(6\)](#) las tasas de interés nominal si la inflación excede la meta establecida, o la reducirá si el desempleo aumenta.

Luego, las tasas de interés sobre las que influye la mayoría de los bancos centrales que adoptan estos esquemas, son las tasas interbancarias (overnight). Como se dijo anteriormente, ello responde fundamentalmente a que:

- Las tasas interbancarias, dado el volumen de transacciones, nivel de los montos negociados y elevada liquidez, reflejan con mucha fidelidad las condiciones de ese mercado y, en general, del mercado de dinero.
- Se trata de un mercado de referencia para otros mercados financieros, como el de renta fija o el de divisas.
- Las tasas interbancarias influyen en la formación de las tasas activas y pasivas del sistema financiero.

El porqué de un MIB en Cuba

El recorrido realizado permite resumir que la teoría y experiencia internacional fundamentan la relevancia de los mercados interbancarios en:

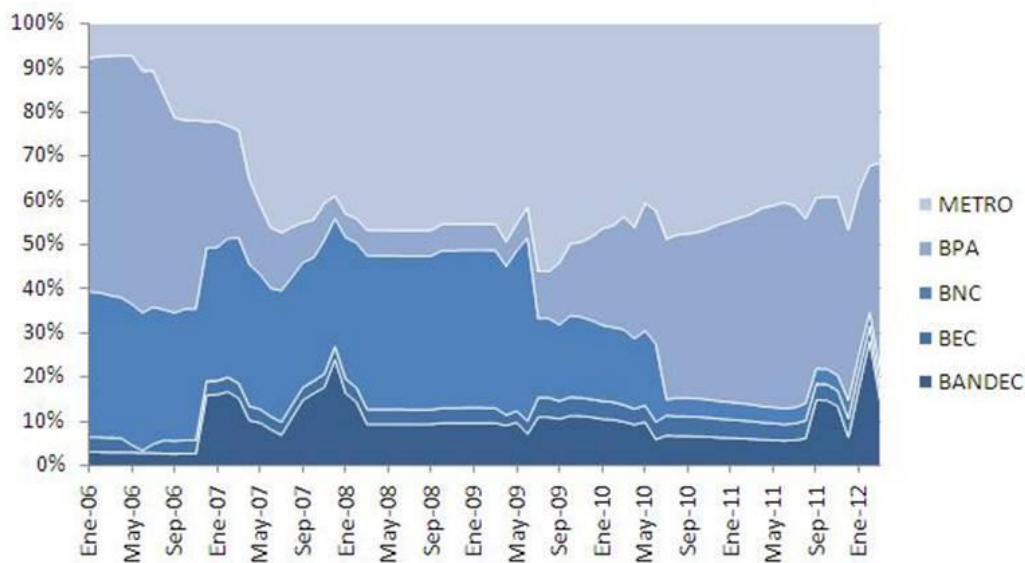
- La necesidad de gestión de la liquidez por parte de las entidades bancarias, ya sean excedentarias o deficitarias.
- La necesidad de cubrir día a día el coeficiente de caja.
- La necesidad de invertir una parte significativa en activos financieros a corto plazo.
- La necesidad de un vehículo de transmisión de las decisiones de política monetaria establecidas por el banco central.

Sin embargo, la enorme importancia que han ganado los mercados interbancarios en el mundo no es condición suficiente para demostrar su necesidad (su porqué) en las condiciones de la economía cubana. Ello es más relevante si se tiene en cuenta que el cubano es un sistema financiero sencillo y con una débil conexión con los mercados financieros internacionales.

A continuación, se discute en qué medida los hechos referidos en la coyuntura internacional y que justifican la existencia del mercado interbancario, están presentes en las condiciones de Cuba:

1. Dada la posibilidad de los bancos comerciales cubanos de invertir sus excedentes de reservas en la compra de deuda pública al BCC, las tenencias de deuda pública por las instituciones del sistema son un indicador de la disponibilidad de liquidez primaria.

Gráfico 2: Estructura de las tenencias de deuda pública por los bancos comerciales (9)



Al cierre de marzo de 2012.

El Gráfico 2, que muestra la evolución de la estructura porcentual de las tenencias de deuda pública, permite comprobar que los excedentes de liquidez existentes en el sistema financiero están desigualmente distribuidos y pudieran utilizarse eficientemente a través del mercado interbancario. Entre BPA y Banco Metropolitano se concentran el 78,6% de las tenencias de deuda pública, mientras que BANDEC apenas cuenta con el 14,1%.

Un análisis particular del tema podría haber indicado, por ejemplo, que BANDEC necesitaba de préstamos del BCC o inyección primaria de dinero para hacer frente al proceso inversionista en los sectores empresarial y de la población. Sin embargo, un análisis integral demuestra que las necesidades de liquidez en BANDEC pueden ser suplidas por otros bancos como BPA y METRO (sin necesidad de emisión primaria), y gestionadas eficientemente, según la coyuntura, a partir del funcionamiento del mercado interbancario.

2. La estructura actual de los balances de la banca comercial cubana, si bien puede diferir entre una institución y otra, privilegia pasivos de largo plazo y activos de corto y mediano plazos (contrario a la lógica internacional). Ello se debe a que, por un lado, la política bancaria se enfocó en estimular el ahorro de la población mediante instrumentos de largo plazo y tasas relativamente altas (61,1% del ahorro en CUP está en [plazos de 360 días o más \(7\)](#)). Por otro lado, la actividad crediticia ha sido muy incipiente en el sector de la población y explicada fundamentalmente por la alternativa vinculada con el consumo (a tasas subsidiadas), mientras que en el sector empresarial se ha dedicado principalmente a

financiamientos de corto y mediano plazos.

Sin embargo, el incremento de la actividad crediticia orientada a la población (cuentapropistas y otras formas de gestión no estatal), pero fundamentalmente al financiamiento a inversiones estatales estratégicas de largo plazo, cambiará en muy poco tiempo la fisonomía de los balances de los bancos comerciales: contrayendo poco a poco los excesos de [liquidez del sistema \(8\)](#) y elevando considerablemente los plazos de los activos. Todo ello exigirá una mayor y más refinada labor de tesorería. La entrada en vigor del mercado interbancario haría el efecto de “la llegada del problema con su solución”.

3. Actualmente, la política monetaria en Cuba está basada en instrumentos de control administrativo, entre los que se destaca el control directo de las tasas pasivas y activas del sistema financiero por el banco central. Desde este punto de vista, el mercado interbancario no cumpliría funciones de brindar un canal de transmisión de la política monetaria a través de las tasas de interés.

Sin embargo, ante el camino trazado por los Lineamientos de la Política Económica y Social, así como las acciones del BCC encaminadas al reordenamiento del entorno monetario, se impone el perfeccionamiento de los instrumentos de política monetaria en el mediano plazo. En este sentido, el mercado interbancario, si bien no tendrá de inmediato efectos importantes, representa una puerta abierta para desarrollar herramientas tradicionales para el manejo y gestión del equilibrio monetario por la autoridad monetaria.

4. Finalmente, y no menos importante, el mercado interbancario revela automáticamente una tasa de interés de equilibrio, que permite determinar con bases más objetivas el costo real del dinero en la operatoria de la economía interna. A su vez, propicia una mejor tesorería de los bancos y la utilización eficiente de la liquidez del sistema, sin necesidad de recurrir a emisión primaria. Todo ello contribuiría a una mejor conducción de la política monetaria y a un uso más racional del dinero en la economía.

Ello revierte particular importancia si se comprende que en el diseño de la política monetaria y su necesaria interacción con la esfera productiva y distributiva en el socialismo, se sitúa como objetivo fundamental no solo la consecución del equilibrio monetario, sino crear las condiciones que permitan trabajar con un dinero de calidad, es decir, un dinero capaz de cumplir cabalmente las funciones que le corresponde y que, de este modo, permita poner al peso cubano en el centro de atención de la planificación y dirección financiera de la economía.

Funcionamiento del MIB en Cuba

Por último, se mostrarán brevemente los principios que rigen el funcionamiento del mercado interbancario en Cuba, según lo estipulado en la Resolución 91/2011 del BCC.

En efecto, el mercado interbancario en Cuba se estructura mediante un mecanismo canal/corredor, que establece un servicio permanente de créditos, cuya tasa es el techo del corredor. El servicio permanente de créditos está constituido por una facilidad de créditos ofrecidos por el BCC a los bancos comerciales, de acuerdo con sus necesidades (por ello su carácter permanente) y vencimientos de muy corto plazo. Estos créditos se materializan a través del sobregiro automático en las cuentas corrientes de los bancos en el BCC, que deberán ser cancelados en un plazo de cinco días hábiles, contando a partir de su

constitución.

El uso periódico de este servicio por algún banco debe ser interpretado como una señal de problemas transitorios de iliquidez, y demandará un análisis del superintendente del BCC, cuyo dictamen será discutido en el Comité de Supervisión Bancaria o el Comité de Política Monetaria.

A su vez, se establece un servicio permanente de depósitos, asociado a la tenencia de deuda pública y cuya rentabilidad sirve como piso del corredor. Lo anterior pudiera combinarse con el establecimiento de algún tipo de rentabilidad a los depósitos de los bancos comerciales en el banco central, lo que complementaría el mecanismo de fijación del nivel mínimo de la [tasa interbancaria \(9\)](#).

El servicio permanente de depósitos constituye la posibilidad de realizar depósitos remunerados en el banco central. Por lo general, han sido menos utilizados que los servicios o facilidades de préstamos. Dado que en Cuba no se remuneran los depósitos en el BCC, este servicio se materializa mediante la compra, por los bancos comerciales, de deuda pública en poder del BCC.

De esta manera, queda establecido un sistema de servicios permanentes dirigido a resolver situaciones de iliquidez inmediata que, unido a la adecuada aplicación de la función de prestamista de [última instancia \(10\) implica](#) un salto cualitativo significativo en la aportación de la ventanilla de descuento a la operatividad de la política monetaria en Cuba.

Conclusiones

Resulta evidente que el funcionamiento en Cuba del mercado interbancario dista de ser una medida aleatoria dentro del conjunto de transformaciones que se llevan a cabo, para resaltar como una medida de significación neurálgica en el proceso de ordenamiento del entorno monetario cubano, dado que:

- Brinda señales más sólidas sobre las disponibilidades y necesidades de liquidez en el sistema.
- Revela automáticamente una tasa de interés interbancaria, lo que permite determinar con bases más objetivas el costo real del dinero en la operatoria de la economía interna.
- Propicia una utilización más eficiente del dinero a nivel de la economía nacional, con lo que contribuirá a garantizar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda.
- Permite identificar con celeridad problemas estructurales, ya sean de la economía real y/o financiera, así como problemas específicos de las instituciones financieras.
- Constituye un espacio para el impulso y consolidación de instrumentos de política monetaria propios del Banco Central de Cuba, para influir en la cantidad de dinero en circulación.

La aprobación de la resolución que lo regula no es suficiente para la puesta en marcha del mercado interbancario, pero es un importantísimo paso hacia un mejor desempeño del diseño y gestión de la política monetaria y la consolidación de las funciones de dinero del peso cubano.

En lo adelante, se impondrá, más temprano que tarde, definir un reglamento para la

operatoria que complemente las generalidades establecidas en la resolución; seguir acometiendo acciones encaminadas a posibilitar que todos los bancos del sistema se enfrenten en igualdad de condiciones en el mercado interbancario;

entrenar a las direcciones de tesorería de los bancos para un escenario que exigirá de ellos total responsabilidad por la gestión de su liquidez, así como acciones de divulgación científica e investigación, encaminadas a hacer cotidianos estos términos en el argot bancario cubano y a profundizar en el desarrollo instrumental y la utilidad de este mecanismo.

Este material pretende ser una pequeña contribución.

Notas

1 Los bancos comerciales mantienen sus reservas de efectivo (tanto las requeridas según el encaje legal, como las excedentes) en depósitos en el banco central. Es por eso que, con frecuencia, al mercado interbancario se le llama mercado de depósitos.

2 Sistemas automatizados que permiten llevar a cabo operaciones de transferencias y compensación de fondos electrónicamente, a través de los depósitos de los bancos comerciales en el banco central.

3 Como ejemplo elocuente, después de la caída de Lehman Brothers en 2008, las primeras noticias que alarmaron de la posible contracción de la economía estaban referidas al “congelamiento” del mercado interbancario (los bancos no se querían prestar entre ellos).

4 Véase Benjamin Friedman: The future of Monetary Policy: The Central Bank as an army with only a Signal Corps? International Finance 2 (1999), pp.321-338. Michael Woodford: Monetary Policy in the Information Economy.

Symposium on Economic Policy for the information Economy, Federal Reserve Bank of Kansas city, 2001, pp 297-370.

5 En las décadas del 70 y el 80, muchos países intentaron adoptar metas sobre agregados monetarios, en función de los postulados de Friedman sobre el control de la inflación.

Sin embargo, la gran mayoría de los intentos fracasó y, en consecuencia, se abandonó la iniciativa. La fijación de metas de inflación, que comenzó a utilizarse en la década del 90, es hoy la práctica más seguida en materia de política monetaria. Numerosos países de América Latina, como Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, han utilizado estos regímenes.

6 Aunque en la jerga técnica se dice con frecuencia que el banco central eleva (disminuye) la tasa de interés, lo que realmente sucede es que modifica la tasa nominal o deseada de interés. Para acercar las tasas de mercado al nivel deseado, la autoridad monetaria utiliza operaciones de mercado abierto u otros instrumentos indirectos.

7 Al cierre de marzo de 2012.

8 El incremento del crédito tiene un efecto multiplicador en el dinero, que implica que la disminución de las reservas bancarias no sea inmediata. Sin embargo, mientras no existe nueva emisión primaria, una parte del crédito irá “drenando” hacia el efectivo o el encaje

legal, afectando finalmente (a más largo plazo) el nivel de reservas.

9 La Carta Circular No.2/2012 de la Dirección General de Tesorería del BCC (ver en www.bc.gov.cu) muestra las tasas definidas por el Comité de Política Monetaria para este mercado, precisando como tasa lombarda o del servicio permanente de créditos un 3,0%, y como tasa de rendimiento de las tenencias de deuda pública un 1,0%.

10 Regulado en la Resolución 33/2010 del BCC (ver en www.bc.gov.cu).

Bibliografía

1. Allen, Franklin et al.: Interbank market liquidity and Central Bank intervention. Public Publicity Conference, Canergie-Rochester Series, University of Pennsylvania, 2008.
2. Andújar, Julio G.: El efecto traspaso de las tasas de interés en República Dominicana. Banco Central de la República Dominicana, 2008.
3. Cajueiro, Daniel O.: The rol of banks in the Brazilian Interbank Market: Does bank tipe matter? Banco Central Do Brasil, 2007.
4. Cernedas, Luis Fernando et al.: Instrumentación de la política monetaria por medio de un corredor de tasas de interés. Banco Central de Bolivia, 2009.
5. Clouse, James A.: Recent developments in Discount Window Policy. Federal Reserve Bulletin, noviembre 1994.
6. Diz, Adolfo C.: Oferta monetaria y sus instrumentos. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México, 1997.
7. Madigan, Brian F.: Proposed revision to the Federal Reserve's discount window lending program. Federal Reserve Bulletin, julio 2002.
8. Máney, Guadalupe.: La política de la tasa de interés interbancaria y la inflación en México. Facultad de Estudios Superiores Acatlán de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), 2011.
9. Mishkin, Frederic S.: Moneda, banca y mercados financieros, PEARSON Educación, México, Octava Edición, 2008.
10. Pérez Soto, Carlos: Metodología para la planificación y gestión de la política monetaria en el segmento población de la economía cubana. Tesis de Doctorado (2011).
11. The Federal Reserve Discount Window Book. Disponible en www.frbdiscountwindow.org/discountwindowbook.cfm (2010).
12. Wells, Simon: UK interbank exposures: systemic risk implications". Financial Stability Review, Bank of England, 2002.

*** * Director del Ministerio de Economía y Planificación, y especialista de la Dirección**

ABCé de la BANCA CENTRAL

Dinero y oferta monetaria

Colectivo de autores *

En la sección de la edición anterior se hizo un breve repaso del funcionamiento de la banca central y las particularidades que definen la conducción de la política monetaria en Cuba. De forma sintética se puede decir que la autoridad monetaria se vale del control de la oferta monetaria (o cantidad de dinero en la economía) para influir en determinadas variables que afectarán sus objetivos de política. En esta sección se comenzará a ampliar el curso de este recorrido, mediante el estudio de los procesos de creación de dinero, así como de los indicadores con que cuenta el banco central para medir su magnitud.

Preguntas básicas sobre las funciones del dinero y la creación de la oferta monetaria

¿Qué es el dinero? Según la teoría marxista, para que pueda llevarse a cabo el intercambio, todas las mercancías deben poder medirse como expresión del trabajo desplegado en su producción. De ahí que la función original del dinero es la de medida del valor, o sea, de hacer comparables unas mercancías con otras, en función de la cantidad de trabajo socialmente necesario para su producción.

Marx define cinco funciones del dinero, pero denomina esenciales las de medida de valor (anteriormente explicada) y de medio de circulación. Esta última consiste en que el dinero hace de intermediario en el cambio de las mercancías. Primero, el productor cambia su mercancía por dinero, y después cambia este dinero por otra mercancía que necesita como consumidor. De lo contrario (si no existiera el dinero), para que ocurriera el intercambio sería imprescindible una doble coincidencia de intereses. El dinero actúa entonces como eslabón de enlace entre un gran número de productores.

Las otras tres funciones del dinero (medio de atesoramiento, medio de pago y dinero mundial) expresan su evolución frente al desarrollo de la producción de mercancías. Luego, el dinero esencialmente funciona como medida del valor de las restantes mercancías y medio de circulación o intermediario del intercambio. Con el devenir histórico de la producción mercantil, no solo evolucionaron las funciones del dinero, sino también sus formas: desde los más disímiles objetos (sal, cigarros, piedras gigantes) hasta el dinero metálico (oro y plata), el papel moneda de curso obligatorio (respaldado por tenencias de oro) y el dinero fiduciario (únicamente respaldado por la credibilidad del banco central).

Las funciones del dinero que refiere la teoría convencional (medio de cambio, unidad de cuenta y de-pósito de valor), en apariencia, guardan similitud con las primeras tres funciones

definidas por la teoría marxista (medio de circulación, medida de valor y medio de atesoramiento). En efecto, representan los mismos fenómenos en su manifestación, pero entrañan diferencias conceptuales esenciales. Mientras para Marx la función esencial del dinero es brindar una medida del valor de las mercancías (enfocando su análisis en la producción), para los economistas convencionales (centrados en la circulación) este solo representa un simple instrumento del cambio. Sobre este debate se abundará en ediciones posteriores.

Sin embargo, aun cuando las concepciones del dinero difieren notablemente en el pensamiento convencional y marxista, la emisión monetaria (suministro de dinero a la economía por el banco central) está definida por arreglos institucionales generales, que son independientes del sistema o modelo económico que se adopte. De este modo, la fundamentación de los procesos de creación del dinero (emisión monetaria), así como los instrumentos para su control y medición desarrollados por la teoría convencional, son útiles a la política monetaria socialista.

¿Cómo se crea el dinero en la economía? Los procesos de creación de dinero en la economía, según la teoría convencional, constan de dos fases. En la primera fase el banco central crea el dinero primario o base monetaria, a partir de su condición de ser la única institución con potestad para emitir la moneda de curso legal. Todo dinero que circule en la economía tiene que haber sido en algún momento dinero primario, es decir, tiene que haber sido emitido por el banco central mediante la concesión de créditos al gobierno o el sistema financiero, o mediante la compra (venta) de divisas.

Por tanto, la base monetaria puede entenderse como la suma de sus fuentes –las operaciones a través de las cuales el banco central crea o destruye dinero (1)– o la suma de sus usos –el destino del dinero puesto en circulación (2). Por sus fuentes, la emisión primaria está explicada por la variación del Crédito Interno Neto (CIN) o financiamientos netos del banco central al gobierno y el sistema bancario, y la variación de las Reservas Internacionales Netas (RIN) o resultado neto de las operaciones cambiarias de la moneda nacional por divisas, que realiza el banco central:

$$BM = CIN + RIN \quad (1)$$

Por sus usos, la base monetaria expresa los destinos del dinero creado a través de sus fuentes. Según este criterio, todo el dinero creado por el banco central es utilizado como efectivo en circulación (EFC), o depositado en un banco comercial, incrementando sus reservas (RES):

$$BM = EFC + RES \quad (2)$$

Los bancos comerciales mantienen esas reservas tanto en sus cajas, como en depósitos en el banco central. Estos depósitos pueden ser obligatorios o voluntarios. Los obligatorios se constituyen a partir del coeficiente de reservas establecido por el banco central, conocido como encaje legal. A las reservas voluntarias (o no requeridas) se les llaman fondos libres.

La segunda fase en el proceso de creación de dinero o emisión secundaria se pone en marcha cuando, debido a un crédito u otro instrumento expansivo del banco central, los bancos comerciales tienen un exceso de reservas (aumentan los depósitos en el banco central por encima del nivel requerido). Los bancos comerciales utilizan estos excesos de liquidez para otorgar créditos u otras inversiones. El receptor de esos créditos (una empresa, por ejemplo)

obtiene una cantidad de dinero equivalente, que retendrá, en parte, en efectivo y, en parte, en nuevos depósitos bancarios.

Con ello se ha puesto en marcha el proceso de multiplicación de depósitos, pero no ha concluido. Al ser parcialmente redepositados los fondos de sus primeros créditos, los bancos comerciales experimentan un aumento en la misma cuantía de sus reservas. Como para cumplir con los requerimientos de encaje legal precisan tan solo una fracción de esos nuevos recursos, vuelven a encontrarse con un exceso de reservas que les permite volver a ofrecer créditos y reanudar el proceso. El sistema sigue operando según la dinámica de un mecanismo multiplicador, que se debilita con el tiempo porque una parte del flujo excedente va siendo retenida por el público en forma de efectivo, y otra, por los bancos comerciales en forma de reservas.

Al final, la cartera de créditos y depósitos del sistema financiero habrá crecido en cifras, que serán seguramente varias veces el nivel de reservas excedente que inició el proceso. Por ello, los bancos comerciales en el desarrollo de su actividad crean dinero bancario o multiplican el dinero primario. La oferta monetaria (M) se puede expresar entonces:

$$M = \alpha \cdot BM \quad (3)$$

De lo que se deduce que el banco central maneja la oferta monetaria:

1. Controlando la base monetaria (BM) o cantidad de dinero que pone en circulación (emisión primaria). En otras palabras, modificando el balance del banco central (financiamientos netos que este otorga al gobierno y las instituciones financieras, o que recibe del exterior).
2. Controlando el multiplicador monetario (α) o emisión secundaria, mediante instrumentos que regulan aquellos incentivos que hacen variar el nivel de reservas de los bancos comerciales: a) coeficiente de encaje legal establecido por el banco central; b) preferencias de los bancos comerciales por el nivel de reservas no requeridas, y c) preferencias del público entre mantener efectivo o depósitos.

¿Cómo se mide la cantidad de dinero? La política monetaria necesita de indicadores para monitorear la emisión monetaria, como necesita un piloto de los relojes de un avión. Esto explica por qué es tan marcado el interés de los bancos centrales en las estadísticas monetarias.

El cálculo de la base monetaria proviene de la agregación de las partidas del balance (estado de situación) del banco central en las fuentes y usos de emisión monetaria. El resultado es lo que se conoce como el balance sintético del banco central (ver Tabla 1). El balance es una herramienta fundamental para el análisis, planificación y toma de decisiones respecto a la política monetaria, en tanto brinda información clara sobre cómo se crea el dinero (activos netos o fuentes) y cuál es su impacto o distribución en la economía (pasivos monetarios o usos).

Tabla 1. Balance sintético del banco central

Activo (fuentes)	Pasivo (usos)
Activos netos sobre el sector público	Efectivo en manos del público no bancario
Préstamos al sector bancario	Reservas bancarias
Reservas Internacionales Netas	
Base monetaria	Base monetaria

Como se explicó con anterioridad, el cálculo de la base monetaria es una medición importante, pero incompleta de la cantidad de dinero en la economía, puesto que el dinero que queda como reserva de los bancos comerciales es multiplicado por estos últimos, mediante la concesión de créditos. En función de ello, como una medida más amplia de la oferta monetaria (o cantidad de dinero), cada banco central define los agregados monetarios: indicadores que agregan los activos monetarios en manos del público no bancario (población, empresas y gobierno), según su liquidez (facilidad y velocidad relativas con que un activo se puede convertir en efectivo). La idea general detrás de estas agrupaciones es que los activos más líquidos son aquellos que deben utilizarse para el intercambio y, por tanto, los que tienen una incidencia importante sobre el nivel de precios en la economía.

Finalmente, el multiplicador monetario (α_i) indica la cuantía en la que varía la oferta monetaria (M_i) ante variaciones en la base monetaria (BM), o lo que es lo mismo, la relación que existe entre la emisión primaria y secundaria:

$$\alpha_i = \frac{M_i}{BM} \quad (4)$$

El multiplicador es mayor o igual a 1, ya que la oferta monetaria debe ser siempre superior a la base. Como no existe una medida única de la cantidad de dinero, se calcula un multiplicador (α_i) para cada agregado (M_i). Un análisis complementario de la oferta monetaria (sumado al de la base, los agregados y los multiplicadores) se logra teniendo en cuenta la evolución e impacto macroeconómico de otro grupo de indicadores o variables, que permiten velar por el equilibrio monetario de la economía (las tasas de interés, el tipo de cambio, la inflación, el ahorro, el gasto agregado, el empleo, por ejemplo).

¿Cómo se mide la cantidad de dinero en Cuba? Desde el canje de monedas de 1961, el Banco Central de Cuba (entonces Banco Nacional) compila las estadísticas de circulación monetaria como reflejo de la evolución de la liquidez en manos de la población. A partir de

1999 la Dirección de Política Monetaria comenzó a registrar, en adición, la base y los agregados monetarios según estándares internacionales. Estos indicadores toman en cuenta elementos nuevos y otros no tan nuevos del entorno monetario cubano, como la circulación de dos monedas emitidas por el banco central (pesos cubanos y pesos convertibles), las tenencias de ahorro en divisas por la población, la existencia de dos tipos de cambio y la segmentación de mercados entre población y empresas. En función de la evolución del entorno monetario cubano, se ha continuado la revisión de estos indicadores.

Para el cálculo de la base monetaria en Cuba, se clasifican las fuentes y usos de emisión, según los criterios tradicionales (ver Tabla 1), haciendo dos salvedades: a) el activo neto al sector público se desdobra para separar las relaciones del Banco Central con el presupuesto del Estado y la cuenta de financiamiento central (dos instituciones fiscales con distinta operatoria y naturaleza legal), y b) no solo se contemplan las operaciones cambiarias de monedas nacionales contra divisas (Reservas Internacionales), sino también el resultado de las operaciones cambiarias entre pesos cubanos y convertibles en una fuente más amplia que se denomina MCO (mercado cambiario y otros). En correspondencia con estas definiciones, se estructura el Balance Sintético del Banco Central de Cuba en ambas monedas nacionales. Bajo determinados supuestos, también se estudia la evolución de la base monetaria total. Una exposición más detallada se puede encontrar en el artículo de Pérez y Lage (2011).

La Tabla 2 muestra la clasificación de los agregados monetarios, que contempla las conceptualizaciones definidas en el artículo de Hernández (2002) y las actualizaciones realizadas posteriormente en función de la evolución del entorno monetario cubano.

Tabla 2. Agregados monetarios en la economía cubana

Agregados	Descripción
$M0 = EFC + CC + AHV$	Activos más líquidos en manos del público: efectivo en circulación (EFC) y depósitos a la vista (cuentas corrientes (CC) y de ahorro a la vista (AHV)).
$M1 = M0 + AHP$	Todos los activos (efectivo y ahorro) en manos del público en moneda nacional (pesos cubanos y pesos convertibles). Incorpora los depósitos a plazo fijo, activos menos líquidos, debido a la no posibilidad de cobro antes de su vencimiento sin renunciar a los intereses.
$M2 = M1 + MLC$	Todos los activos monetarios en manos del público no bancario. Considera también el ahorro en divisas, valorado en moneda nacional, según el tipo de cambio correspondiente.

Los agregados se calculan en pesos cubanos, pesos convertibles y en moneda total (sumando pesos cubanos y convertibles, ajustados según el tipo de cambio que corresponda). En función de ello, el M3 es solo una medida de los agregados totales. A su vez, en función de la segmentación existente en la economía, se calculan agregados parciales para el sector de la población (identificados con un subíndice A, M2A, por ejemplo) y para el sector empresarial

(identificados con un subíndice B).

Conocidas las magnitudes de la emisión primaria (base monetaria) y emisión total de dinero (oferta monetaria), se calcula un conjunto de multiplicadores también por monedas, segmentos y de manera total. Para hacer un análisis cabal de todos estos indicadores, se precisa también del uso de técnicas de análisis de coyuntura, que combinen instrumentos estadísticos, econométricos y de extracción de señales para el correcto diagnóstico y predicción de los fenómenos monetarios.

En el próximo número se profundizará en el conocimiento de los instrumentos que utiliza el banco central para controlar tanto la emisión primaria, como secundaria de dinero en la economía.

Bibliografía

1. Diz, Adolfo C.: Oferta monetaria y sus instrumentos. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México, 1997.
2. Hernández Roque, Eduardo: Agregados monetarios en la economía cubana. Revista del Banco Central de Cuba, No3, 2002.
3. Marx, Carlos: Contribución a la crítica de la economía política. Editora Política, La Habana, 1966.
4. Mishkin, Frederic S.: Moneda, banca y mercados financieros. Pearson Educación de México, S.A., 2008, VIII edición.
5. Pérez Soto, Carlos y Lage, Carlos: Control y medición de la emisión primaria en Cuba. Revista del Banco Central de Cuba, No 1, 2011.
6. Poveda, V.: Los efectos del multiplicador y la base monetaria en la creación de dinero. Servicio de Estudios, Banco de España, Madrid, 1970.

*** Dirección de Política Monetaria**

Gestión de riesgo de cartera mediante estudios de mercado y uso de coberturas

[Janice Rodríguez Hernández y Jorge Miguel Fonseca Rodríguez*](#)

En las últimas décadas el crecimiento mundial ha estado amenazado por riesgos significativos asociados a los persistentes desequilibrios económicos y financieros de la economía internacional, de los cuales se deriva que los precios estén sometidos a elevados niveles de volatilidad, provocando un elevado nivel de exposición al riesgo por tipo de cambio en las empresas que contraen obligaciones en divisas, lo cual, entre otros factores, distorsiona sus sistemas contables y afecta la planificación de sus ingresos y egresos, así como sus balances.

En el contexto actual que se encuentra inmerso el país, y a tono con los lineamientos sobre política económica, el presente trabajo muestra los elementos esenciales que convierten los estudios de mercado en una herramienta de probada utilidad para el mejoramiento de la gestión empresarial de cara a una mejor participación de la empresa cubana en el comercio internacional.

En este sentido, se presenta un caso de estudio vinculado a la gestión de riesgo por la fluctuación del dólar canadiense en el mercado de divisas. Para ello, primero se realiza el estudio de esta moneda, basado en los fundamentos del mercado y en técnicas econométricas para pronosticar su comportamiento. Posteriormente, se evalúan dos escenarios aplicando opciones de compras de acuerdo con la posible depreciación o apreciación de esta divisa.

DINÁMICA DEL DÓLAR CANADIENSE EN EL MERCADO DE DIVISAS (tercer trimestre de 2011)

La crisis financiera desatada en Estados Unidos en 2007, expresada en una profunda contracción crediticia, continúa manifestándose a través de la crisis de deuda soberana que amenaza con nuevos procesos recesivos tanto en Europa, como en Estados Unidos.

Como consecuencia, se aceleró la inflación a nivel global, incrementando los precios de las materias primas –el petróleo, en particular–, sobrevalorándose los bienes y servicios, agravando así la crisis alimentaria y energética e incrementando el desempleo, la inestabilidad y falta de consenso político.

Pese a que la recesión global afectó a la mayor parte de los países desarrollados, la economía de Canadá se convirtió en una de las de mayor crecimiento en 2011, al registrar una tasa anualizada del 3,9% durante el primer trimestre. El sector de los servicios representa cerca de dos tercios del Producto Interno Bruto (PIB); la explotación de recursos naturales y el sector manufacturero son muy importantes para la economía, pues representan más del 25% de sus exportaciones y son la principal fuente de ingresos. Sus principales destinos de exportación son Estados Unidos, la Eurozona, Japón, Reino Unido y China, mientras que sus principales orígenes de importación son Estados Unidos, China, México, Japón y Reino Unido.

Canadá, uno de los principales productores de oro, gas, uranio, madera y petróleo a nivel mundial, tiene estrechamente atada su moneda a las exportaciones de estos recursos naturales.

De esta manera, cualquiera incidencia sobre los precios de estas materias primas repercutirá en la cotización del dólar canadiense. De hecho, debido al alza en los precios de estos productos básicos o *commodities*, la moneda canadiense ha registrado una fuerte revalorización desde 2010. En julio de 2011 el dólar canadiense cotizó a 0,9407 frente al dólar estadounidense, cerca del nivel más alto desde noviembre de 2007, cuando alcanzó 0,9061.

A continuación se muestra el comportamiento de la moneda canadiense frente a dos importantes rublos exportables de Canadá, petróleo y níquel. Con relación a los gráficos 1 y 2, es válido destacar que la apreciación del dólar canadiense se refleja con una cotización numérica inferior, debido a que el tipo de cambio está expresado en dólares canadienses por unidad de dólar norteamericano.

ANÁLISIS FUNDAMENTAL Y TÉCNICO

Existe una serie de factores que inciden sobre el movimiento de la oferta y la demanda de divisas, y que impactan consecuentemente la dinámica del dólar canadiense. En el presente estudio se determinan estos factores del mercado, con el propósito de conocer el comportamiento futuro del dólar canadiense mediante el análisis fundamental³ y técnico⁴.

ANÁLISIS FUNDAMENTAL

Entre los indicadores macroeconómicos más importantes para medir los fundamentos del mercado de divisas, se destacan las tasas de crecimiento económico medidas a través del PIB, los tipos de interés, la inflación, la tasa de desempleo, la masa monetaria en circulación, las reservas de divisas extranjeras y la productividad.

A continuación, se detallan las variables macroeconómicas y los factores de mercado que inciden directamente en el comportamiento del dólar canadiense.

1. Crecimiento económico (PIB)

Según reportes del Departamento de Estadística de Canadá, el PIB de esa economía retrocedió en mayo, en medio de un panorama negativo marcado por una moneda fuerte y una demanda estadounidense débil. El PIB disminuyó 0,3% en mayo –en comparación con abril–, cifra que representa el mayor retroceso desde mayo de 2009, después de expandirse 3,9% durante el primer trimestre de 2011. El reporte mostró que la actividad minera, petrolera y la extracción de gas retrocedieron 5,3% en mayo con respecto a abril, golpeadas por los cierres de mantenimiento en las principales industrias de Alberta y por el clima que afectó la actividad de perforación. El sector manufacturero aún experimenta las consecuencias negativas de la fortaleza del dólar canadiense y la baja demanda de Estados Unidos. Además, el terremoto ocurrido en Japón el pasado mes de marzo, generó problemas de suministros en este sector, al ser uno de los principales proveedores.

En general, la economía canadiense enfrenta retos que la mantendrán con un incremento moderado en su ritmo durante 2012 como, por ejemplo, los niveles de endeudamiento familiar, altos precios de alimentos y gasolina, y un enfriamiento del mercado inmobiliario, los cuales moderarían el gasto de los consumidores. El estímulo del gasto gubernamental irá disminuyendo, pudiendo frenar el crecimiento económico en 2012.

Mientras tanto, el crecimiento económico de Estados Unidos también estuvo más débil de lo esperado. El dato del PIB se expandió a una tasa anual de 1,0% en el segundo trimestre, muy por debajo del 1,8% esperado. Las esperanzas de recuperación se han derrumbado ante la rebaja de calificación de la deuda soberana y su situación fiscal, a lo que se adiciona un alto nivel de desempleo (9,1% en julio de 2011) que no encuentra solución en el corto plazo, por lo que algunos analistas pronostican un débil crecimiento, mientras que otros auguran la entrada a una nueva recesión.

2. Inflación

Las perspectivas globales con relación a la inflación se han modificado. Varias economías desarrolladas tienen presente el peligro de la inflación asociado a las políticas de salvatajes

aplicadas desde 2008; de ahí que los bancos centrales se han pronunciado por la adopción de medidas frente al aumento de los precios, a pesar de la debilidad con que se mueven sus economías.

Durante el mes de junio de 2011, en Canadá se registró una inflación de 3,1% en relación con el 3,7% del mes anterior, lo que puede permitir al Banco de Canadá –Banco Central– dejar cierto margen para retrasar un alza en las tasas de interés. No obstante, la entidad sugiere que una subida de tasa podría tenerse en cuenta en la próxima reunión de septiembre de 2011, de acuerdo con el crecimiento económico de Estados Unidos, lo que de ocurrir, apreciaría la divisa canadiense.

Se pronostica que el primer incremento de la tasa base por parte del Banco de Canadá se posponga hasta 2012 –segundo trimestre–, al tomar este organismo una postura más cautelosa por varias razones: reducción fiscal, fortaleza continuada del dólar canadiense y mayores requerimientos de capital, así como otros factores relativos a la debilidad en la posición exportadora del país.

3. Petróleo

La inestabilidad política en el norte de África y Medio Oriente, asociada a diversos factores que exacerban la posibilidad de conflictos, afecta el mercado petrolero y, por consiguiente, el crecimiento global, siendo esta un área que concentra un 57% de las reservas totales de petróleo del mundo y un 30% de la producción global. El constante encarecimiento del crudo genera un mayor costo de la energía y, en consecuencia, de la producción de bienes y servicios. De ahí que los ajustes recesivos serán inevitables para los países líderes y el comercio internacional.

El alza en los precios de la energía ha contribuido a la apreciación del dólar canadiense. No obstante, este pudiera verse presionado a la baja, si la economía estadounidense se desacelera significativamente en el curso de los próximos meses, debido a que Canadá depende en gran medida de la venta de gasolina a ese país. En este sentido, el reporte de la balanza comercial de Canadá para el mes de junio de 2011, mostró una caída de las exportaciones de productos de energía a Estados Unidos en un 5,1%, a 8,7 mil millones de dólares canadienses, según datos del Departamento de Estadística de Canadá.

4. Crisis de deuda de la Eurozona

Durante el mes de julio de 2011, el Banco Central Europeo (BCE) y líderes europeos tomaron acciones, las cuales mejoraron medianamente las preocupaciones sobre deuda soberana en la región. Los jefes de Estado de la Eurozona diseñaron dos variantes para contener la crisis; por un lado, desarrollar un programa de ayuda a largo plazo a Grecia, con términos bastante benevolentes, y por otro, ajustar el Fondo Europeo para Estabilidad Financiera (FEEF⁵), haciéndolo más flexible y capaz de intervenir en los mercados secundarios de bonos, bajo estrictas condiciones y en cooperación con el BCE.

También el BCE realizó compras a gran escala de bonos italianos y españoles, luego de su decisión de mantener sin cambios las tasas de interés en agosto, lo cual a corto plazo causó una disminución en los diferenciales de rendimiento en países periféricos.

En lo referente a política monetaria, los expertos consideran que el BCE ha terminado el

ciclo de subida en las tasas para este año 2011. No obstante, una reaceleración en el crecimiento mundial en 2012 y la reducción de la tensión o *stress* del mercado podrían resultar en que el BCE retome la política de subidas a finales del año próximo y, de ocurrir, debilitaría el dólar estadounidense con respecto a otras monedas.

CONSIDERACIONES GENERALES

En el corto plazo, la dinámica de la cotización del dólar canadiense se basará fundamentalmente en las siguientes consideraciones:

- El alza del precio del petróleo impacta fuertemente la apreciación del dólar canadiense.
- La apreciación del dólar canadiense encarece las exportaciones y lastra la economía.
- La política monetaria aplicada por Estados Unidos desde 2008, en sus diversas variantes, continúa debilitando el dólar americano y, por ende, apreciando el dólar canadiense.
- La crisis de deuda soberana desatada en la Eurozona se mantiene como un elemento de inestabilidad y aversión para las plazas financieras mundiales, afectando el crecimiento global.
- El terremoto y tsunami ocurridos en Japón podrían tener repercusiones económicas que aún no se han sentido globalmente, siendo este país además, un socio clave en la inversión y comercio en Canadá.
- Una subida de las tasas de interés por parte del Banco de Canadá, beneficiaría al dólar canadiense respecto al dólar estadounidense, debido a un mayor diferencial entre las tasas bases de ambas economías.
- Una contracción de la economía norteamericana pudiera afectar la demanda de bienes y servicios desde Canadá y, en consecuencia, impactaría a la baja al dólar canadiense.
- Una diversificación de las reservas en dólares de países como China, la India, Rusia y Brasil, podría debilitar el dólar norteamericano frente al resto de las principales divisas.

ANÁLISIS TÉCNICO

Utilizando las herramientas econométricas disponibles, se realizaron diferentes modelos de regresión lineal múltiple, así como modelos de series de tiempo o cronológicas como la modelación ARIMA¹ y de alisamiento exponencial² con el objetivo de pronosticar la cotización promedio trimestral del dólar canadiense en 2012.

Para la construcción de los modelos de regresión lineal múltiple, se consideró la estrecha relación del dólar canadiense con las materias primas y la economía norteamericana, utilizándose como variables explicativas o independientes las siguientes: cotizaciones del petróleo West Texas, níquel, oro, así como la inflación canadiense y norteamericana y los índices DJI, *Nasdaq* y *Standard & Poor's 500*, entre otras. A su vez, se asume como variable dependiente la cotización del dólar canadiense. Las ecuaciones de las mejores estimaciones obtenidas se muestran a continuación:

Tabla 1: Ecuaciones de regresión lineal múltiple

Modelo	Variable dependiente	Variables independientes	Ecuaciones de regresión lineal múltiple	R-squared
1	CAD (y)	Petróleo (x), Dow Jones (z)	$y = 1,3448 - 0,0011*(x) - 2,1347e-005*(z)$	96,57%
2		Petróleo (x), S&P 500 (w)	$y = 1,3255 - 0,0012*(x) - 0,0001*(w)$	96,46%
3		Petróleo (x), Nasdaq (v)	$y = 1,2922 - 0,0014*(x) - 6,4405e-005*(v)$	96,64%
4		Petróleo (x), Oro (t), Níquel (s)	$y = 1,2732 - 3,7312e-005*(t) - 2,6659e-006*(s) - 0,0017*(x)$	96,80%

Fuente: Histórico *Hoy en el Mercado*.

Elaboración: Gerencia de Estudios de Mercado, BdL.

Es importante destacar, que la *R-squared* oscila en el rango de 0 a 1, y mientras más se acerque al valor 1 –equivalente al 100%– mejor será la correlación entre las variables dependientes e independientes del modelo, lo que significa que este explica en gran medida el comportamiento de la variable dependiente. Según los criterios econométricos, una relación superior al 80% se considera una fuerte relación entre estas variables.

Las ecuaciones de los 4 modelos presentados se consideran *válidas*¹ para predecir el comportamiento futuro de la divisa canadiense, pues las variables independientes utilizadas explican en más de un 96% (Véase *R-squared*) la incidencia directa con relación a la variable dependiente.

Adicionalmente, se estimó un modelo ARIMA basado en los propios valores de la variable a pronosticar para inferir su comportamiento futuro. El pronóstico obtenido por esta vía complementa los resultados de los 4 modelos de regresión anteriores.

El Gráfico 4 muestra el comportamiento del dólar canadiense a partir de enero de 2010 y la proyección en 2012, según los modelos presentados anteriormente. Los pronósticos realizados para este año se encuentran en el rango de los 0,9400-0,9850 USD/CAD.

A su vez, se pronosticó la cotización de la moneda canadiense, utilizando el método de alisamiento exponencial, y se obtuvieron los resultados que muestra la Tabla 2.

Tabla 2: Pronóstico 2012, según método de alisamiento exponencial

Par USD/CAD	Pronóstico según Método de Alisamiento Exponencial		
	Con estacionalidad		Sin
	Aditivo	Multiplicativo	estacionalidad
ene-12	0,9817	0,9814	0,9560

feb-12	0,9960	0,9949	0,9534
mar-12	0,9633	0,9641	0,9508
abr-12	0,9442	0,9461	0,9483
may-12	0,9793	0,9791	0,9457
jun-12	0,9766	0,9766	0,9432
jul-12	0,9841	0,9836	0,9406
ago-12	0,9799	0,9797	0,9380
sep-12	0,9740	0,9741	0,9355
oct-12	0,9586	0,9597	0,9329
nov-12	0,9521	0,9535	0,9304
dic-12	0,9478	0,9495	0,9278

Fuente: Histórico *Hoy en el Mercado*

Elaboración: Gerencia de Estudios de Mercado, BdI.

Teniendo en cuenta los resultados obtenidos con las técnicas econométricas aplicadas al presente estudio, la cotización del USD/CAD en 2012 debe moverse en el rango de los 0,9400-1,0000. No obstante, en la práctica el resultado final dependerá de la dinámica que sigan los fundamentos del mercado.

En este sentido, se realizaron ajustes a este rango de valores técnicos, obteniéndose los pronósticos trimestrales del dólar canadiense para este año. Además, este pronóstico se complementa con los realizados por los bancos *Scotiabank*, *Royal Bank of Canada*, y *Deutsche Bank*, todos de primer nivel, actualizado en agosto de 2011.

La Tabla 3 muestra el promedio trimestral y anual del tipo de cambio de USD/CAD para este año, considerando los pronósticos de los tres bancos anteriores y el de BdI, según análisis fundamental y técnico.

Tabla 3: Pronóstico 2012, según bancos de primer nivel y BdI

USD/CAD	Scotiabank	Royal Bank of Canada	Deutsche Bank	BdI	Promedio
1er trimestre	0,95	1,00		0,99	0,98
2do trimestre	0,95	0,98	1,00	0,99	0,98
3er trimestre	0,94	0,97		1,00	0,97
4to trimestre	0,94	0,95	1,05	0,97	0,98
Promedio anual	0,95(1)	0,98(1)	1,03(1)	0,99	0,98

(1) El promedio anual se calculó a partir de la información publicada por los bancos.

Fuente: Informes de los bancos: *Scotiabank*, *Royal Bank of Canada* y *Deutsche Bank*.
Histórico *Hoy en el Mercado* (pronóstico ajustado BdI).

Elaboración: Gerencia de Estudios de Mercado, BdI.

VALORACIÓN DE ESCENARIOS APLICANDO OPCIONES DE COMPRA

El objetivo principal de las operaciones de coberturas es asegurar, reducir o eliminar totalmente la incertidumbre de los movimientos adversos de los precios en el mercado, es decir, su finalidad es protegerse del riesgo de la variación de dichos precios.

De una deuda total de 200,00 MMCAD, se propone valorar la posibilidad de cubrir el parcial de 20,00 MMCAD distribuidos entre los cuatro trimestres de 2012. Una vez analizadas las expectativas del mercado en cuanto al tipo de cambio USD/CAD y a la información obtenida, se confeccionaron 2 escenarios en función de la depreciación y apreciación de dicha divisa, con el objetivo de decidir si es conveniente o no realizar la operación de cobertura. Para ello se tienen en cuenta los siguientes supuestos:

- La cuenta operativa para el pago de la deuda es en USD.
- Precio de ejercicio 1,0000USD=0,9500CAD.
- La prima se paga al inicio de la operación.
- El parcial de la deuda se distribuyó equitativamente entre los cuatro trimestres de 2012, para un monto trimestral de 5,00 MMCAD.
- Escenarios ejerciendo la opción y no ejerciéndola.
- De las cotizaciones ofrecidas por bancos extranjeros de primer nivel, al cierre de la primera quincena de julio, se seleccionó la mejor oferta de prima.

Escenario 1

- Precio de ejercicio: 1,0000USD=0,9500CAD
- Escenario sin ejercer la opción (precios más competentes a futuro que el precio de ejercicio establecido).

Tabla 4: Escenario 1

Pla zo	Precio de ejercic io, CAD (1)	Pri ma % (2)	Valo r Prim a, CAD (5*2) (3)	Valo r Prim a, USD (3/1) (4)	Impor te a cubrir , CAD (5)	Impor te a Cubri r + prima , CAD (5+3) (6)	Impor te a cubrir + prima , USD (5/1) (7)	Deprec ia- ción(1), CAD (8)	Valor Deprec ia-ción, USD (5/8) (9)	Costo de oportunid ad, USD (9-7) (10)
mar -12	0,95	2,60 %	0,13	0,14	5,00	5,13	5,40	0,96	5,21	0,19

jun-12	0,95	3,10 %	0,16	0,16	5,00	5,16	5,43	0,99	5,05	0,38
sep-12	0,95	3,50 %	0,18	0,18	5,00	5,18	5,45	1,01	4,95	0,50
dic-12	0,95	3,85 %	0,19	0,20	5,00	5,19	5,47	1,03	4,85	0,61
			0,65	0,69	20,00	20,65	21,74		20,06	1,68

(1) Los precios son hipotéticos, a modo de ejercicio.

Fuente: Datos sobre cobertura de tipo de cambio.

Elaboración: Gerencia de Estudios de Mercado, BdI.

Gráfico 5: Resultados de la Tabla 4

1. El término “pérdida” se refiere al valor de la prima, que es percibido como un costo para cubrir el riesgo de volatilidad del subyacente.
2. El término “indemnización” se entiende como los ingresos recibidos durante la vida de la opción. Esta es recibida cuando el precio del activo subyacente se encuentra desfavorable al precio de ejercicio pactado por el comprador de la opción. La operación exhibirá un beneficio cuando se reciba un ingreso adicional después de recuperar el costo de la prima a través de la indemnización obtenida

Fuente: Datos sobre cobertura de tipo de cambio.

Elaboración: Gerencia de Estudios de Mercado, BdI.

Principales conclusiones sobre este escenario:

- Los precios del mercado se mantienen durante la vida de la opción por encima del precio de ejercicio (0,9500), por lo cual no se logra ejercer la opción, quedando como costo la prima 0,69 MMUSD.
- De realizarse la compra de la opción y depreciarse el tipo de cambio USD/CAD, se obtendrá un costo de oportunidad de 1,68 MMUSD.
- En este caso, el dólar canadiense se depreciará en el tiempo, lo cual será beneficioso tanto operacionalmente –será menos costosa la compra de los CAD para realizar los pagos–, como contablemente –la deuda baja su valor en libros.

Para mejor comprensión, los siguientes ejemplos detallan los elementos que permiten un mejor análisis de la operación de cobertura desde el punto de vista contable. Las tablas 5 y 6 muestran el valor de la deuda a cubrir, según el escenario 1 y la deuda total. Se parte del supuesto de que el tipo de cambio al cierre de diciembre de 2011, es de 0,9500 USD/CAD.

Tabla 5: Ejemplo demostrativo, teniendo en cuenta la operación de cobertura

Mes	Deuda Cubierta CAD 2012	TC cierre	Valor en libros, en USD	Ganancia contable x TC, en USD	Indemnización	Pérdida contable x TC, en USD	Prima
dic-11	5,00	0,95	5,26				
mar-12	5,00	0,96	5,21	0,05			(0,69)
jun-12	5,00	0,99	5,05	0,16			
sep-12	5,00	1,01	4,95	0,10			
dic-12	5,00	1,03	4,85	0,10			
				0,41	-	-	(0,69)

Fuente: Datos sobre cobertura de tipo de cambio.

Elaboración: Gerencia de Estudios de Mercado, BdL.

Tabla 6: Ejemplo demostrativo, teniendo en cuenta la deuda total

Mes	Deuda total CAD 2012	TC cierre	Valor en libros, en USD	Ganancia contable x TC, en USD	Indemnización	Pérdida contable x TC, en USD	Prima
dic-11	200,00	0,95	210,53				
mar-12	200,00	0,96	208,33	2,19			(0,69)
jun-12	200,00	0,99	202,02	6,31			
sep-12	200,00	1,01	198,02	4,00			
dic-12	200,00	1,03	194,17	3,85			
				16,35	-	-	(0,69)

Fuente: Datos sobre cobertura de tipo de cambio.

Elaboración: Gerencia de Estudios de Mercado, BdI.

Es importante destacar que en ambos ejemplos el tipo de cambio USD/CAD se deprecia con relación al precio de ejercicio de la opción (0,9500), reflejando una ganancia contable y una salida de efectivo por el pago de la prima de riesgo, en el caso que esta se realice.

Escenario 2

- Precio de ejercicio: 1,0000USD=0,9500CAD
- Escenario ejerciendo la opción (precios menos competitivos a futuro que el precio de ejercicio establecido).

Tabla 7: Escenario 2

Pla zo	Preci o de ejerci cio, CAD (1)	Pri ma % (2)	Valo r Pri ma, CA D (5*2) (3)	Valo r Pri ma, USD (3/1) (4)	Impo rte a cubri r, CAD (5)	Impo rte a cubri r + prim a, CAD (5+3) (6)	Impo rte a cubri r + prim a, USD (5/1) (7)	Apreciaci ón(1), CAD (8)	Valor Aprecia ción, USD (5/8) (9)	Indemniza ción, USD (9-5/1) (10)
ma r- 12	0,95	2,60 %	0,13	0,14	5,00	5,13	5,40	0,94	5,32	0,06
jun -12	0,95	3,10 %	0,16	0,16	5,00	5,16	5,43	0,93	5,38	0,12
sep -12	0,95	3,50 %	0,18	0,18	5,00	5,18	5,45	0,92	5,45	0,19
dic- 12	0,95	3,85 %	0,19	0,20	5,00	5,19	5,47	0,90	5,56	0,29
			0,65	0,69	20,00	20,65	21,74		21,71	0,65

(1) Los precios son hipotéticos, a modo de ejercicio.

Fuente: Datos sobre cobertura de tipo de cambio.

Elaboración: Gerencia de Estudios de Mercado, BdI.

Gráfico 6: Resultados de la Tabla 5

(1) El término “pérdida” se refiere al valor de la prima que es percibido como un costo para cubrir el riesgo de volatilidad del subyacente.

(2) El término “indemnización” se entiende como los ingresos recibidos durante la vida de la opción. Esta es recibida cuando el precio del activo subyacente se encuentra desfavorable al precio de ejercicio pactado por el comprador de la opción. La operación exhibirá un beneficio cuando se reciba un ingreso adicional después de recuperar el costo de la prima a través de la indemnización obtenida.

Fuente: Datos sobre cobertura de tipo de cambio.

Elaboración: Gerencia de Estudios de Mercado, Bdl.

Principales conclusiones sobre este escenario:

- De realizarse la operación de cobertura y el comportamiento del CAD llegara a perforar el precio de ejercicio en algún momento de la vida de la opción, se logrará una indemnización.
- En este caso, el dólar canadiense se apreciará en el tiempo, lo cual no será beneficioso tanto operacionalmente –será más costosa la compra de los CAD para realizar los pagos–, como contablemente –la deuda sube su valor en libros.

Para mejor comprensión, los siguientes ejemplos detallan los elementos que permiten un mejor análisis de la operación de cobertura desde el punto de vista contable. Las tablas 8 y 9 muestran el valor de la deuda a cubrir según el escenario 2 y la deuda total. Se parte del supuesto de que el tipo de cambio al cierre de diciembre de 2011, es de 0,9500 USD/CAD.

Tabla 8: Ejemplo demostrativo, teniendo en cuenta la operación de cobertura

Mes	Deuda cubierta CAD 2012	TC cierre	Valor en libros, en USD	Ganancia contable x TC, en USD	Indemnización	Pérdida contable x TC, en USD	Prima
dic-11	5,00	0,95	5,26				
mar-12	5,00	0,94	5,32		0,06	(0,06)	(0,69)
jun-12	5,00	0,93	5,38		0,12	(0,06)	
sep-12	5,00	0,92	5,43		0,19	(0,06)	
dic-12	5,00	0,90	5,56		0,29	(0,12)	
				-	0,65	(0,29)	(0,69)

Fuente: Datos sobre cobertura de tipo de cambio.

Elaboración: Gerencia de Estudios de Mercado, Bdl.

Tabla 9: Ejemplo demostrativo teniendo en cuenta la deuda total al inicio de 2012

Mes	Deuda total CAD 2012	TC cierre	Valor en libros, en USD	Ganancia contable x TC, en USD	Indemnización	Pérdida contable x TC, en USD	Prima
dic-11	200,00	0,95	210,53				
mar-12	200,00	0,94	212,77		0,06	(2,24)	(0,69)
jun-12	200,00	0,93	215,05		0,12	(2,29)	
sep-12	200,00	0,92	217,39		0,19	(2,34)	
dic-12	200,00	0,90	222,22		0,29	(4,83)	
				-	0,65	(11,70)	(0,69)

Fuente: Datos sobre cobertura de tipo de cambio.

Elaboración: Gerencia de Estudios de Mercado, BdI.

Es importante destacar que en ambos ejemplos el tipo de cambio USD/CAD se aprecia con relación al precio de ejercicio de la opción (0,9500), reflejando una pérdida contable y una entrada y salida de efectivo, por la indemnización y pago de la prima de riesgo respectivamente, en el caso que se realice la operación de cobertura.

El pronóstico sobre la cotización del dólar canadiense en 2012, obtenido en el Capítulo I a partir del análisis fundamental y técnico, proyecta que el tipo de cambio USD/CAD se depreciará para los 4 trimestres, o sea, los precios proyectados se mantendrán por encima del precio de ejercicio (0,9500), por lo que no es recomendable realizar la operación de cobertura. La depreciación de la divisa canadiense repercutirá favorablemente tanto desde el punto de vista operacional –será menos costosa la compra de los CAD para realizar los pagos de la deuda–, como contable –la deuda disminuiría su valor en libros. En el caso de realizarse la compra de la opción, se incurriría innecesariamente en un costo por concepto de prima, evidenciándose con esto la importancia de utilizar los estudios de mercado como herramienta vital para la toma de decisiones.

CONCLUSIONES

- Es importante destacar que los niveles de prima son indicativos y están sujetos a recálculo en condiciones de mercado, en el momento que se realice la operación y están en función del monto a cubrir y el plazo.
- En el mercado de derivados, mientras el precio de ejercicio solicitado esté más

- cercano al precio del activo subyacente, la prima se encarecerá.
- Con la compra de la opción, se logra solventar el riesgo por tipo de cambio asegurando los pagos a un nivel determinado. No obstante, mitigar el riesgo por tipo de cambio en los registros contables, implicaría cubrir el monto total de la deuda hasta esa fecha y un costo más elevado de la prima.
- Se debe considerar de gran importancia la realización y seguimiento de estudios de mercado como herramienta para lograr mayor eficiencia y resultados positivos en la toma de decisiones del sector empresarial, a partir de la valoración de diferentes escenarios. Además, pueden ser tomados como dinámica de trabajo por otros bancos del sistema.
- El uso de derivados financieros en el sector empresarial cubano permitirá minimizar los riesgos de mercado y su efecto económico, en los casos que resulte aplicable.

1 A partir de las pruebas estadísticas se comprobó la validación de cada uno de los modelos.

1 La modelación ARIMA o Modelo Autorregresivo Integrado de Media Móvil, parte de la consideración general de que la serie temporal que se trata de predecir es generada por un proceso estocástico o aleatorio, cuya naturaleza es caracterizada por un modelo.

2 La técnica de alisamiento exponencial utiliza un promedio ponderado de una serie de valores anteriores o pasados, para pronosticar los valores futuros de la variable.

1 El *Toronto Stock Exchange –S&P/TSX Composite Index*– refleja el valor de mercado de las compañías más grandes en la Bolsa de Valores de Toronto. Este índice representa aproximadamente el 70% de la capitalización de mercado para todas las empresas con sede en Canadá.

2 El promedio industrial *Dow Jones* refleja el valor de mercado de las 30 compañías más reconocidas en los Estados Unidos y es el principal índice de la Bolsa de Valores de Nueva York.

3 El análisis fundamental se concentra en la evaluación de los eventos financieros y económicos, así como también en los desarrollos políticos, climáticos y bélicos, para determinar las fuerzas de la oferta y la demanda de divisas.

4 El análisis técnico es utilizado como otro método de análisis financiero, basado en premisas diferentes, que posibilitan conocer la tendencia de los precios en el mercado.

5 El *European Financial Stability Facility* (EFSF), en español conocido como Fondo Europeo de Estabilidad Financiero o FEEF, es una entidad jurídica especial, que fue aprobada el 9 de mayo de 2010 por los 27 estados miembros de la Unión Europea, y que está encaminada a preservar la estabilidad financiera en Europa ofreciendo ayuda financiera a estados de la zona del euro en crisis económicas.

Bibliografía

1. Crisis financiera 2007: La doble cara de la transferencia de riesgo. Revista del Banco Central de Cuba, 2008, No.1. Roxana Valdés Espinosa y Maricela Azcue González.
2. Base histórica de la Gerencia de Estudio de Mercado (BdI).

3. Wooldridge, J.M., Introductory Econometrics-A Modern Approach, Second Edition, 2003.
4. Greene, W.H. Econometric Analysis, Sixth Edition, Prentice-Hall, 2008.
5. Bloomberg , www.bloomberg.com
6. Banco Central de Canadá, <http://www.bankofcanada.ca>
7. Daily Forex Market News and Analysis, www.dailyfx.com
8. Reportes del Departamento de Estadísticas de Canadá, www.statcan.gc.ca
9. Yahoo Finanzas, www.finance.yahoo.com
10. Toronto Stock Exchange, www.tmx.com
11. Sitio Oficial de la OPEC, www.opec.org
12. Financial Times y Ft.com, www.markets.ft.com
13. Netdania, www.netdania.com
14. Reporte sobre tipo de cambio del Grupo Scotiabank, Royal Bank of Canada y Deutsche Bank, actualizado en agosto de 2011, www.scotiacapital.com, www.rbcroyalbank.com, www.db.com

***Especialistas de la Gerencia de Estudios de Mercado, del Banco de Inversiones S.A.**