

UNIVERSIDAD DE LA HABANA  
Facultad de Economía



---

# MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN CUBA

---

TESIS DE DIPLOMA



**Autora: Rocío Victoria Hernández Fernández**  
**Tutor: MsC. Carlos Enrique González García**

La Habana, Cuba  
Noviembre, 2022

*A Luisito, mi abuelo.*

## *Agradecimientos*

Agradezco sinceramente a todas las personas que han contribuido directa e indirectamente a mi formación como profesional y a la materialización de este proyecto, especialmente a:

Mi tutor Carlos Enrique, por su dedicación y atención, por sus comentarios e historias, pero sobre todo por estar presente siempre que lo necesité. Además, Ian Pedro y Michel del departamento de Macroeconomía del BCC.

Mis padres, por su dedicación y entrega en mi crianza, mis valores y principios, y por darme día a día el mejor ejemplo.

Mi familia en general, hermanos, tíos, primos, abuelos, cuñadas, en especial a mi tía Evita, por ser como una madre y guía para mí.

Los amigos que me regaló la vida; Aleyma, por ser la hermana de otra madre que es parte de mi familia y de mi vida siempre; Héctor, por convertirse en los últimos tiempos en alguien muy especial; Moli, por estar siempre; Daniel, por ser mi compañero insustituible de aventuras durante la carrera.

Los amigos que me regaló la facultad, mi Churry Sofi, la pequeña Dani, Kevin, Junior, Kike, entre otros; incluyendo la familia de EkoLife, Yavor, Abraham, Franco, Lía, Alejandrino, Vero y Luisyo.

La Facultad de Economía en general, por regalarme los mejores años de mi vida, por hacer que nunca me arrepintiera de la elección de esta carrera, por brindarme una muy buena formación, por presentarme profesores geniales y grandes de la esfera económica del país, por hacerme una estudiante integral y por crear el más grande sentido de pertenencia.

A todos, muchas gracias.

## **Resumen**

Cuba tiene un bajo nivel de desarrollo del sistema financiero, y especialmente de los mercados financieros. El desarrollo de un mercado de valores gubernamentales es una tarea compleja que depende del desarrollo del sistema financiero y de mercado de cada país. Al analizar la experiencia internacional se pueden identificar principios básicos que resultan imprescindibles para garantizar el inicio de sus operaciones.

Para las condiciones actuales de Cuba es fundamental avanzar en este frente, especialmente en el desarrollo de un Mercado de Deuda Pública, que posibilita que los financiamientos de los déficits fiscales se efectúen sin que sea necesaria la creación de nuevo dinero en la economía por primera vez en el país.

El país afronta una serie de limitaciones que complejizan el entorno en que se pretende desarrollar dicho mercado de deuda pública. De manera general, la corrección de estas trabas constituye una necesidad, pero dadas las profundas distorsiones fiscales existentes, centradas fundamentalmente en los altos niveles de déficit, resulta imposible desarrollar este mercado, sin solucionarlas previamente. De ahí que, una alternativa para el corto plazo es lograr el objetivo que se plantea de esterilizar parte de las emisiones de los financiamientos del gobierno, a través de la emisión y venta a los agentes económicos de títulos del Banco Central.

## **Abstract**

Cuba exhibits a low level of development in both its financial system and financial markets, particularly the latter. The development of a government stock market is a complex endeavor, which depends on the evolution of each country's financial and market structure. An analysis of the international experience would lead to the identification of basic principles indispensable to the beginning of operations.

Under the current circumstances of Cuba, it becomes essential to move forward in that area, especially in the development of a Public Debt Market, which would make possible the funding of fiscal deficits while avoiding the creation of new money for the first time in the country.

The various limitations the country is facing creates a more complex environment for the development of said public debt market. In general terms, the correction of such obstacles stands as a necessity, however, it is impossible to develop this market without the previous resolution of the existing deep fiscal distortions basically concentrated in high deficits. Therefore, a short term alternative might be to accomplish the stated objective of sterilizing part of the government issued funds through the issuing and sale of bonds to economic actors by the Central Bank.

# Índice

Introducción .....	1
Capítulo 1. Aspectos teóricos sobre Mercado de Deuda Pública .....	5
1.1 <i>Deuda Pública y mercados de deuda pública</i> .....	5
1.1.1 <i>Acerca de la deuda pública</i> .....	5
1.1.2 <i>Mercado de Deuda Pública</i> .....	8
1.2 <i>Desarrollo de MDP</i> .....	11
1.2.1 <i>Estructura de los MDP</i> .....	11
1.2.2 <i>Condiciones previas para el desarrollo del Mercado de Deuda Pública</i> .....	13
1.2.3 <i>Importancia del mercado de deuda pública</i> .....	19
1.3 <i>Gestión de la Deuda Pública</i> .....	22
1.3.1 <i>Aspectos generales de la Gestión de Deuda Pública</i> .....	22
1.3.2 <i>Financiamiento del endeudamiento del gobierno</i> .....	27
1.3.3 <i>Riesgos asociados a la gestión de deuda.</i> .....	29
Capítulo 2. Experiencias internacionales .....	33
2.1 <i>Experiencia del MDP en España.</i> .....	33
2.2 <i>Experiencia del MDP en Uruguay.</i> .....	44
2.3 <i>Experiencia del MDP en México.</i> .....	52
Capítulo 3. Mercado de Deuda Pública en Cuba.....	63
3.1 <i>Entorno monetario, financiero y fiscal de Cuba en la actualidad</i> .....	64
3.1.1 <i>Entorno monetario</i> .....	65
3.1.2 <i>Entorno financiero</i> .....	69
3.1.3 <i>Entorno Fiscal</i> .....	73
3.2 <i>Limitaciones que frenan el desarrollo del MDP en Cuba</i> .....	76
3.3 <i>Principales transformaciones</i> .....	80
3.4 <i>Mercado de títulos del Banco Central</i> .....	85
Conclusiones .....	90
Recomendaciones .....	92
Bibliografía .....	93
Anexos.....	96

## Introducción

Cuba tiene un bajo nivel de desarrollo del sistema financiero, y especialmente de los mercados financieros. El desarrollo de un mercado de valores gubernamentales es una tarea compleja que depende del desarrollo del sistema financiero y de mercado de cada país. Para muchos gobiernos, esto implica inmensos desafíos, ya que los problemas que inhiben el desarrollo del mercado de valores son profundos en la economía. Se busca crear un mercado que sea competitivo y líquido, y que proporcione el acceso al financiamiento requerido para la ejecución efectiva de la estrategia de gestión de deuda del gobierno, a tasas de interés que estén en línea con los fundamentos macroeconómicos; pero, principalmente, que el financiamiento de los déficits fiscales no se haga mediante emisión monetaria.

Si bien el entorno macroeconómico de cada país y los intereses de política de sus autoridades definen los términos bajo los cuales se deben organizar los Mercado de Deuda Pública (MDP), las experiencias de otras economías, tanto positivas como negativas, derivan elementos comunes o condiciones básicas para avanzar hacia este objetivo.

Desde hace algunos años el país está inmerso en un proceso de actualización de su modelo económico, lo cual está implicando grandes desafíos y transformaciones. Encaminados al cumplimiento de estas metas, los organismos encargados de conducir la política monetaria intentan adecuarse a los nuevos escenarios y actualizar las formas de desempeñar sus funciones, en un escenario donde cada vez se incluyen más elementos financieros en detrimento de los controles administrativos, con el objetivo de impulsar el reordenamiento del entorno monetario.

En el marco del proceso de actualización del modelo económico cubano iniciado en 2011 con el VI Congreso del Partido Comunista de Cuba, se comenzaron a poner en práctica un conjunto de transformaciones encaminadas a reordenar el entorno económico, monetario y financiero del país; teniendo entre otros propósitos gestionar el equilibrio monetario interno.

El VI Congreso del Partido del año 2011 constituyó un punto de inflexión en el desarrollo del sistema financiero cubano. El Lineamiento número 48, acordado en él, aborda la necesidad de: “Estructurar un sistema de tasas de interés más racional y fundamentado... a partir del fortalecimiento de las relaciones entre las instituciones del sistema bancario nacional”.

Además, en los Lineamientos de la política económica y social del VIII Congreso del Partido y la Revolución, para el período 2021-2026, se planteó el Lineamiento 36, que expresa: “Avanzar en el desarrollo de los mercados financieros (interbancario, de deuda pública y cambiaria), para que contribuya al funcionamiento eficiente de la economía.”

Aunque muchas de las transformaciones realizadas en el sistema financiero pueden ser caracterizadas como profundas, en los temas macroeconómicos mucho de lo avanzado se ha perdido a partir de las distorsiones presentadas en los últimos 3 años, en especial la redolarización de la economía, el aumento de los déficits fiscales y cuasifiscalidades y el deterioro de los equilibrios macroeconómicos. Esto ha tenido un fuerte impacto en el nivel de desarrollo de los mercados financieros y el uso de sus instrumentos.

Para las condiciones actuales de Cuba es fundamental avanzar en este frente, especialmente en el desarrollo de un Mercado de Deuda Pública, que posibilite que los financiamientos de los déficits fiscales se efectúen sin que sea necesaria la creación de nuevo dinero en la economía por primera vez en la economía cubana.

En función de lo antes planteado, el **problema científico** del presente trabajo es: partiendo de las condiciones actuales de la economía cubana, ¿qué frena la creación del Mercado de Deuda Pública en Cuba y qué transformaciones se pueden llevar a cabo para lograr sus objetivos?

De ahí que, el **objetivo general** que responde dicha problemática es: Identificar las principales limitaciones para la creación y desarrollo de un mercado de deuda pública en Cuba, así como definir un grupo de transformaciones a las que se debe recurrir y las alternativas para lograr sus objetivos.

Partiendo de esto, se plantean los siguientes **objetivos específicos** que darán cumplimiento al mismo:

1. Identificar los aspectos teóricos y conceptuales acerca de la creación, desarrollo y funcionamiento eficiente de los MDP.
2. Estudiar algunas experiencias internacionales válidas para Cuba de creación, desarrollo y funcionamiento de un MDP.
3. Definir las principales limitaciones para el desarrollo de un MDP en Cuba.
4. Evaluar las transformaciones principales que faciliten el desarrollo de un MDP en Cuba, así como presentar alternativas para cumplir sus objetivos en el corto plazo.

Para ello, la presente investigación se encuentra estructurada por tres capítulos. El **capítulo 1** hace una generalización de los principales elementos teórico-conceptuales vinculados con los Mercados de Deuda Pública, acerca de la estructura del mercado, los prerrequisitos básicos para su formación, entre otros aspectos. Seguidamente, se realiza una revisión de las principales acciones dentro de la gestión de la deuda pública, así como los riesgos asociados a la misma.

En el **capítulo 2** se realizó un bosquejo de algunas experiencias internacionales en la creación, desarrollo y funcionamiento de un MDP, con vistas a explorar las ventajas y dificultades prácticas de estos países en sus respectivos procesos de formación. Se profundiza en tres experiencias internacionales específicas: España, Uruguay y México, la primera por ser un país del continente europeo que ha pasado por fuertes crisis en su economía, y las otras dos por ser países de América Latina y el Caribe, Uruguay con un alto grado de dolarización en la región y un país que en el pasado reciente llevó a cabo un exitoso programa de desarrollo de sus mercados financieros, y la república mexicana poseedora de un mercado de deuda pública más profundo y eficiente.

Finalmente, en el **capítulo 3** se aborda sobre la posibilidad en Cuba de implementar un mercado de deuda pública, bajo las condiciones actuales del entorno monetario y financiero, así como el desempeño de la actividad fiscal, donde además se van marcando las principales limitaciones que complejizan el propósito de creación y desarrollo del MDP en el país. Seguidamente, se

determinan las transformaciones fundamentales a llevar a cabo para tal propósito, y se plantea una propuesta de creación de un mercado de títulos del Banco Central, como alternativa a la dificultad de implementar el mercado en el corto plazo, debido principalmente a las profundas distorsiones fiscales existentes del entorno.

# Capítulo 1. Aspectos teóricos sobre Mercado de Deuda Pública

## *1.1 Deuda Pública y mercados de deuda pública*

A corto plazo la deuda puede suponer un estímulo positivo para el crecimiento económico, siempre que los niveles de endeudamiento de partida sean bajos; mientras que, el efecto se pierde si la ratio de deuda pública sobre el PIB es ya elevada. Partiendo de ello, se analizan cuestiones esenciales de la deuda pública y de los mercados de deuda pública como el espacio más adecuado para la gestión de la misma.

### *1.1.1 Acerca de la deuda pública*

El Manual del Fondo Monetario Internacional (FMI) define la deuda pública de la siguiente manera: “La deuda se compone de todos los pasivos que exigen el pago de intereses y/o de principal por parte de un deudor a un acreedor en una fecha o fechas futuras. Por consiguiente, todos los pasivos del sistema de Estadísticas de Finanzas Públicas son deuda excepto las acciones y otras participaciones de capital y los derivados financieros”.<sup>1</sup>

Son todas aquellas obligaciones financieras contraídas por el sector público en forma directa o a través de sus agentes financieros; a través de las cuales se compromete a pagar intereses y el préstamo original en ciertas fechas determinadas. Es una herramienta del gobierno para diferir sus gastos en el tiempo y así poder cumplir el conjunto de funciones que le son encomendadas. (SIL, 2022)

Constituye una forma de obtener recursos financieros por parte del estado o cualquier poder público y se materializa normalmente mediante emisiones de títulos de valores en los mercados locales o internacionales y, a través de préstamos directos de entidades como organismos multilaterales, gobiernos, etc. (MEF Perú, 2021)

La relación entre el gobierno y los tenedores de valores públicos, es de carácter inter-temporal, ya que el gobierno se convierte en el nexo por medio del cual las generaciones futuras tendrán que liquidar la deuda a los prestamistas cuando

---

<sup>1</sup>Véase el Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas 2001, Fondo Monetario Internacional, p. 143.

los plazos se venzan. De allí la importancia de que los créditos que el gobierno adquiere de los particulares se conviertan en proyectos que promuevan el desarrollo socioeconómico. (Bonilla, 2006)

La deuda pública estará conformada por las obligaciones efectivamente contraídas de conformidad al ordenamiento legal vigente y generado por las siguientes operaciones de crédito público:

- a. Emisión de títulos valor y otros documentos emergentes de empréstitos internos o externos, de corto y largo plazo, negociables o no en el mercado.
- b. Contratación de préstamos de acreedores externos o internos.
- c. Contratación de obras, servicios o adquisiciones cuyo pago total o parcial se estipule realizar en el transcurso de más de un ejercicio financiero posterior al vigente, siempre y cuando los conceptos que se financien hayan sido devengados.
- d. Consolidación, conversión, renegociación, refinanciamiento, subrogación y reconocimiento de otras deudas.

Los instrumentos de deuda pública, al estar respaldados por el gobierno, generalmente gozan de una gran confianza entre los inversionistas (lo cual no significa que siempre ocurra), quienes los ven como libres de riesgo, lo que hace que puedan intercambiarse sin mucha dificultad; por ello, sirven de referencia para determinar las tasas de interés de los demás instrumentos financieros en una economía.

También es importante señalar de dichos instrumentos: el volumen, relacionado con el monto de activos financieros intercambiados en un mercado, lo que determina el tamaño de este; y el grado de liquidez, referido a su capacidad para ser fácilmente realizable en un corto tiempo sin pérdidas<sup>2</sup>; es decir, que la liquidez se podría medir a través del valor final sin riesgo y la capacidad del mercado para absorber la oferta adicional sin cambios adversos en los precios.

El uso de instrumentos de deuda pública interna o externa, para financiar déficits fiscales, ofrece mayores grados de libertad para administrar los equilibrios

---

<sup>2</sup> Keynes, J. M. (1980). Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, México: FCE.

macroeconómicos inter-temporalmente y ejercer la función de estabilización de la política fiscal. En la práctica, el gobierno puede endeudarse hoy a fin de admitir un margen de déficit sin, necesariamente, generar inflación, y mañana destinar recursos fiscales a retribuir la deuda adquirida (Hidalgo & Doimeadiós, Fiscalidad, equilibrio externo e interno en la economía cubana: avances y desafíos, 2012).

Un gobierno puede recurrir a la deuda pública como mecanismo de financiamiento para gastos corrientes y gastos de inversión; por ejemplo, para la construcción de obras públicas, para cubrir un déficit presupuestal generado en circunstancias anormales, así como para casos de emergencias, dígame guerras, desastres naturales, entre otras. Dirigir la deuda pública a proyectos de inversión fomentaría el crecimiento y facilitaría a las futuras generaciones gestionar mejor su pago.

De ahí la importancia que tiene la deuda pública, principalmente para aprovechar el ahorro del sector privado y dirigir estos recursos hacia proyectos de inversión que mejoren el bienestar de la sociedad; y posteriormente, para cubrir déficits temporales y hacer frente a situaciones de emergencia. Ésta no debe utilizarse en forma indiscriminada, existen propósitos específicos los cuales deben orientar al gobierno cuando emite títulos gubernamentales. (Bonilla, 2006)

La gestión de la deuda pública tendrá como objetivo asegurar la satisfacción de las necesidades de financiamiento del gobierno, así como el cumplimiento de sus obligaciones de pago, en el mediano a largo plazo, al más bajo costo posible con un nivel prudente de riesgo. Para ello se dispone de oficina de gestión de la deuda (OGD) en muchos países, que implementa su decisión respecto de las emisiones y colocaciones de bonos de Tesorería, con el objetivo principal de apoyar la liquidez y profundidad del mercado financiero local.

La OGD es la entidad pública gubernamental cuya responsabilidad primordial es llevar a cabo la estrategia de Gestión de Deuda mediante solicitudes de préstamos, instrumentos financieros derivados y otras transacciones relacionadas con la deuda. Adicionalmente, debe realizar análisis y proporcionar información a quienes toman las decisiones sobre las posibles estrategias de

Gestión de Deuda, así como los costos y riesgos de las compensaciones asociadas con enfoques alternativos. (IDI, 2018)

Esta puede establecerse como una agencia separada o entidad corporativa fuera del Ministerio de Finanzas o puede crearse dentro del mismo. La experiencia de los países avanzados de la OCDE sugiere que las economías en transición y de mercados emergentes pueden tener que realizar un análisis muy cuidadoso acerca de los tipos de mecanismos institucionales más adecuados para su Gestión de Deuda Pública. Esto se debe a que propenden a tener una situación económica en la que los elementos de política pública son cruciales y carecen de una política independiente. (IDI, 2018)

La gestión de la deuda se realizará a través de los procesos del Sistema de Crédito público y de sus resultados, llevada a cabo a partir de dos canales. Por una parte, la Planificación de la Deuda Pública, que permitirá la aplicación del principio de sostenibilidad de la deuda pública, estableciendo, mediante procesos adicionales, la política crediticia, la estrategia de endeudamiento y la red de relaciones interinstitucionales. Y por otra, la Administración de la Deuda Pública, que permitirá la aplicación de los principios de eficiencia, de centralización y de oportunidad, transparencia y validez de la información, mediante los procesos operativos de inicio de operaciones, negociación, contratación, utilización, servicio, seguimiento y evaluación de las operaciones de crédito público.

### ***1.1.2 Mercado de Deuda Pública***

El Mercado de Deuda Pública (MDP) es el espacio (físico o virtual) donde tras su emisión se colocan y comercializan los títulos de deuda del Estado y, en consecuencia, el gobierno atiende sus necesidades financieras (Gray & Talbot, 2009). Igualmente, el MDP demanda un conjunto de reglas que permiten a inversionistas e intermediarios realizar operaciones de distribución e intermediación de valores públicos. (Barceló A. , 2017)

Los mercados de bonos vinculan a los emisores que tienen necesidades de financiación a largo plazo con inversores dispuestos a colocar fondos en valores a largo plazo que devengan intereses. Un mercado de bonos nacional maduro

ofrece una amplia gama de oportunidades para financiar al gobierno y al sector privado, y el mercado de bonos del gobierno suele crear oportunidades para otros emisores.

El mercado de valores gubernamentales se define como el mercado de valores negociables emitidos por el gobierno central. El enfoque principal está en el mercado de bonos, que son valores negociables de mayor vencimiento (generalmente un año o más). Estos bonos suelen tener cupones (pagos de intereses) para períodos específicos (por ejemplo, trimestrales) del vencimiento del bono. (Banco Mundial, 2001)

A nivel de las políticas macroeconómicas, un mercado de valores del gobierno proporciona una vía para el financiamiento interno de los déficits presupuestarios distintos de los proporcionados por el banco central y, por lo tanto, puede reducir la necesidad de un financiamiento monetario directo y potencialmente perjudicial de los déficits del gobierno. (Banco Mundial, Developing-Government-Bond-Markets, 2001)

Es el espacio donde se negocian los títulos emitidos por los gobiernos (bonos soberanos) para financiar sus déficits fiscales y otras necesidades de financiamiento.

- » Tiene el objetivo principal de canalizar de forma estable y al mínimo costo el ahorro hacia la deuda pública en moneda nacional.
- » Permite el desarrollo de otros mercados financieros, la creación de títulos valores de bajo riesgo que pueden ser usados como colaterales en otros mercados y como opciones de inversión para agentes que necesitan colocar sus fondos a largo plazo.
- » Cuenta con una tasa de interés de mercado que garantizará que los agentes de la economía tengan incentivos para adquirir los bonos del gobierno y con ello asegurar que el financiamiento del Estado se efectúe con dinero ya existente en la economía y que no se afecten los equilibrios macroeconómicos.

Por otra parte, con el desarrollo y profundización del mismo, el gobierno puede encontrar la oportunidad de apoyarse en fondos dentro de la economía nacional para financiar sus necesidades, sin tener que acudir a fuentes externas, y así

reducir la deuda pública denominada en moneda extranjera y evitar una acumulación de la misma.

Los mercados de bonos de todo el mundo se basan en los mismos elementos básicos: una serie de emisores con necesidades de financiación a largo plazo, inversores que necesitan colocar ahorros u otros fondos líquidos en valores que devenguen intereses, intermediarios que reúnen a inversores y emisores, y una infraestructura que proporciona un entorno propicio para las transacciones de valores, garantiza la titularidad legal de los valores y la liquidación de transacciones, y proporciona información de descubrimiento de precios. El régimen regulatorio proporciona el marco básico para los mercados de bonos y, de hecho, para los mercados de capital en general.

En general, para que un mercado de bonos sea eficiente debe contar con una estructura de mercado competitiva, bajos costos de transacción, bajos niveles de fragmentación, una infraestructura de mercado sólida y segura y un alto nivel de heterogeneidad entre los participantes del mercado.

El mercado de títulos públicos se relaciona directamente con el resto de los mercados financieros, especialmente contiene una estrecha relación de interdependencia con el interbancario o de dinero, ya que este último constituye un soporte para garantizar su liquidez y la estabilidad de las tasas de interés; y por su parte, la disponibilidad de títulos de deuda pública que pueden ser utilizados como garantías en los préstamos interbancarios, facilita la profundidad del mercado monetario. Vinculado con lo anterior, un MDP líquido ofrece un activo libre de riesgo para su uso como colateral, por lo que, en términos técnicos, los títulos públicos “complementan” el mercado de dinero (Barceló A. , 2017).

Por tanto, un mercado de dinero eficiente estimula el desarrollo de mercados de valores de deuda más activos al reducir las primas de riesgo de liquidez (dados los grandes volúmenes de liquidez que le proporciona, a corto plazo) y permitir que los inversionistas tengan carteras más grandes de instrumentos a más largo plazo. En países que dependen en gran medida de instrumentos a corto plazo para obtener préstamos del gobierno, la eficiencia del mercado monetario reduce los costos de financiamiento del gobierno de manera más directa.

## **1.2 Desarrollo de MDP**

El desarrollo de un Mercado de Deuda Pública contiene intrínseco el desarrollo de su estructura, así como de los prerrequisitos básicos para su funcionamiento. En este epígrafe, además de ello, se identificarán las razones principales que le imprimen importancia para su necesaria implementación y profundización. De ahí que, se reconoce y acepta la importancia de los mercados de bonos gubernamentales para catalizar el crecimiento de los mercados de bonos en general.

### **1.2.1 Estructura de los MDP**

El mercado de deuda pública está dirigido a ser el espacio donde se realiza la política de gestión de Deuda. Para ello, es imprescindible el desarrollo de sus dos componentes estrechamente interconectados: mercado primario y mercado secundario.

El mercado primario es donde acude el gobierno para emitir sus bonos y financiarse mediante la venta de estos a un grupo de instituciones financieras seleccionadas. En rigor, es donde se concreta el financiamiento público, representando una fuente directa de financiamiento<sup>3</sup>. Esto significa que un título sólo puede ser objeto de negociación una sola vez en un mercado primario, que sería en el momento de la colocación inicial luego de su emisión. (Barceló A. , 2017)

El funcionamiento del mercado primario debe ser transparente y que maximice la competencia entre los inversores para obtener de mejores resultados posibles para el gobierno. Este objetivo se puede lograr asegurando que el mercado primario esté abierto y accesible para un mayor número posible de participantes y difundiendo con antelación la información relevante y oportuna sobre las finanzas del gobierno y las operaciones de financiamiento. (Banco Mundial, 2007)

Las técnicas de emisión, incluidas la suscripción pública, la subasta y la sindicación, deben basarse en el mercado y ser transparentes. Las estrategias

---

<sup>3</sup> Gray, S., & Talbot, N. (2009). Desarrollo de los mercados financieros. México: CEMLA.

de emisión deben sopesar las preferencias de los inversores frente a los objetivos de costo-riesgo del propio gobierno y deben buscar, en la medida de lo posible, promover emisiones de referencia en vencimientos clave que faciliten el crecimiento de los mercados secundarios. La emisión de títulos del gobierno debe tener en cuenta la demanda y los plazos que se demanden en el mercado secundario, puesto que el demandante de estos en el mercado primario luego acudirá al mercado secundario para su venta, de ahí la estrecha relación entre ambos. La consulta y la coordinación efectiva entre las autoridades fiscales y monetarias es esencial para evitar fallas en las subastas.

Las fuentes alternativas de financiamiento basadas en el mercado, ya sean nacionales (letras del Tesoro a corto plazo y líneas de crédito de bancos comerciales) o extranjeras (papel comercial y líneas de crédito de bancos internacionales), pueden aliviar presión sobre las tasas de interés y debe tenerse en cuenta al determinar la estrategia de emisión y la planificación de subastas. (Banco Mundial, 2007)

El mercado secundario, es donde se transan continuamente los valores hasta su vencimiento. Está formado por dos niveles, un espacio mayorista en el cual los bancos y determinados agentes transan entre ellos los títulos del gobierno, y un espacio minorista donde participan además el resto de los agentes de la economía. En estas transacciones no se requiere que el gobierno participe como contraparte, aunque ello puede ocurrir bajo determinadas circunstancias<sup>4</sup>. Las operaciones secundarias se traducen en un cambio en la titularidad de los valores, lo cual no supone la existencia de nueva financiación para el emisor. Sin embargo, sí representa cambios en el agente que financia coyunturalmente al gobierno, es decir, su acreedor; por lo que constituye una fuente de financiamiento indirecta. (Barceló A. , 2017)

Los mercados secundarios que funcionan bien promueven el descubrimiento adecuado de precios, facilitan la gestión de la liquidez y el riesgo, y refuerzan el desarrollo del mercado primario. Los mercados secundarios activos mejoran la valoración y fijación de precios de valores gubernamentales, especialmente bonos de mediano y largo plazo que, por definición, se emiten con menos

---

<sup>4</sup> Gray, S., & Talbot, N. (2009). Desarrollo de los mercados financieros. México: CEMLA.

frecuencia que las letras a corto plazo. Proporcionan un mecanismo de salida para los inversores en valores a mediano y largo plazo, al tiempo que permite a los gobiernos emitir deuda a más largo plazo para administrar mejor la exposición a la tasa de interés y riesgo de renovación. (Banco Mundial, 2007)

Sin embargo, los mercados secundarios activos y líquidos son difíciles de desarrollar, ya que requieren un número suficiente de intermediarios del mercado e inversores institucionales con incentivos para comerciar, instrumentos y tipos de transacciones apropiados, y mecanismos comerciales bien establecidos, así como un posible sitio web o plataforma electrónica para facilitar estas transacciones y conocer las ofertas y demandas de títulos.

Es importante aclarar la estrecha relación de interdependencia entre ambos, puesto que, sin el funcionamiento del mercado primario donde se emitan los títulos por primera vez, no puede existir el mercado secundario; que a su vez le proporciona al mercado primario las tasas de interés de mercado que sirven de referencia para las transacciones en el mismo. (Barceló A. , 2017)

### ***1.2.2 Condiciones previas para el desarrollo del Mercado de Deuda Pública***

Para el funcionamiento y desarrollo de un mercado de deuda pública de manera eficiente se necesita un conjunto de condiciones determinadas, para así llevar a cabo el cumplimiento de sus objetivos principales.

Debe verse el desarrollo del mercado de deuda pública como un proceso dinámico, conjugado con cierta estabilidad macroeconómica donde existan déficits fiscales consistentes, sostenibilidad de la deuda pública y la balanza de pagos, estabilidad de tipos de cambios y precios. La existencia de estas condiciones y el desarrollo del mercado de deuda pública, permitirían la introducción y desarrollo de nuevos productos financieros que ayudarían a mejorar la gestión de riesgo y profundizar la estabilidad financiera.

Fundamentalmente, trabajar hacia un marco de política macroeconómica con un compromiso creíble con políticas fiscales prudentes y sostenibles, condiciones monetarias estables y un régimen cambiario creíble. Estos pasos reducirán los costos de financiamiento del gobierno a mediano y largo plazo, a medida que caigan las primas de riesgo implícitas en los rendimientos de los valores del

gobierno. Perpetuar la aplicación de políticas macroeconómicas que mantengan un nivel, una estructura y una tasa de crecimiento prudentes y sostenibles de la deuda pública y las reservas internacionales.

Es importante destacar que el desarrollo de este mercado conlleva prerequisites que incluyen un gobierno creíble y estable; políticas fiscales y monetarias sólidas; infraestructura legal, tributaria y regulatoria efectiva; acuerdos de liquidación fluidos y seguros; y un sistema financiero liberalizado con intermediarios en competencia. (Banco Mundial, 2001)

Es necesario para estos casos contar con un gobierno confiable, que cumpla sus obligaciones y optimice los riesgos; que sea consistente con la sostenibilidad y gestión de la deuda a largo plazo, apoyado en un marco institucional sólido. Por ello, dos pilares fundamentales para transitar hacia un MDP son: transformaciones en los procesos de formulación y ejecución del presupuesto, a partir de reglas explícitas y transparentes; y reformas estructurales en las políticas de administración de la deuda pública<sup>5</sup>.

Para alcanzar un mercado de valores gubernamentales líquido, primeramente, debe darse el compromiso por parte del gobierno a financiar sus requerimientos de préstamos a los precios del mercado, con lo que ganaría credibilidad.

Las políticas fiscales deben ir dirigidas a crear los incentivos adecuados para que tanto empresas como personas naturales estén dispuestas a invertir en bonos soberanos, tanto para inversionistas nacionales como extranjeros. El país debe tener la capacidad de administrar sus gastos públicos o recaudar ingresos fiscales, evitar la acumulación de considerables obligaciones de deuda interna o externa, así como una considerable solidez del sistema bancario, para mostrarse como un evidente atractivo para dichos inversionistas y que estos no perciban un alto riesgo de incumplimiento de la deuda.

Una política fiscal sólida, en combinación con una gestión general adecuada de la deuda y los activos de reserva, puede ayudar a reducir sustancialmente el

---

<sup>5</sup> Bergara, M. (2015). Las instituciones y los procesos económicos. En Bergara, M. & Hidalgo, V., Transformaciones económicas en Cuba: una perspectiva institucional, pp. 15-50.

grado en que un país estará sujeto al contagio cuando se produzcan perturbaciones económicas.

### **Infraestructura**

Es importante establecer una infraestructura de apoyo para el cumplimiento de contratos y la resolución de disputas, que incluya garantías políticas y legales de libertades civiles y derechos de propiedad, que suponga un sistema judicial eficiente que reduce los costos de transacción y limita el comportamiento depredador, y que contenga seguridad jurídica, lo que significa que los ciudadanos pueden planificar hacia sus objetivos en el contexto de reglas bien conocidas que no se cambiarán arbitrariamente. Cuando se toman en conjunto, estos tres elementos sirven para dar a los prestatarios y prestamistas la confianza que necesitan para modificar los instrumentos existentes y buscar la elaboración de contratos financieros nuevos e innovadores.<sup>6</sup>

Existen potencialmente muchos tipos de infraestructura que los gobiernos deben construir: el sistema legal, incluidos los procedimientos de quiebra; un sistema de pago moderno para la compensación y liquidación de transacciones de valores, pagos minoristas y pagos de gran valor; instrumentos, en el sentido de definición y reconocimiento jurídico; y mercados, incluidas las reglas y posiblemente la infraestructura física para el funcionamiento de los mercados primario y secundario. Otra parte esencial del entorno que debe construirse es un público educado, que comprenda las reglas fundamentales, los beneficios y los peligros potenciales de participar en el sistema financiero. (FMI, 2009)

Deben dirigirse las metas y esfuerzos hacia lograr una infraestructura eficiente, además de la participación activa de intermediarios financieros, donde los bancos juegan un rol fundamental, siendo necesario un sistema bancario robusto en el despliegue y profundización del mercado de deuda pública. Al mismo tiempo, tiene suma importancia el desarrollo de los mercados financieros, específicamente el mercado monetario y el de deuda pública, lo cual constituye un paso fundamental para el desarrollo del sistema bancario y financiero.

---

<sup>6</sup> Rubio, Luis, 2001, "Un estado de derecho emerge en México, lentamente", Wall Street Journal Edición Este, 27 (abril), pág. A19.

En la infraestructura necesaria para el desarrollo del mercado de valores gubernamentales es determinante la existencia de un sistema de pago y liquidación de transferencias de alto valor, fluido y eficiente, que asegure la pronta liquidación de operaciones, debe contar con procedimientos para el registro de tenedores de valores y para el manejo de órdenes de liquidación y casamiento de operaciones. Además, se debe determinar el ciclo de liquidación.

La liquidación de valores gubernamentales debe ser segura. Esto puede requerir una entidad de compensación y liquidación separada o el manejo de la compensación y liquidación en una bolsa. Una infraestructura que permita la comercialización de los préstamos y empréstitos de valores también será importante para estas transacciones y como recurso en caso de incumplimiento. (Banco Mundial, 2001)

Las mejoras en los sistemas de liquidación generalmente se han basado en la sustitución de valores en papel por la desmaterialización de valores, lo que garantiza que las transacciones se realicen de forma rápida y económica. Esta puede desempeñar un papel vital en la reducción del ciclo de liquidación a la liquidación de operaciones el mismo día. Las cuentas de valores también protegen a los inversores contra la destrucción, pérdida, robo o falsificación de valores en papel, lo que elimina el problema de la escritura contaminada.

Para esto, se requiere de un conjunto de equipamientos y tecnologías, así como personal especializado y calificado en servicios informáticos, como herramienta para el desarrollo del conocimiento en la actividad económica. Se debe definir una estrategia que fortalezca y potencie la creación y desarrollo de plataformas digitales que promuevan la evolución de los modelos de negocio clásicos, así como la aparición de nuevos modelos de negocio.

La gestión de la deuda pública solicita personal con una combinación de conocimientos sobre el mercado financiero (como gestión de carteras y análisis de riesgos) y conocimientos sobre políticas públicas. Independientemente de la estructura institucional, la capacidad de atraer y retener personal capacitado en gestión de la deuda es fundamental para mitigar el riesgo operativo.

En un sistema automatizado, la estructura legal debe garantizar la aceptación de documentos electrónicos con respecto a la liquidación final de transacciones, ser consistente con la legislación concursal y reconocer al propietario beneficiario.

### **Marco Legal**

Por otra parte, es sumamente importante contar previamente con un marco legal, regulatorio y de supervisión, capaz de mantener un equilibrio entre las necesidades de un control adecuado del riesgo, la integridad del mercado y el desarrollo del mercado. El mismo debe garantizar la igualdad de acceso y la competencia justa, así como promover un principio de transparencia en la información, que requiere que el gobierno sea abierto sobre sus futuras transacciones de valores, con lo que evita prácticas comerciales indebidas, como la manipulación del mercado y el uso de información privilegiada. De igual forma, dentro de sus objetivos se encuentran la minimización del riesgo sistémico y la protección para inversores y consumidores de servicios financieros.

Generalmente incluye: un empoderamiento explícito de la actividad del gobierno para pedir prestado, reglas presupuestarias para la emisión de gobierno, normas para la organización del mercado primario, definición de las funciones del banco central como agente regulador, marco de gestión de la deuda, normas que rigen la emisión de valores gubernamentales y normas relativas al mercado secundario. (Banco Mundial, 2001)

Algunas de las áreas más importantes en las que el marco legal afectará el desarrollo de los mercados de valores gubernamentales incluyen (i) la definición de los parámetros exactos bajo los cuales los procesos de elaboración del presupuesto fiscal se vincularán con la emisión de valores gubernamentales, (ii) la limitación de la emisión a través de límites máximos de deuda, y (iii) definir las propiedades legales de los títulos públicos y su uso como garantía en transacciones como las operaciones de reporto. (Banco Mundial, 2001)

Como parte de su autoridad, el gobierno también debe tener la capacidad legal de delegar la autoridad de endeudamiento y la política de gestión de la deuda a la agencia o departamento público que lleva a cabo el trabajo de gestión de la deuda. De ahí la importancia de establecer una oficina de gestión de la deuda pública, con el objetivo de ser quien canalice los recursos para financiar las

necesidades del presupuesto fiscal del Gobierno al menor costo posible, considerando el nivel de riesgo asociado.

La ley debe encontrar las maneras para brindar seguridad y confianza a los inversores, no solo en cuestiones de pago, sino también en las limitaciones a la autoridad del gobierno para emitir títulos de deuda, que pueden establecerse en la legislación con un tope específico sobre la deuda total o un límite de incremento neto mínimo o requiriendo la aprobación específica de la emisión por parte de la legislatura, con vistas a evitar una sobre-emisión de deuda que podría afectar considerablemente el mercado de deuda pública y con ello provocar desequilibrios macroeconómicos. (Banco Mundial, 2001)

Un entorno macroeconómico poco estable, no es el adecuado para el desarrollo de un mercado de deuda pública. Es responsabilidad de las autoridades monetaria y fiscales, lograr la adecuada coordinación que además de garantizar el equilibrio macroeconómico, asegure la confianza de los inversores en la seguridad de los títulos gubernamentales. Será extremadamente complicado el desarrollo de un mercado de este tipo en condiciones de desequilibrio.

En otro nivel, el marco legal debe definir los derechos y obligaciones de las partes de los contratos de deuda en los mercados primario y secundario para emisores, inversionistas e intermediarios.

### **Base de inversores**

Para el desarrollo de los mercados de valores gubernamentales se debe contar preferiblemente con una base de inversores heterogénea con diferentes horizontes temporales, preferencias de riesgo y motivos de negociación, para garantizar negociaciones activas y con ello, alta liquidez. Puede estar constituido por inversionistas nacionales o extranjeros, tanto como de menores escalas, minoristas, los cuales pueden amortiguar el impacto de las ventas de inversionistas institucionales y extranjeros, en momentos de volatilidad. En muchos casos son los bancos comerciales, los principales inversores en títulos públicos.

El sector del ahorro ha sido especialmente importante para los mercados de valores de renta fija, ya que proporciona una fuente estable de demanda a largo

plazo. La interacción dinámica entre los mercados de valores gubernamentales y la industria del ahorro implica que los inversores actúen como una fuerza compensatoria de la posición dominante de los bancos comerciales en el mercado de valores gubernamentales. Esto crea competencia y presión por la innovación en los mercados de valores, obligando a una mayor transparencia y mejores normas para la divulgación de información.

Entonces, resulta factible reformar el sistema de ahorro contractual y el sector de seguros para permitir la participación de instituciones no bancarias del sector privado, dado que proporcionan una fuente estable de demanda a largo plazo. La demanda del sector de productos de renta fija y bajo riesgo crediticio también proporciona una base importante sobre la que desarrollar productos estandarizados y titulizados. Por otra parte, autorizar planes de pensiones de capitalización y pasar gradualmente de un marco de inversión cuantitativo y restringido a un marco de “regla de hombre prudente” para la gestión de inversiones, es decir, apelar a la capacidad del individuo de prudencia, discreción e inteligencia para manejar sus propios asuntos respecto a las inversiones, su disposición considerando sus ingresos probables y la seguridad de capital para invertir.

En el caso de los inversores extranjeros, ejercen una presión positiva sobre la calidad y los servicios de los intermediarios, además de su énfasis en una infraestructura de mercado segura y sólida. Sin embargo, al ser relativamente más sensibles al riesgo en cuanto a administrar sus carteras activamente, pueden hacer que los mercados nacionales sean más volátiles y vulnerables. Por tanto, crear un sistema de participación estable y creciente de los inversionistas extranjeros sería muy favorable para la estabilidad del mercado, sobre la base de un ambiente macroeconómico estable y una liberalización prudente de la cuenta de capital.

### ***1.2.3 Importancia del mercado de deuda pública***

Existe un consenso entre el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional de que el desarrollo de los mercados de bonos domésticos merece alta prioridad en la agenda de desarrollo del sector financiero. Por un lado, los mercados de bonos son esenciales para que un país entre en una fase sostenida de desarrollo

impulsada por la asignación de capital basada en el mercado y mayores vías para obtener capital de deuda. Por otro lado, se establece la posición central que ocupan los mercados de bonos domésticos para incrementar notablemente la resiliencia del sistema financiero de un país y aislarlo de choques externos, contagio y reducción del acceso a los mercados de capitales internacionales.

El MDP constituye el pilar fundamental para la organización de mercados financieros con instrumentos más desarrollados y complejos, dado que la deuda pública es un instrumento con un bajo perfil de riesgo, su curva de rendimiento deriva en un referente de precios para el resto de los activos financieros. Igualmente, provee las referencias en materia de estructura de las tasas de interés, debido a que refleja el costo de oportunidad del dinero de acuerdo a los plazos de tiempo.<sup>7</sup>

Permiten diversificar las fuentes y mecanismos de financiamiento del Tesoro, a través de mejores condiciones de tasas y riesgo de mercado; con lo cual se reducen los costos de financiamiento, se incrementa el ahorro y por lo tanto la inversión, con un nivel prudente de riesgos; que a medida que los mercados de bonos se vuelven más líquidos, la cobertura de los riesgos de vencimiento se vuelve más barata y confiable. Mercados de deuda soberana bien diseñados y regulados contribuyen positivamente a la eficiencia de la política financiera gubernamental; al disminuir la fragilidad de las cuentas fiscales, contribuyendo de este modo al objetivo de sostenibilidad de la política fiscal.

En buena medida, la estabilidad macroeconómica se encuentra determinada por la política fiscal y por la política de endeudamiento público de los gobiernos. Es frecuente que la política fiscal sea evaluada a partir de la sostenibilidad de la deuda pública.

Este tipo de enfoque toma en cuenta, obviamente, la información sobre déficit (superávit) fiscal observado, pero incorpora al análisis, también, los niveles existentes de deuda pública, la composición de la misma, su costo (es decir, la tasa de interés a la que se contrae la deuda) y otros aspectos vinculados a la dinámica de crecimiento de la economía. (CINVE, 2019)

---

<sup>7</sup>Herring & Chatuscritak, 2000

Una situación fiscal débil puede provocar incertidumbre en relación a la sostenibilidad de flujo de ingresos y egresos del gobierno y respecto a su solvencia. Esto puede derivar en expectativas de debilitamiento del tipo de cambio o de aumento de la inflación que determinen en mayores primas de riesgo, y por ende mayores costos de financiamiento.

Es importante señalar que los mercados de bonos pueden evitar concentrar la intermediación en los bancos. Es mejor repartir parte del riesgo corporativo en los mercados de capital, en lugar de concentrar todo riesgo corporativo en el sistema bancario.

La existencia de un mercado para los títulos públicos aporta diversas ventajas para los gobiernos, al favorecer la eficiencia de su política financiera y la diversificación de sus fuentes y mecanismos de financiamiento. Asimismo, numerosos autores reconocen que la política monetaria recibe notables beneficios; tomando como referencia que este espacio le aporta cierta independencia al banco central y tributa a reforzar la efectividad de sus canales de transmisión. Adicionalmente, contribuye a la profundización del sistema financiero, debido a que representa un pilar fundamental para el desarrollo de mercados financieros con instrumentos más complejos. (Barceló A. , 2017)

Un mercado eficiente y líquido de renta fija provee beneficios para la economía en general, por la mejora en la colocación de los recursos mediante la canalización efectiva del ahorro nacional e internacional en las inversiones domésticas, y la diversificación de las oportunidades de inversión para inversionistas particulares e instituciones. Se han identificado cinco ventajas del desarrollo del mercado de bonos del sector privado: (República Dominicana, 2010)

- (i) distribuye la tensión del sector bancario al diversificar los riesgos crediticios a través de la economía,
- (ii) suministra fondos a largo plazo para necesidades de inversión a largo plazo,
- (iii) proporciona productos de inversión a largo plazo para el ahorro de largo plazo y un menor costo de fondos por la captura de una prima de liquidez,

- (iv) dota a los productos financieros de flexibilidad para satisfacer las necesidades específicas de los inversionistas y prestatarios, y
- (v) mayor eficiencia en la reasignación de capital.

Estas son características que deben emerger a medida que una economía se desarrolla y crece. Al proveer plazos más largos, a tasas fijas, y fondeo en moneda local, los bonos del sector privado ayudan a reducir el riesgo de tasa de interés, cambiario y de refinanciamiento, dando mayor capacidad de adaptarse a un mercado financiero más amplio.

### ***1.3 Gestión de la Deuda Pública***

El tema de la gestión de la deuda pública está intrínsecamente ligado al desarrollo del mercado de valores gubernamentales. Sin una adecuada gestión de deuda, no se logrará el desarrollo y profundidad de los mercados de deuda pública, ni su funcionamiento eficiente.

#### ***1.3.1 Aspectos generales de la Gestión de Deuda Pública***

La gestión de la deuda pública se define comúnmente como "el proceso de establecer y ejecutar una estrategia para la administración de la deuda gubernamental, con el fin de recaudar la cantidad requerida de fondos, al menor costo posible en el mediano a largo plazo, que sea consistente con un grado prudencial de riesgo. Dicha estrategia debe además cumplir con otros objetivos de gestión de la deuda pública que el Gobierno haya establecido, tal y como el desarrollo y mantenimiento de un mercado eficiente para los títulos de la deuda del Gobierno" (IDI, 2018).

Es importante vincular la gestión de la deuda a un marco macroeconómico claro, en virtud del cual los gobiernos puedan asegurarse de que el nivel y la tasa de incremento de la deuda pública son sostenibles.

Cabe señalar que la gestión de la deuda gubernamental no debe formar parte de la determinación de la política fiscal; existen diferencias entre ambas, incluyendo que sus objetivos son bastante diferentes, y por tanto se deben utilizar instrumentos distintos para su cumplimiento. Por tanto, una oficina dedicada a la gestión de la deuda (OGD) es habitualmente responsable de las operaciones de

GD, el departamento responsable del presupuesto y la unidad macroeconómica, normalmente, asumen el liderazgo de la estrategia e implementación de la política fiscal, incluidos los análisis de sostenibilidad de la deuda.

La política fiscal, por lo general, se define como el uso del gasto gubernamental, recaudación de impuestos (imposición tributaria) y fondos del préstamo que influyen en la economía de un país. Los objetivos de la política fiscal, usualmente, están dirigidos a estabilizar la producción económica (bienes y servicios), mejorar la asignación de recursos y realizar una distribución "justa" de la riqueza. La estrategia de la política fiscal para lograr estos objetivos incluye una política presupuestaria lo menos distorsionada posible, que se mantenga equilibrada durante el ciclo económico y comercial, y unas finanzas públicas sanas con claros déficits presupuestarios y límites de deuda. Las herramientas de política fiscal más importantes son la preparación de un marco fiscal, a mediano plazo, respaldado por un sólido análisis de sostenibilidad de la deuda, y proyectos presupuestarios anuales. (IDI, 2018)

En consecuencia, como herramienta de política fiscal, encontrar un nivel óptimo de deuda no forma parte de la elaboración de una estrategia de gestión de la deuda. En su lugar, se realiza un análisis de sostenibilidad de la deuda para controlar el nivel de la deuda con relación a sus riesgos fiscales y al crecimiento previsto de la economía.

Una estrategia de gestión de la deuda identifica cómo las características de costo y riesgo varían con los cambios en la composición de la cartera de deuda. El contenido de la estrategia y los indicadores de riesgo diferirán de un país a otro, dependiendo de la etapa de desarrollo económico que tengan, las fuentes de financiamiento, la amplitud y profundidad del mercado de deuda nacional y las transacciones utilizadas para administrar la deuda del gobierno central. (IDI, 2018)

Los autores se han dividido en dos bandos: el de los que no efectuarían ningún ajuste en el déficit medido por el procedimiento convencional y el de aquellos que piensan que sólo un déficit ajustado para tener en cuenta la inflación proporciona una medida significativa de la corrección fiscal que un país requiere. En cualquier caso, el incremento de la factura de intereses tenderá a provocar

un aumento de la financiación necesaria para cubrir la brecha fiscal; así pues, cuando el endeudamiento adicional deje de ser una posibilidad viable, obligará al país o bien a reducir su gasto público sin intereses o a incrementar los impuestos. Es esta una restricción fundamental impuesta por una deuda cuantiosa sobre la política fiscal, restricción que puede tener efectos importantes para el crecimiento potencial de la economía. (Tanzi & Blejer, 1987)

Un problema observado en muchos países que se han visto obligados a reducir el gasto público es que, con frecuencia, la reducción del gasto sin intereses que tiene lugar no obedece consideraciones de eficiencia tanto como a la conveniencia pública. De ahí que, el resultado neto de la toma de decisiones en este sentido ha sido una estructura del gasto público menos favorable para el crecimiento.

Algunos países han tratado también de ajustar el mayor gasto público asociado con el crecimiento de los pagos de intereses mediante un aumento de los impuestos, pero, por lo general, no han tenido mucho éxito en este propósito. Si bien es cierto que el incremento de los impuestos indirectos no es, necesariamente, perjudicial para la economía, la elevación de los impuestos que gravan el comercio exterior aumenta con frecuencia las distorsiones y, con ello, reduce el crecimiento potencial del país.

Una gestión adecuada del riesgo por parte del sector público es también esencial a los efectos de la gestión del riesgo por parte de otros sectores de la economía. La estructura adecuada de la deuda ayuda al gobierno a reducir su exposición a los riesgos de tasa de interés, moneda y otros riesgos. Muchos gobiernos procuran dar respaldo a esa estructura estableciendo, cuando ello es factible, puntos de referencia en la cartera para la composición deseada de moneda, la duración y la estructura de los plazos de vencimiento de la deuda, y así orientar la composición futura de la cartera.

A veces, el riesgo puede obviarse fácilmente mediante medidas relativamente sencillas, como ampliación de los vencimientos de la deuda y pago del consiguiente encarecimiento del servicio de la deuda, reajuste del volumen, los plazos de vencimiento o la composición de las reservas de divisas y revisión de

los criterios y las modalidades administrativas sobre pasivos contingentes. (FMI & Banco Mundial, 2002)

Las estructuras arriesgadas de endeudamiento obedecen con frecuencia a la aplicación de medidas económicas inapropiadas —de las políticas fiscal, monetaria y cambiaria— pero es indudable que los efectos de retroalimentación son biunívocos. La gestión adecuada de la deuda no es un remedio, ni dispensa que la gestión en el terreno fiscal y monetario deba ser la correcta. Las medidas apropiadas de gestión de la deuda reducen la susceptibilidad al contagio y al riesgo financiero, pues cumplen una función catalizadora conducente a un mayor desarrollo del mercado financiero y al fomento de la actividad financiera.

Es esencial realizar una gestión prudente del riesgo para evitar estructuras y estrategias de deuda peligrosas, dadas las graves consecuencias macroeconómicas del incumplimiento de la deuda soberana y la magnitud de las pérdidas de producto que entraña. El costo puede incluir insolvencias empresariales y bancarias, así como falta de credibilidad y capacidad a largo plazo del gobierno para movilizar el ahorro interno y externo. (FMI & Banco Mundial, 2002)

Se hace evidente que no es prudente el no pagar la deuda, debido a las consecuencias que ocasionaría en el largo plazo. No solo afectaría a los inversores, los cuales perderían su dinero y además de ello la confianza en dicha gestión del gobierno. También puede afectar la posibilidad de reconstruir el mercado de deuda pública en el futuro, y con ello traería efectos nocivos para la economía y el crecimiento.

Los gobiernos pueden apoyar el desarrollo del mercado de bonos del gobierno y mejorar su credibilidad como emisores de deuda mediante la creación de un marco institucional sólido para la gestión de la deuda. Dicho marco debe garantizar que los objetivos de gestión de la deuda sean claros y puedan guiar las decisiones de gestión de la deuda. La incertidumbre de los inversores se reduce mediante una gestión fiscal prudente y un marco legal que controle el volumen de la deuda pública y el número de emisores, además de garantizar a los inversores que el gobierno respalda las transacciones realizadas en su nombre por los administradores de la deuda pública. (Banco Mundial, 2001)

Las medidas apropiadas de gestión de la deuda reducen la susceptibilidad al contagio y al riesgo financiero, pues cumplen una función catalizadora conducente a un mayor desarrollo del mercado financiero y al fomento de la actividad financiera.

La sostenibilidad de las finanzas públicas es fundamental para garantizar avances en materia de desarrollo humano. La gestión eficaz de la deuda comprende diferentes cuestiones, como la administración, el funcionamiento de una oficina, las comunicaciones, los flujos de información y las autorizaciones legales, el análisis del crédito, la balanza de pagos y el presupuesto, el control de los préstamos y la definición de las estrategias, y la informatización de sistemas de información, además de la formación y conservación del personal. (UNCTAD)

Con la gestión de deuda pública se controlarán y evaluarán cuidadosamente los riesgos inherentes a la estructura de la deuda pública. Todo riesgo se mitigará en la medida de lo posible alterando la estructura de la deuda, aunque teniendo en cuenta el costo que ello represente.

Para orientar mejor las decisiones sobre endeudamiento y reducción del riesgo que recae sobre el gobierno, es sumamente importante la participación de gestores de la deuda, que considerarán las características del riesgo financiero y de otro tipo que presentan los flujos de caja públicos. Los gestores de la deuda tendrán en cuenta y gestionarán el riesgo cambiario y la deuda a corto plazo o con tasa de interés variable.

El Banco Mundial y el FMI presentan una serie de directrices recomendadas para la GDP, donde se caracteriza y define los principios básicos y aspectos fundamentales, así como procedimientos a seguir de la misma. Además de ello, se enfatiza en los objetivos, las medidas de costo y riesgo adoptadas, los aspectos más importantes de las operaciones de GD, la organización que estructura las responsabilidades de los organismos institucionales que la rigen; sin dejar de profundizar en el tema de los riesgos, señalando la importancia de gestionarlos de acuerdo con buenas prácticas comerciales. **(Anexo No.1)**

### ***1.3.2 Financiamiento del endeudamiento del gobierno***

Una de las cuestiones importantes en cuanto al estudio de este tema va relacionada a las fuentes de financiamiento, así como los mecanismos organizativos de estas. Según las literaturas consultadas, aunque no existen reglas estrictas, es más prudente que los gobiernos confíen en la deuda en moneda local. Sin embargo, algunos gobiernos prefieren el endeudamiento en moneda extranjera, dado que puede resultar más barata o de más fácil acceso que en moneda local.

Desde la perspectiva del balance general: la moneda de denominación de los pasivos del gobierno debe depender de la moneda de denominación de los activos del gobierno. La lógica de este enfoque es que sólo los préstamos destinados a adquirir activos en moneda extranjera deben estar denominados en moneda extranjera (World Bank, IMF, & Brookings Institution, 2003). Además, dado que la mayoría de las inversiones del sector público se encuentran en la última categoría, y que los gobiernos recauden impuestos en moneda local, es conveniente que la mayor parte de la política hacia el endeudamiento sea en moneda local.

También, visto desde las consecuencias macroeconómicas, la principal diferencia entre el endeudamiento interno y externo a corto plazo es que el endeudamiento del gobierno a nivel local eleva las tasas de interés internas y, por lo tanto, desplaza el endeudamiento del sector privado; mientras que el endeudamiento externo tiende a evitar este efecto de desplazamiento, pero con el tiempo, los reembolsos aumentan, ejerciendo un lastre deflacionario en la economía.

Este patrón de beneficios a corto plazo y costos a largo plazo ha tentado a muchos gobiernos a depender demasiado del endeudamiento externo, y esto a menudo ha hecho que los gobiernos y sus electores sean demasiado complacientes con el tamaño de los déficits fiscales. Asegurar que las consecuencias desagradables de un fuerte endeudamiento del gobierno se sientan de inmediato (es decir, a través de tasas de interés internas más altas) puede ser más propicio para la formulación de políticas sólidas que recurrir a

dispositivos como el endeudamiento externo que puede posponer el dolor. (World Bank, IMF, & Brookings Institution, 2003)

Sin embargo, lo antes expuesto no significa una total dependencia al endeudamiento en moneda local. Algunos préstamos en moneda extranjera podrían ser parte de una estrategia de diversificación prudente. O, incluso, para garantizar una calificación crediticia soberana en los mercados internacionales, que establece un punto de referencia para las emisiones del sector privado. Además, las ocasiones de marcada volatilidad del tipo de cambio pueden requerir una mayor dependencia de los préstamos en moneda extranjera, al menos por un tiempo.

Para un gobierno, la posibilidad de vender deuda en el mercado local reduce el riesgo de portafolio, especialmente el riesgo de mercado, reduciendo la exposición al riesgo cambiario, es decir, los movimientos bruscos de moneda extranjera. Además, se expande la posibilidad de acceso a los fondos, lo cual puede ser particularmente importante en una crisis financiera donde la probabilidad de ocurrencia de frenazo súbito en los flujos de capitales externos es mayor, o donde el costo de financiamiento es excesivamente alto. (República Dominicana, 2010)

Las diferencias en los mecanismos organizativos entre los países en desarrollo y desarrollados se deben, en parte, a las diferencias en sus fuentes de financiación. Los países desarrollados se endeudan principalmente en los mercados de deuda, emitiendo títulos de deuda negociables en su moneda local. Por el contrario, los países en desarrollo tienen múltiples fuentes de financiamiento, como préstamos de prestamistas bilaterales y multilaterales en moneda nacional y extranjera, así como emisiones de títulos de deuda en el mercado interno -al menos en el extremo más corto de ese mercado- y ocasionalmente también en los mercados internacionales de capitales. (IDI, 2018)

En los últimos años, tanto en países industrializados como en los países en desarrollo, el crecimiento del gasto público ha generado déficits públicos cuantiosos, produciendo un incremento de la cuota que la deuda pública representa en el PIB. Con excepción de algunos países pequeños, en los

industrializados la deuda pública ha sido mayormente interior; mientras que en los países en desarrollo ha sido en su mayor parte exterior.

La deuda pública impone restricciones sobre las políticas económicas en todos los países, las que tienden a ser diferentes en función de los plazos de vencimiento de la deuda y de la circunstancia de que esta sea en su mayor parte interna o externa. Tiene también importancia la cuota de deuda concesionaria en la deuda total de un país, dado que los costes del servicio de esta deuda son inferiores. Una parte significativa de la deuda de los países en desarrollo tiene ciertos elementos concesionarios, en tanto que la deuda de los países industrializados se ha contratado, generalmente, sobre bases comerciales. (Tanzi & Blejer, 1987)

### ***1.3.3 Riesgos asociados a la gestión de deuda.***

Para el Fondo Monetario Internacional, los riesgos que los gobiernos deben considerar al elaborar una estrategia de endeudamiento son:<sup>8</sup>

1. Riesgo de Mercado: asociado a cambios en los precios de mercado, las tasas de interés, tipos de cambio y precios de commodities lo que se refleja en el costo del servicio de la deuda. También conocido como riesgo sistémico, que se presenta por las pérdidas de valor que puede tener un activo debido a la fluctuación de su precio o variaciones dadas por las condiciones de mercado, sujetas a las fuerzas de la oferta y la demanda. El riesgo de mercado está implícito en todo tipo de operaciones financieras, ya que todas ellas están sujetas a tasa de interés, precios o tipos de cambio.

2. Riesgo de Renovación (Rollover): asociado a la posibilidad de que la deuda deba ser refinanciada a un costo inusualmente alto o, en un caso extremo, que no pueda renovarse. La renovación, refinanciación y reestructuración son operaciones aplicadas a las deudas en el sistema bancario y financiero. Los principales retos serán la renovación de deuda en el mercado local por montos desafiantes y la vulnerabilidad del régimen cambiario.

---

<sup>8</sup>Wheeler, 2004; IMF, 2001

3. Riesgo de Liquidez: Existen dos tipos de riesgo de liquidez. Uno se refiere al costo de abandonar una posición cuando el mercado no es lo bastante activo o los agentes son un número reducido. Y el otro hace alusión a la situación en que el volumen de activos líquidos se reduzca rápidamente ante obligaciones imprevistas, ante la dificultad de obtener efectivo para cubrirlas o por ambas razones.

Se puede definir también como la pérdida potencial por la imposibilidad de renovar pasivos o de contratar otros en condiciones normales; por la venta anticipada y forzosa de activos a descuentos inusuales para hacer frente a las obligaciones, o bien, por el hecho de que una posición no pueda ser oportunamente enajenada o cubierta mediante el establecimiento de una posición contraria equivalente.

4. Riesgo Crediticio (o de default): es el riesgo de que el deudor no pueda hacerse cargo de la deuda o de cualquier contrato financiero del que forme parte; es decir, es la pérdida potencial por la falta de pago de un acreditado o contraparte. Para una institución bancaria, cada crédito que otorga está expuesto en mayor o menor medida a la probabilidad de incumplimiento en el pago por parte del acreditado.

5. Riesgo de Impago (Settlement): Se centra en la pérdida que puede sufrir el gobierno como una de las partes del contrato, por el hecho de que la otra parte no efectúe el pago, por la razón que fuere, y exceptuando el riesgo de incumplimiento (default). Es el riesgo de que una de las partes no cumpla los términos de un contrato con otra parte en el momento de liquidación; es decir, que la contrapartida está declarada en banca rota, o no está en capacidad de pagar la obligación, cuando se ha resuelto un contrato.

6. Riesgo Operacional: Es la pérdida potencial por fallas o deficiencias en los sistemas de información, incluye los errores de transacción en las diversas etapas de ejecución y registro de las transacciones, imperfecciones en el control interno o de sistemas, riesgo de reputación, jurídico, incumplimiento de garantías que afecten la normal actividad de la gestión. También encierra las fallas humanas, el fraude y desastres ocasionados por fuerzas naturales y accidentes,

que impidan continuar con las operaciones o que reduzcan la capacidad operativa.

Los riesgos operativos en la mayoría de los casos se cuentan dentro de los riesgos no cuantificables en virtud de la complejidad para estimar la probabilidad de ocurrencia y la magnitud de las pérdidas.

En otras literaturas se menciona además el riesgo legal, definido como la pérdida potencial por el incumplimiento de las disposiciones legales y administrativas aplicables, la emisión de resoluciones administrativas y judiciales desfavorables y la aplicación de sanciones, en relación con las operaciones que las instituciones llevan a cabo. Al igual que los riesgos operativos, los riesgos legales en su mayoría corresponden a los riesgos no cuantificables.

Solo por mencionar ejemplos, se pueden dar casos de:

- » Riesgo cambiario, cuando por ejemplo se intenta compensar la falta de un mercado de bonos nacional tomando prestado en los mercados de bonos internacionales.
- » El descontento social, que puede estar desencadenado por aumentos persistentes en indicadores como la pobreza o la desnutrición, puede provocar una creciente inestabilidad política que debilita la eficacia y la confianza en las políticas.
- » Tensiones geopolíticas en países o regiones seleccionadas pueden causar trastornos económicos y políticos, migración desordenada, mayor volatilidad en los precios de las materias primas (si se interrumpe la oferta), y menor confianza.
- » Las ventas en corto pueden implicar riesgos sistémicos al aumentar el apalancamiento y crear un canal adicional a través del cual se pueden transmitir los shocks en el sistema financiero.
- » A medida que los mercados de bonos se vuelven más líquidos, la cobertura de los riesgos de vencimiento se vuelve más barata y confiable. Las políticas deben tener muy en cuenta los riesgos de tipos de interés que podrían surgir de los descalces de vencimientos, ya sea en el banco central o con los bancos comerciales.

Una función importante del administrador de la deuda es identificar estos riesgos, evaluar en la medida de lo posible su magnitud y desarrollar una estrategia preferida para administrar la compensación entre el costo esperado y el riesgo. Para evaluar el riesgo, deben realizar periódicamente pruebas de estrés de la cartera de deuda sobre la base de los shocks económicos y financieros a los que el gobierno, y el país en general, están potencialmente expuestos.

Además, deben considerar las interacciones entre la situación financiera del gobierno y la de los sectores financieros y no financieros en tiempos de tensión para garantizar que las actividades de administración de la deuda del gobierno no exacerbén los riesgos en el sector privado.

## **Capítulo 2. Experiencias internacionales**

Hasta el momento se han expuestos los elementos teórico-conceptuales principales acerca del MDP, así como las bases para su implementación y desarrollo. En correspondencia con el segundo objetivo específico de esta investigación, este capítulo recogerá experiencias internacionales en las formas de funcionamiento de mercados de deuda pública.

Se puede decir que no existe un modelo único de funcionamiento y organización para los Mercados de Deuda Pública; sin embargo, analizando la experiencia internacional se pueden identificar principios básicos que resultan imprescindibles para garantizar el inicio de sus operaciones.

El propósito de este capítulo es derivar lecciones de la práctica internacional que pudieran ser utilizadas como referentes para el proceso de formación y desarrollo del Mercado de Deuda Pública en Cuba. Por tanto, se analizará el mecanismo más difundido por bancos centrales y gobiernos a nivel internacional para su puesta en marcha y profundización, que han sido empleados por los diferentes países seleccionados como casos de estudio: España, Uruguay y México.

### ***2.1 Experiencia del MDP en España.***

España tiene una deuda pública muy elevada, que debe grandes cantidades de dinero y con la crisis económica sufrida han aumentado aún más estas cifras. De ahí que, se emprende el estudio de la Deuda Pública Española, que es un factor macroeconómico con mucho peso en la economía de cualquier país.

La Deuda Pública española puede ser emitida por organismos públicos, administraciones locales y autonómicas o por el Estado. Los valores emitidos por el Estado se conocen, específicamente, como Deuda del Estado, que es el máximo exponente de la renta fija pública. Puede adquirirse a través de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, o bien directamente a través de Banco de España (cuentas directas, que no devengan comisiones). Son valores representados mediante anotaciones en cuenta. (Bank, 2019)

El Mercado de Deuda Pública favorece que sean valores muy líquidos; es decir, tienen un alto nivel de negociación en el mercado secundario. En España, los

valores públicos de mayor volumen de negociación son los emitidos por el Estado. En el Mercado de Deuda Pública, la Deuda del Estado representa, con muchísima diferencia, el mayor volumen de negociación.

En España, para no poner en peligro la estabilidad presupuestaria, se ha establecido un límite a la emisión de la deuda. Este límite viene regulado por la normativa recogida en el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria, y no podrá superar el 60 por ciento del PIB. Luego del segundo trimestre de 2022, la deuda pública en España se sitúa en 1.475.368 millones de euros, cifra que supone que la deuda alcanzó el 116.1% del PIB.

### **Inicios de la deuda pública en España. Sistema de anotaciones en cuenta de deuda del estado (SACDE)**

La revisión histórica de la deuda pública en España comienza en el año 1975, cuando el sector público español empezó a mostrar cambios en su estructura. Fue en 1977 cuando se firmaron los Pactos de la Moncloa, que incluían un acuerdo sobre el programa de saneamiento y reforma de la economía. Esto supuso un cambio relevante en cuanto a la organización y financiación del sector público español. (Molina Melitón, 2018)

La negociación de la deuda pública en España se vio profundamente modificada con la aparición, a mediados de 1987, del sistema de anotaciones en cuenta, gestionado por el Banco de España a través de la Central de Anotaciones. (Torre, 1992)

En ese momento, con la creación de este sistema se acudía a la necesidad de afrontar retos importantes, en cuanto a un sistema ágil, rápido y eficaz para la colocación de grandes volúmenes de deuda pública; el desarrollo no sólo de un mercado primario apropiado, sino también de unos mecanismos de funcionamiento del mercado secundario que garantizaran altos grados de liquidez de los activos públicos y facilitaran la política de financiación del déficit público. En ello concurren, igualmente, consideraciones de política monetaria. Era necesario disponer de un conjunto flexible de posibilidades de inyección y drenaje de liquidez que pudiera instrumentarse a través de operaciones de mercado abierto con valores del Estado.

Se introdujeron un conjunto de cambios importantes en diferentes terrenos. Primeramente, en la sustentación jurídica de los derechos que incorpora la deuda pública, al pasar de un sistema de títulos físicos a un sistema de anotaciones en cuenta. Con ello, se concedió al mercado un sistema de tenencia y transmisión de valores más seguro y eficiente, que, al facilitar y abaratar los procesos de compensación y liquidación, estimuló un fuerte aumento de la contratación.

Los nuevos métodos supusieron cambios radicales en la negociación, que permitieron la aparición de nuevos participantes del mercado con un carácter marcadamente distinto de los presentes en la negociación bursátil de la deuda pública. Con la nueva estructura, el mercado de deuda se concibe como un mercado ampliamente descentralizado, basado en un sistema de contratación y comunicación telefónica, en su mayoría, entre los miembros del mercado, y en un sistema de liquidación y compensación centralizado en la Central de Anotaciones en Cuenta, lo cual genera una total centralización de la información relevante en estos mercados (precios, rentabilidades y volúmenes de negociación), siendo una ventaja importante; y a su vez, con estrecha vinculación con el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (STMD) del Banco de España. La negociación tiene lugar allí donde dos agentes acuerdan llevar a cabo una determinada operación, apareciendo así múltiples puntos de formación de precios; es en este sentido en el que se considera que la negociación está descentralizada. (Torre, 1992)

Con vistas a una organización de mercado de cotización y negociación descentralizada, la participación debía llevarse a cabo a través de los miembros del mercado, lo que lo configura como un mercado de especialistas. La finalidad de los miembros es la de ofrecer liquidez y, para ello, tienen la capacidad de operar por cuenta propia con el resto de los participantes. Los ámbitos de negociación de la deuda pública difieren en cuanto a los tipos de agentes que pueden acceder a ellos.

A partir del Real Decreto 1009/1991 de 21 de junio, dicha estructura se articula de modo que los miembros del mercado pueden ser de dos tipos: titulares de cuentas en anotaciones, con capacidad para operar exclusivamente en nombre propio, y entidades gestoras caracterizadas por servir de vehículo a otros

agentes que no son miembros del mercado (clientes, terceros o comitentes), y, por tanto, poseen la capacidad de operar por cuenta ajena en el mercado. (Torre, 1992)

En general, puede decirse que el Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado ha contribuido a flexibilizar la canalización de flujos financieros entre distintos sectores de la economía y ha sido de gran importancia para mejorar el funcionamiento del entorno financiero español.

El cambio en la sustentación jurídica de los valores públicos, la creación de diferentes mecanismos de contratación, cada uno con características propias, y el papel que desempeñan los mediadores en la negociación, han llevado a este mercado a gozar de un elevado grado de liquidez. Además, cabe plantearse la eficacia de los sistemas de información pública en cuanto a su capacidad para evitar segmentaciones en la negociación.

### **Mercado de Deuda Pública**

Los títulos emitidos a través del Mercado Primario son de renta fija y aparecen como anotaciones en cuenta. Éstos proceden de organismos públicos autorizados mediante el Ministerio de Economía y Competitividad. Tienen menor riesgo, y por tanto menor rentabilidad que los títulos de renta variable, ya que el Estado se compromete a pagar la cantidad fijada al vencimiento acordado.

Según la legislación vigente se puede emitir títulos deuda pública para que la adquieran los inversores mediante las siguientes técnicas o procedimientos (Martín F., 2006):

- Subasta ordinaria: los solicitantes ofertan a un determinado tipo de interés, y tendrán preferencia los que oferten a un tipo de interés más bajo. O Subasta restringida, en la cual determinadas entidades financieras han pactado previamente con el Tesoro adquirir ciertas cantidades de títulos de deuda.
- Oferta pública: previamente el Tesoro impone el vencimiento y el tipo de interés.
- Otras formas convenientes según el tipo de operación: una o más compañías financieras pueden hacerse con la deuda, de manera total o parcial, con la finalidad de colocarla entre el público.

Las instituciones que principalmente realizan esta labor son:

- Banco de España. Organismo rector del Mercado de Deuda Pública y sus funciones son entre otras, la regulación y supervisión de las operaciones llevadas a cabo entre sus miembros.
- IBERCLEAR. Organismo cuya función es recoger y liquidar los diferentes valores negociados en el mercado. Se creó a raíz de la Ley de reforma del Sistema Financiero de 2002.
- Bolsas de Valores. (Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao) Éstas coordinándose con el IBERCLEAR pueden negociar las operaciones que se registren en el mercado.

Posteriormente la negociación en el Mercado Secundario los inversores particulares pueden realizar operaciones de compra o venta a través de intermediarios financieros. Se puede realizar mediante cuatro sistemas:

- Lo que se denomina como “Primer escalón” al que solamente pueden acceder miembros negociantes a través de los Brokers ciegos (la operación se ejecuta electrónicamente y no se conoce la contrapartida)
- Negociación Bilateral o “Segundo escalón” en el que se desarrolla el resto de la negociación entre Titulares de Cuenta; y su soporte es el SLBE (Servicio de Liquidación del Banco de España)
- El mercado electrónico bursátil de Deuda Pública, donde se contrata de forma multilateral.
- Sistema de negociación entre las Entidades Gestoras y sus clientes.

Por otra parte, como principales agentes de la estructura organizativa del mercado de deuda pública también tienen su participación: **(Anexo No. 2)**

*Tesoro Público*, que fundamentalmente cubre las necesidades de endeudamiento del Estado al menor coste posible y manteniendo un nivel de riesgo limitado, siendo sus principales objetivos: conseguir flujos de financiación estables, reducir el coste de la financiación, mantener un adecuado grado de liquidez en el mercado, y ofrecer a los inversores instrumentos financieros atractivos.

*Comisión Asesora del Mercado de Deuda*, que tendrá como competencias fundamentales: informar previamente los proyectos de disposiciones de carácter general sobre materias relacionadas con el Mercado, y proponer a las instituciones competentes la aprobación de medidas o disposiciones que contribuyan a un mejor funcionamiento del mercado.

*Entidades Gestoras*, encargadas de llevar las cuentas de quienes no estén autorizados a operar a través de Iberclear y mantendrán en ésta una cuenta global que constituirá en todo momento la contrapartida exacta de aquellas cuentas.

Para adquirir en general la condición de entidad gestora, será necesario cumplir con una serie de requisitos, dentro de los que se destacan: tener la categoría de Banco o de Caja de Ahorros o de Cooperativa de Crédito o de Sociedad o Agencia de Valores; además, tener reconocida honorabilidad comercial o profesional de todos los miembros de sus órganos de Administración y de sus directores generales o asimilados; entre otros.

*Titulares de Cuenta*, que son entidades financieras autorizadas para adquirir y mantener Deuda Pública Anotada en nombre propio en la Central de Anotaciones. Sólo pueden actuar por cuenta propia, nunca de terceros, y necesariamente a través del servicio de liquidación del Banco de España, cuyas normas de funcionamiento deben por tanto respetar.

### **Papel del Banco de España**

El Banco de España es el banco central nacional y, en el marco del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), el supervisor del sistema bancario español junto al Banco Central Europeo. Es una entidad de derecho público, con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada, actúa con autonomía respecto de la Administración del Estado desde 1994. Es además el organismo rector del mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

Sus funciones relacionadas con los Valores de Deuda Pública son las siguientes:

1. Es el agente financiero de la Deuda pública, contribuyendo con sus medios técnicos a facilitar los procedimientos de emisión, amortización y de gestión.
2. Presta al Tesoro el servicio de tesorería de la Deuda Pública.

3. Gestiona la Central de anotaciones y supervisa el funcionamiento del mercado de Deuda Pública
4. Establece las normas que rigen las transacciones realizadas entre sus miembros y, junto al Tesoro, determina las regulaciones específicas que afectan a dichas entidades y se encarga de evaluar su actividad.
5. Desde 1990, además, realiza las funciones de Entidad Gestora para las personas físicas o jurídicas residentes que deseen mantener sus tenencias de deuda en una cuenta de valores en el propio Banco de España, las denominadas "cuentas directas".

El Banco de España tiene prohibida la compra directa de las emisiones de la deuda pública. Solo puede adquirir títulos públicos en los mercados para el ejercicio de sus tareas de intervención monetaria.

### **Deuda en divisas**

Un objetivo del Tesoro ha sido la diversificación de las fuentes de financiación y con ellas la distribución del riesgo. Para ello, desde los años ochenta España ha intervenido activamente de los mercados de capitales internacionales.

Actualmente la financiación en divisas se complementa con la financiación en euros. La principal meta, a parte de la posible obtención de rentabilidad como consecuencia de las operaciones de arbitraje, es diversificar la inversión en bonos.

Con la puesta en circulación del euro, el volumen de deuda en divisas ha ido disminuyendo paulatinamente, haciendo que se sitúe por debajo del 1% de la deuda total en circulación. La moneda predominante de la deuda en divisas es el dólar, seguidos por los yenes y las libras esterlinas. Predominan los instrumentos negociables como los eurobonos y las Notas a Medio Plazo, siendo la participación en préstamos nula. (Molina Melitón, 2018)

### **Marco regulatorio**

No existe una norma única que regule el mercado de Deuda Pública en España, sin embargo, la legislación es muy completa y se puede encontrar en diferentes cuerpos normativos:

- » Real Decreto 505/1987 de 3 abril por el que se dispuso de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado.
- » Ley 24/1988 de 28 de julio de Mercado de Valores se distingue 3 mercados secundarios oficiales y se trata de buscar un equilibrio entre las competencias de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y el Banco de España.
- » Ley 37/1998 de 16 de noviembre de reforma del mercado de Valores: introduce el pasaporte comunitario.
- » Ley 44/2002 de medidas de reforma del Sistema Financiero: trata de aprovechar las ventajas de la integración a nivel comunitario y evitar una regulación muy rígida.

Concretamente, en la ley de Presupuestos Generales del Estado de cada ejercicio se disponen los criterios generales a los que se ajustará la emisión de Deuda Pública a lo largo del año correspondiente.

Algunos de los elementos más importantes que vale la pena destacar del marco regulador son: el ámbito del Mercado de Deuda Pública, que tiene por objeto la negociación de los valores de renta fija representados mediante anotaciones en cuenta emitidos por el Estado, el ICO, las CCAA, Entidades Locales, BCE y SEBC; la compensación y liquidación, que es llevada a cabo por la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (Sociedad de Sistemas); las operaciones, que son las transmisiones por título de compraventa realizadas bajo la modalidad de compraventa simple o con pacto de recompra u operaciones dobles, también denominadas simultáneas; la supervisión de la solvencia de los Miembros del Mercado, Titulares de Cuenta a nombre propio y de las Entidades Gestoras corresponderá al BdE o a la CNMV; y la supervisión del sistema de registro, compensación y liquidación de los valores corresponderá a la CNMV.

**La deuda pública en España está constituida por los siguientes títulos:**

\*Letras: la Deuda del Estado recibirá la denominación de Letras del Tesoro cuando se emita al descuento y a plazo no superior a veinticuatro meses. Estas generan intereses implícitos, que consisten en la diferencia entre el importe que

se reembolsará en la amortización (valor nominal) y el que paga el suscriptor (precio de compra o valor efectivo).

Las emisiones de Letras del Tesoro, como el resto de Deuda del Estado, se efectúan mediante el procedimiento de subasta. Para participar en las subastas, las peticiones deben indicar siempre el volumen nominal de letras deseado.

\*Bonos y Obligaciones: La Deuda del Estado recibirá la denominación de Bonos del Estado o de Obligaciones del Estado cuando su plazo de emisión se encuentre entre dos y cinco años o sea superior a este plazo, respectivamente; aunque para facilitar la gestión y agregación, el plazo de emisión puede diferir de los anteriores. Estos se emiten para cubrir necesidades de financiación del Estado a medio y largo plazo, con interés explícito, indicando que el inversor obtiene su rendimiento por una serie de cobros periódicos. Cada uno de los pagos periódicos que, en concepto de intereses, se realizan durante la vida de los Bonos y las Obligaciones se denomina cupón.

Se representan mediante anotaciones en cuenta, igual que las Letras del Tesoro. Las personas físicas pueden suscribir y negociar Deuda del Estado, pero deben hacerlo a través de una entidad gestora, ya que no pueden ser miembros del Mercado de Deuda Pública. Lo mismo ocurre con la mayoría de las personas jurídicas.

\*STRIP (separate trading of registered interest and principal): Son productos financieros muy sencillos, que representan la separación de los cupones y el principal de un bono en sus flujos de manera independiente, dando lugar a inversiones financieras en productos con estructura cupón cero.

Los Bonos y Obligaciones con la calificación de Bonos segregables serán únicamente los que determine exclusivamente la DGTPF. Además, las operaciones de segregación y reconstitución solamente podrán cursarse a Iberclear por aquellas entidades que autorice la DGTPF.

### **MDP español durante la crisis de 2008-2009**

La crisis económica y financiera causó un aumento sustancial de la deuda de las Administraciones Públicas (AAPP) de los países de la Unión Europea (UE) hasta niveles muy superiores a los existentes en el período anterior a 2008. La

evolución financiera de la economía española durante este año estuvo condicionada en gran medida por el agravamiento de dicha crisis financiera internacional y por el deterioro macroeconómico en España y en el resto del mundo.

En el caso de las AAPP españolas, el reducido nivel de deuda pública de partida (36 % del PIB, frente al 66 % del PIB en el área del euro en 2007) permitió absorber el impacto inicial del deterioro cíclico sobre las finanzas públicas sin que se llegaran a alcanzar niveles elevados del stock de deuda. No obstante, la prolongación de la debilidad económica, los elevados déficits públicos, así como el impacto de las ayudas al sector financiero, entre otros factores, han situado el ratio de deuda sobre el PIB en el 84,2 % en 2012. (Gordo, Hernández de Cos, & Pérez, 2013)

En 2008 la situación cambió. Tras el estallido de la crisis financiera se agudizaron los problemas de la economía española y el comportamiento de las finanzas públicas se modificó drásticamente. Con la llegada de la crisis, los ingresos fiscales cayeron, abriéndose un gap con respecto al nivel de gasto público, que además se elevó como resultado del efecto de los estabilizadores automáticos y de algunas decisiones políticas desacertadas, en parte fruto de un diagnóstico equivocado de la situación en la que realmente se encontraba la economía.

Así, en lugar de reconocer el problema de un nivel de gasto que no era sostenible, se optó, en un primer momento, por huir hacia delante, redoblando la apuesta mediante políticas de estímulo a la demanda que agravaron aún más la situación de déficit público y no sirvieron para aliviar la situación económica, pues no atacaban el problema de fondo sino sus síntomas.

El sector privado español se vio obligado a acometer un esfuerzo encomiable de desapalancamiento, mientras que el sector público comenzó un vertiginoso proceso de crecimiento del endeudamiento.

En este marco, y como parte de una actuación concertada con el resto de países europeos, el Gobierno español adoptó una serie de medidas para reforzar el sistema financiero. Así, se elevó el umbral de las garantías de depósito hasta los 100.000 euros, se creó un Fondo para la Adquisición de Activos Financieros de elevada calidad instrumentado a través de subastas entre las entidades

potencialmente interesadas, se acordó el otorgamiento de avales del Estado a los que pueden acogerse los intermediarios para realizar emisiones de renta fija, y se autorizó la adquisición estatal de títulos para reforzar los recursos propios de las entidades. Asimismo, se reforzaron notablemente las líneas de mediación del Instituto de Crédito Oficial (ICO) con el objetivo de facilitar los flujos de financiación a determinados agentes, como las PYME, que han podido ver más restringido el acceso a sus canales regulares. (Banco de España, 2008)

## **Conclusiones**

Desde la puesta en funcionamiento del Sistema de Anotaciones en Cuenta, el volumen de contratación de deuda anotada del Estado ha crecido de forma continuada, a excepción del año 1995 en el que se produce un descenso de la contratación debido a la menor actividad de los agentes no residentes. Este extraordinario crecimiento lo han configurado como el mercado secundario por excelencia del sistema financiero español.

España siempre ha vivido con un excesivo nivel de deuda. Aunque en los años anteriores de la crisis se alcanzaron unos niveles adecuados, con el estallido de esta se ha vivido un período de austeridad con un nivel de deuda pública nunca visto del cual le ha costado salir al país.

La crisis iniciada en el verano de 2007 marcó un punto de inflexión en las tenencias de deuda española por parte del sector no residente. A raíz de la crisis financiera la deuda pública creció rápidamente, situándose en unos niveles muy elevados en una gran cantidad de países, entre los que se encuentra España.

En el momento actual, algunos de los riesgos que conllevan los elevados niveles de deuda pública están diluidos debido a la política monetaria extraordinariamente expansiva que ha seguido el BCE, con abundante disponibilidad de liquidez, bajos tipos de interés y compra de bonos soberanos, lo que ha contribuido a la reducción de las primas de riesgo y del coste de financiación de la deuda. Esta situación ha sido terreno abonado para que los Gobiernos dilaten en el tiempo la adopción de las reformas estructurales y medidas necesarias para acometer la reducción de la deuda.

## ***2.2 Experiencia del MDP en Uruguay.***

La economía uruguaya puede caracterizarse como una economía mixta donde tanto el Estado como el sector privado participan en las decisiones económicas. En efecto, desde principios del siglo XX, el sector público ha tenido un papel muy importante en la economía, tanto por su dimensión, como por la variedad y vastedad de las funciones que desarrolla.

La deuda pública tuvo un enorme peso sobre las finanzas públicas del Uruguay, motivada en la destrucción producida por las guerras civiles y regionales, los déficits fiscales y la debilidad del sistema tributario, que se multiplicó por el accionar fuertemente especulativo de los prestamistas del Estado.

Una característica visible de la deuda pública uruguaya es su alto grado de dolarización. Esta sostenida intención de parte del sector público de mantener un descalce de moneda ha tenido repercusiones en el sistema financiero uruguayo y continúa siendo una de las principales fuentes de fragilidad financiera de su economía (Licandro & Licandro, 2003), que además dificulta la tarea de los bancos centrales porque los agentes (público, empresas, etc) manejan dos monedas, pero el Banco Central emite una sola.

Un paso crítico para una mayor presencia de la moneda doméstica en el sistema financiero y los mercados de capital ha sido el desarrollo de una curva de rendimientos para instrumentos soberanos en moneda doméstica, que puede ser usada como referencia para la introducción de valores del sector privado denominadas en moneda local y el posible desarrollo de un mercado para productos derivados. (De Brun, Ganelman, Kamil, & Porzecanski, 2007)

### **Historia de la deuda pública en Uruguay**

Históricamente, la deuda externa uruguaya fue contraída por el Estado, lo que se explica por la reducida dimensión económica del país y por el importante papel desempeñado por el sector público en el crecimiento de la economía nacional.

En Uruguay, la deuda pública fue un mecanismo clave para la sobrevivencia del endeble aparato estatal surgido de las negociaciones entre argentinos, brasileños y británicos en 1828. Durante la construcción progresiva del Estado

moderno se pasó de la entrega de la administración de la aduana a los acreedores, al endeudamiento garantizado por las rentas estatales, en especial los derechos de aduana. Hasta la década del ochenta del siglo XIX el capital local (fundamentalmente el comercio de Montevideo) fue el principal prestamista del Estado, aunque en los años sesenta ya se había concertado el primer préstamo en la plaza de Londres. (Bertino & Bertoni, 2004)

A pesar de las fuertes crisis operadas, la modernización de la administración pública dio lugar a una paulatina consolidación del crédito público y aseguró a los gobiernos, al comenzar el siglo XX, disponer de una importante fuente de financiamiento. Hasta los años previos a la Primera Guerra Mundial, en el marco de una fuerte expansión del mercado internacional de capitales, Uruguay pudo colocar empréstitos en el exterior que contribuyeron a mejorar el perfil de la deuda pública (conversión de deuda interna en externa en mejores condiciones de plazo e interés) y financiar un interesante plan de obras.

En la historia de la deuda pública uruguaya se identifican cuatro ocasiones en las que se llegó a la cesación de pagos, y en las cuatro el extremo tuvo lugar en medio de crisis internacionales: el origen de la "gran depresión" del siglo XIX se asocia a la moratoria decretada en 1875, la suspensión del servicio en 1891 es una de las manifestaciones de la gran "crisis mundial del 90", la decisión de suspender la amortización adoptada en noviembre de 1914 se da en el marco del estallido de la Primera Guerra Mundial y la decisión de incumplimiento decretada en enero de 1932 es una de las medidas adoptadas para hacer frente a los efectos de la "Crisis del 29" y los inicios de la "Gran Depresión", en el país. Las profundas crisis de 1982 y 2002 no desembocaron estrictamente en incumplimientos en el servicio de la deuda pública, aunque su impacto haya sido muy importante en el nivel de endeudamiento y se afrontaron instancias de reestructura de pasivos, negociaciones de nuevas condiciones y canje de deuda. (Bertino & Bertoni, 2004)

Como surge de las cifras, al comenzar el siglo XX el estado uruguayo dependía predominantemente del ahorro externo para satisfacer sus necesidades financieras y lo mismo ocurre al iniciarse el siglo XXI. Entre ambos extremos, y en el marco del período de cerramiento que caracterizó a la economía mundial (1930-1950), el ahorro interno constituyó la fuente de financiamiento excluyente.

Este análisis parecería aportar evidencia con relación a los efectos de los impulsos globalizadores de la economía mundial en la estructura del endeudamiento público. Resulta por demás evidente la recurrencia con que la "salida" de las crisis ha afectado el equilibrio externo de la economía uruguaya, a través del peso del endeudamiento público y brinda renovada evidencia sobre la restricción externa que, históricamente, ha enfrentado la economía uruguaya.

En síntesis, la evolución de la deuda pública uruguaya aparece fuertemente vinculada a la situación del mercado internacional de capitales, que constituiría la variable independiente que determina la estructura y el nivel del endeudamiento.

### **Unidad de Gestión de Deuda (UGD) del Uruguay**

Es en el año 1997 cuando se decreta la necesidad de la creación de una oficina para una adecuada gestión de deuda pública. De ahí que, en la Ley de Presupuesto para 2005-2009 se contempla la aprobación de la creación de una Unidad de Gestión de Deuda (UGD).

Por tanto, la UGD fue creada en el Banco Central del Uruguay, aunque luego pasa al ámbito del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), con el objetivo de desarrollar una administración independiente de las obligaciones financieras y de los flujos de caja del Gobierno Central. La misión de la UGD es asegurar el financiamiento del mismo al menor costo posible, dados los parámetros aceptados de exposición al riesgo, basados en una sólida capacidad operativa, métodos de investigación actualizados y un proactivo acercamiento a la comunidad inversora. (MEF, 2022)

En dicho decreto N° 442/997 se establece: (MEF, 1997)

- » Asesorar sobre la creación e implementación de las estrategias de endeudamiento del sector público no financiero.
- » En base a los lineamientos de endeudamiento del sector público y a las restricciones de los mercados local y externo, proponer la estructura de financiamiento adecuada de manera que el gobierno pueda cubrir todas sus obligaciones de pago con el menor costo posible en el mediano plazo, a la vez que sea consistente con un grado prudente de riesgo.

- » Implementar el financiamiento para gobierno central. Ello comprende las emisiones de títulos locales y externos y los préstamos provenientes de organismos crediticios.
- » Informar periódicamente al Ministerio de Economía y Finanzas sobre la estructura de la deuda y los parámetros de riesgos que la misma presenta.
- » Centralizar el relacionamiento con los inversores domésticos y externos.

Como se puede apreciar, desde entonces los principales agentes de la estructura organizativa de la UGD son: el BCU, que actúa como agente financiero del MEF y emite habitualmente deuda en el mercado doméstico; y el MEF, que ofrece títulos a mayor plazo que el BCU, ya que persigue un objetivo diferente: mientras el MEF maneja una política de financiamiento del déficit a mediano y largo plazo, el BCU emite a efectos de regular la liquidez del sistema.

Por estas razones, la política de endeudamiento es coordinada conjuntamente con el MEF, además porque el BCU debe regular la liquidez del mercado teniendo en cuenta que el Tesoro Nacional es un “jugador” grande en el mercado, que influye significativamente en la liquidez a través de su resultado fiscal. Además, demanda dólares para el servicio de deuda y eso repercute en la liquidez del sistema (compra dólares, inyectando pesos), y su política de financiamiento es crucial para el BCU (es distinto si se financia en el exterior que en el mercado local).

Por su parte, en 2016 se acuerda crear el Comité de Coordinación de Deuda Pública (CCDP), bajo la necesidad de establecer una coordinación entre los principales agentes de la estructura organizativa de la UGD; ya que, por un lado, el MEF emitía deuda para financiarse, y por otro, el BCU emitía también letras del banco central; por tanto, si ambos emitían al mismo tiempo o se solapaban, el proceso de emisión, pero sobre todo de encontrar inversores, podía salir mal. De ahí que, su cometido primordial es coordinar la implementación de las estrategias de manejo de deuda del Gobierno y la Autoridad Monetaria, teniendo en cuenta los objetivos, instrumentos y mandatos legales respectivos del MEF y BCU.

El mismo estaría integrado por el Gerente de Política Económica y Mercados del BCU y el Director de la Unidad de Gestión de Deuda del MEF, o quienes ellos

respectivamente deleguen; y en calidad de asistentes, podrán participar otros funcionarios cuya función sea considerada conveniente por sus miembros integrantes. Sus principales funciones serán: (BCU; MEF, 2016)

- » Intercambiar visiones y análisis sobre el contexto financiero local e internacional, y su efecto sobre los costos esperados y matriz de riesgos asociados a la administración y gestión de deuda del sector público.
- » Establecer en forma coordinada la implementación de las estrategias de manejo de deuda de cada institución, en coordinación con los objetivos en materia de financiamiento del Gobierno y la política monetaria. Incluye, entre otros, llevar adelante operaciones de mercado conjuntas de emisión de deuda y/o manejo de pasivos, así como cualquier otra actividad de colaboración, comunicación y/o asesoramiento entre ambas instituciones.
- » Apoyar el desarrollo del mercado financiero doméstico para continuar mejorando su funcionamiento, en términos de liquidez, formación de precios y disseminación de información.
- » Asegurar el intercambio oportuno y detallado de información económica, estadística y de mercado entre ambas instituciones, que sea relevante para la consecución de los cometidos de dicho Comité.

Asimismo, el CCDP podrá evaluar también los aspectos relacionados con la gestión del balance del sector público consolidado, incluyendo temas referentes a la gestión de activos de reserva, así como cobertura de riesgos en las empresas públicas.

El CCDP se reúne periódicamente de forma ordinaria (al menos cuatro veces al año) para mantener el control y ejecución de la gestión de la deuda pública, donde analizan y dan seguimiento a indicadores y políticas establecidas y se dictaminan nuevos acuerdos, quedando todo plasmados en comunicados del propio CCDP. **(Anexo No. 3)**

### **Procedimiento de Licitaciones**

El Gobierno Central emite bonos tanto a nivel local como internacional. A través del Banco Central del Uruguay, en su calidad de agente financiero del Gobierno, se llevan a cabo las licitaciones locales en el mercado primario de Notas de Tesorería en Pesos Nominales, así como instrumentos ligados a la evolución de

la inflación, Unidades Indexadas (UI), y de los salarios nominales, Unidades Previsionales (UP), a través de licitaciones mensuales. A nivel internacional, y debido a un fluido acceso a los mercados financieros, emite bonos globales denominados tanto en moneda extranjera como en moneda nacional. (MEF, 2022)

Todos los inversores no residentes pueden participar en las licitaciones locales ya sea a través de un Banco Comercial o Corredor de Bolsa, con la condición de tener abierta una cuenta en la referida institución.

### **Instrumentos emitidos por el Banco Central del Uruguay**

El BCU emite Letras de Regulación Monetaria (LRM) con el objetivo de regular la liquidez estructural del sistema financiero. Para cumplir con este propósito cuenta actualmente con dos instrumentos esenciales, las LRM en pesos uruguayos y las LRM en unidades indexadas<sup>9</sup>. Las primeras se emiten actualmente a plazos de aproximadamente 30, 90, 180, 360 y 720 días, mientras que las segundas se emiten a plazos de 1 y 2 años. (BCU)

Para estos últimos plazos, tanto en moneda nacional como en unidades indexadas (al tipo de cambio), se brinda la opción al inversor de integrar las colocaciones en pesos nominales, o en dólares estadounidenses (con lo que no se ven afectados si se dieran casos de devaluación). El tipo de cambio de conversión es el tipo de cambio fondo promedio del día hábil anterior a la integración, fijado por el BCU. En todos los casos los servicios de amortización e intereses se pagan en pesos uruguayos.

Las LRM se colocan a los operadores primarios mediante el mecanismo de licitación holandesa (precio uniforme) a sobre cerrado. En este sentido, los operadores primarios ingresan sus propuestas en el sistema de subastas (monto y tasa) sin conocer las ofertas de los demás participantes hasta una hora límite estipulada en el calendario de colocaciones. Asimismo, las instituciones que acceden al tramo no competitivo ingresan únicamente el monto en la medida que la tasa adjudicada se determina en el tramo competitivo.

---

<sup>9</sup> Unidad Indexada es una unidad de valor que se va reajustando de acuerdo a la inflación medida por el Índice de Precios del Consumo.

## Marco Regulatorio

En lo referente a la legislación, en la Carta Orgánica se establece, en cuanto al límite de valores públicos, que el Banco sólo podrá dar créditos al Poder Ejecutivo o a cualquier persona jurídica pública a través de la compra, por cuenta propia, de valores de emisión pública.

Las compras de dichos valores en cada año por parte del Banco no podrán superar el equivalente al 10% de los egresos del Presupuesto Nacional, efectivamente realizados en el ejercicio anterior. Tampoco podrá superar dicho monto la tenencia de dichos valores en cualquier momento. A los efectos de este cálculo se computarán los valores a su valor nominal y respecto al máximo no se incluirán los egresos correspondientes al servicio de la Deuda Pública.<sup>10</sup>

En tanto a la administración de la deuda pública y préstamos, el Banco se encargará, en los términos y condiciones que acuerde con el Poder Ejecutivo, de la emisión y gestión de los valores públicos con garantía del Estado y, en este sentido, podrá negociar directamente con el público.

El Banco desempeñará los cometidos de administración de los servicios de la Deuda Pública interna y externa, Letras de Tesorería y Bonos del Tesoro y préstamos internacionales.<sup>11</sup>

Dentro de las **operaciones** realizadas en los últimos años se destacan:

- » En 2018 se decretó la emisión de títulos de deuda de Uruguay, en dólares estadounidenses, regido por la ley extranjera en dólares de los Estados Unidos de América. Los Bonos podrán ser colocados en los mercados internacionales en la modalidad y condiciones requeridas en dichos mercados.<sup>12</sup>
- » Entre el 6 y 10 de mayo de 2019, MEF y el BCU llevaron adelante en forma conjunta una operación de emisión y canje de títulos públicos en el mercado doméstico. A través de cuatro licitaciones diarias y consecutivas, el MEF emitió Notas del Tesoro en moneda local, tanto en Unidades Indexadas (UI)

---

<sup>10</sup> Fuente: Ley No. 16.696 de 30.03.1995, art. 47, en la redacción dada por Ley N° 18.401 de 24.10.2008, art. 5º

<sup>11</sup> Fuente: Ley N° 16.696 de 30.03.1995, art. 50

<sup>12</sup> Decreto N° 83/018

como Unidades Previsionales (UP). Estos títulos podían ser adquiridos con otros instrumentos del Gobierno y del BCU, así como con efectivo.

- » Entre el 20 y 24 de enero de 2020, el MEF y el BCU llevaron adelante en forma conjunta otra operación de emisión y canje de títulos públicos en el mercado doméstico, bajo el mismo proceder. Estos títulos podían ser adquiridos con efectivo, así como ser canjeados por otros instrumentos del Gobierno y del BCU de menor madurez.
- » Operación internacional ejecutada el 13 de mayo de 2021, que permitió al gobierno avanzar con su programa de fondeo para este año, orientado a financiar y apoyar la reactivación económica y el empleo post-pandemia.
- » En la noche del miércoles 1º de diciembre de 2021, el Gobierno completó la emisión de bonos de oferta pública en el mercado de Japón por un monto de 50 mil millones de yenes (equivalente a USD 442 millones), a plazos de entre 3 y 15 años, y a una tasa de interés anual de 0,71%, en promedio.

## **Conclusiones**

La fragilidad financiera de las firmas uruguayas y los problemas de prácticas de gobierno corporativo, son las principales razones de su subdesarrollo. Por un lado, Uruguay es un país con un alto grado de dolarizado en América Latina, lo que ha provocado la inestabilidad macroeconómica de las últimas décadas, y por otro, los usuales problemas de agencias asociados con deuda de largo plazo promovieron un comportamiento oportunista en algunos casos por parte de los propietarios de firmas y gerentes que al final resultaron en episodios de quebrantamiento de obligaciones. Estos episodios generaron importantes externalidades negativas que afectaron y aún persisten en el mercado de capital doméstico; lo que también provoca falta de confianza, en cuanto a invertir en deuda pública, por parte de los inversores.

El mercado de renta fija uruguayo ha funcionado bien en términos de facilitar transacciones de deuda pública en el mercado secundario; sin embargo, continúa siendo extremadamente subdesarrollado para valores del sector privado. Luego de un corto período de relativo auge a mediados de los 90´, el mercado para la deuda corporativa decayó y ha permanecido subdesarrollado desde entonces.

Por su parte, mediante la actividad conjunta del BCU y el MEF se coordina la política de endeudamiento, apoyada en la actividad del CCDP, con vistas a regular la implementación de las estrategias de manejo de deuda del Gobierno y la Autoridad Monetaria, teniendo en cuenta los objetivos, instrumentos y mandatos legales, y de esta manera llevar a cabo una gestión de la deuda pública eficientemente.

### ***2.3 Experiencia del MDP en México.***

El desarrollo histórico de México demuestra su estrecha vinculación a la deuda pública, de modo tal que se puede decir que la República nació en medio de una crisis de deuda, a la que se ha dado un manejo poco eficiente: i) por endeudarse sin control y rebasar su capacidad de pago; ii) por la mala composición del endeudamiento adquirido en términos de plazos, naturaleza de los prestatarios, tasas, condiciones desventajosas de contratación o impuestas por el FMI y el BM, que vulneran el interés nacional y la soberanía y afectan a la sociedad, entre otros; iii) por utilizar el financiamiento para cubrir déficit público resultado de desvíos de recursos y de políticas públicas ausentes o erráticas de malas administraciones, y no para inversiones productivas, como establece la Constitución; iv) por adquirir deuda únicamente para pagar deuda transfiriendo la obligación de pago a las generaciones futuras; haciendo de la deuda pública un factor de riesgo determinante del quebranto de su economía y del desarrollo nacional. (Morales Mendoza, 2015)

De ahí que México, tanto como algunos de sus vecinos de Latinoamérica, presenta problemas de déficit público, bajo crecimiento económico, depreciación cambiaria y presiones macroeconómicas externas, que generan un ambiente de fragilidad fiscal.

Las finanzas del sector público en México se integran con las estadísticas de ingreso, gasto y deuda del gobierno federal y sus organismos y empresas públicas, pero no considera a los gobiernos estatales y municipales, debido a que se considera que las finanzas públicas estatales y de los municipios están incluidas se reflejan en las estadísticas de la administración federal vía participaciones o las aportaciones y transferencias del gobierno federal. (Heath, 2012)

## **Historia y evolución de la deuda pública mexicana**

En México se observa un fenómeno fuertemente cíclico en la evolución de la deuda pública, que refleja las dificultades que tuvo el gobierno de este país en el plano financiero.

Tuvieron lugar cambios importantes en la disponibilidad de capitales en distintos mercados financieros para los préstamos públicos. Fue frecuente para el gobierno mexicano durante el siglo XIX, que no existiera posibilidad de acceder a los mercados internacionales; de ahí que, la administración de la deuda pública consistía en obtener préstamos en los mercados financieros domésticos, los cuales, sin embargo, no solían contar con un gran volumen de fondos, por lo que las negociaciones entre gobierno y prestamistas solía ser compleja y tensa.

En el caso de los empréstitos externos, el éxito en la emisión dependía del crédito del gobierno mexicano en los mercados de capitales europeos y, más tarde, en los estadounidenses. Ello, a su vez, estaba condicionado por el desempeño de la economía mexicana y la relativa abundancia de capitales que existiera en las bolsas de Londres, París, Berlín o Nueva York en distintas coyunturas.

Hacia mediados del siglo XIX una gran parte de la deuda gubernamental (interna y externa) estaba en un estado de moratoria virtual, dado que en este período fracasan en obtener más dinero, debido a guerras civiles y debilidad de la hacienda pública, panorama que reducía drásticamente la negociabilidad de los títulos de crédito público; más allá de las elevadas tasas de interés, los enormes riesgos inherentes, y la multifacética colección de papeles y billetes en circulación.

Dos formas diferentes de solucionar para intentar recuperar la deuda interna en mora fueron utilizadas por los prestamistas que eran los grandes acreedores del gobierno federal. La primera contemplaba el intercambio de sus créditos por bienes raíces, como resultado de la nueva legislación establecida en 1856/57 que puso en marcha la desamortización de las propiedades de la Iglesia Católica. La segunda forma de conversión de la deuda pública utilizada por los agiotistas consistió en la transformación de los adeudos internos del gobierno en deuda

externa, garantizada por Convenciones diplomáticas firmadas con Inglaterra, Francia y España.

Todavía en 1913 se pudo obtener empréstito de banqueros europeos y norteamericanos, lo que puede atribuirse al boom bursátil en los mercados internacionales que precedió a la primera guerra mundial. No obstante, estos fondos se esfumaron rápidamente y después de 1914 fue imposible conseguir más dinero fresco, por lo que se anunció la suspensión de pagos. De hecho, México fue el único país latinoamericano que suspendió pagos totalmente en esta época.

Posteriormente, desde el estallido de la revolución hasta la Segunda Guerra Mundial, el crédito del gobierno estuvo sujeto a condiciones extremadamente arriesgadas; el endeudamiento externo volvió a aumentar siguiendo la tendencia de los repetidos ciclos de endeudamiento (suspensión de pagos).

Luego, para continuar el análisis de la evolución de la deuda pública mexicana es útil ubicar tres etapas: (Hernández Trillo & Villagómez Amezcua, 2000)

- » La primera relata básicamente el crecimiento de la deuda externa y va desde 1970 hasta la erupción de la crisis de la deuda externa de 1982, cuando México amenaza con repudiarla. En este período se obedece más a factores de respuesta al agotamiento del modelo de sustitución de importaciones y a una excesiva petrolización de la economía que a una política específica de manejo de la deuda.
- » A partir de este momento y hasta 1994, la evolución de la deuda pública se caracteriza por un proceso de renegociación de esta deuda externa (en el contexto de un conjunto de programas de estabilización económica) y la bursatilización de la deuda interna al someterse a condiciones de mercado, sobre todo a partir de 1986.
- » Y, de 1995 a inicios del siglo XXI, que se caracteriza por una redefinición de la política de deuda interna, en particular, el retiro de la deuda indizada a moneda extranjera, así como el reconocimiento de deuda contingente, asociada a la reforma al sistema de pensiones, al rescate bancario y de las entidades federativas.

Dentro de este proceso, es importante señalar que la participación de la deuda externa sobre la deuda total ha dominado a la interna. Los problemas fiscales que México ha presentado en los últimos años se manifestaron en la crisis de la deuda en 1982 y en la crisis de 1996, que resultaron en una deuda pública explosiva.

Los principales problemas en materia de los ingresos públicos fueron la ausencia de una política tributaria que los aumentara de manera sustancial, y la petrolización de los ingresos que generó que gran parte de los mismos dependiera del entorno internacional y de la plataforma petrolera. Los problemas en la política de egresos se originan debido a un bajo nivel de inversión pública y un alto nivel de gasto corriente y que las rentas petroleras no se destinan a proyectos de inversión para PEMEX, sino se utilizan para recaudar impuestos. (Moreno-Brid & Ros Bosch, 2009)

### **Mercado de títulos gubernamentales en México**

El mercado interno de bonos gubernamentales en México, iniciado en 1979, se expandió rápidamente desde mediados de los años 90, debido, en parte, al esfuerzo de las autoridades para desarrollar fuentes internas de financiamiento como una forma de reducir la dependencia del país en los flujos de capital externos.

La salida abrupta de dichos capitales a finales de 1994 derivó en una profunda crisis económica y financiera para México (“crisis del tequila”), que alertó a las autoridades sobre la vulnerabilidad que lleva consigo la excesiva dependencia del financiamiento externo. Por tanto, se hizo necesaria una transformación de fondo, donde el Gobierno Federal decidió atacar una serie de factores que venían limitando su expansión.

Desde entonces, el objetivo ha sido fomentar el desarrollo de un mercado profundo y líquido, con una diversidad de participantes, en el que se dé una captación eficiente de recursos que permitan financiar al sector público en condiciones de mercado.

La primera condición era continuar con el proceso de estabilización macroeconómica, sustentado en las políticas fiscal y monetaria. La estrategia ha

contemplado atender tanto al monto total emitido de deuda pública, como al riesgo cambiario de su denominación.

La composición de la deuda pública interna y la gama de inversionistas participando en el mercado requería una modificación. En ese sentido, se adoptaron una serie de reformas institucionales al sistema financiero mexicano, dentro de las que se destacaron:

- » Reevaluación de criterios contables y valuación.
- » Reforma del sistema de pensiones del sector privado.
- » Mayor operación a través de casas de corretaje.
- » Emisión de bonos a tasa fija: 3 y 5 años en 2000, 10 años en 2001, 20 años en 2003, 30 años en 2006.
- » Potenciar la figura de Formadores de Mercado<sup>13</sup>.
- » Reformas al sistema de pagos.
- » Uso de referencias que sirvieran de guía.

El gobierno por su parte, en su intención de dar la mayor certidumbre posible a los participantes del mercado, realizó también acciones, dentro de ellas la estrategia anual de manejo de deuda como parte del paquete fiscal; y el anuncio trimestral del calendario de colocaciones de valores gubernamentales, con fechas establecidas para subastas primarias y montos a subastar de cada título, aceptando las tasas de interés determinadas por el mercado en las subastas de valores.

Con esta estrategia se ha logrado formar una verdadera curva de rendimientos y extender la duración de la deuda pública. Los volúmenes operados han crecido considerablemente, aún en períodos de volatilidad financiera. Asimismo, ha cambiado la composición de la deuda pública interna y el conjunto de inversionistas se ha ampliado. (Santaella, 2008)

Más allá de ello, la economía mexicana afronta determinados riesgos. El principal problema de la deuda es que en este mercado se financian el gobierno federal y las empresas, las corporaciones, las entidades financieras y no financieras, lo que implica que cada uno de ellos enfrenta ciertos perfiles de riesgo crediticio, y

---

<sup>13</sup> Los Formadores de Mercado constituyeron una figura importante para la provisión de liquidez y la revelación de precios.

en función de su perfil de riesgo es como logran colocar capital en el mercado y pagar una tasa. En México existe otro riesgo, que tiene que ver con la estructura temporal de las tasas de interés, la cual es el acomodo en tiempo dados los plazos de las tasas que pagan los bonos gubernamentales desde un mes hasta 30 años.

Además, la economía mexicana se caracteriza por tener cuentas de capital abiertas y por la presencia de inversionistas extranjeros que compran deuda emitida en México, lo que implica tener una serie de riesgos adicionales a la que se enfrentaría México si tuviera solamente deuda interna; como, por ejemplo, la probabilidad de que los tenedores estén sujetos a un ataque de pánico y conduzcan a la deuda pública del país. La moneda de denominación es importante para determinar el riesgo de desajustes de moneda, así como el vencimiento es importante para determinar el riesgo de reinversión y tasa de interés (Panizza, 2008). La crisis de deuda de 1994 es un ejemplo, del riesgo que implicó un portafolio de deuda compuesto mayoritariamente de deuda a corto plazo y en moneda extranjera.

Otro de los riesgos de incluir deuda externa en el portafolio de deuda pública mexicana, es la volatilidad del tipo de cambio, debido a que depreciaciones del peso mexicano respecto al dólar estadounidense tiende que elevar el costo de la deuda.

### **Marco Regulatorio**

Con la implementación del mercado de deuda pública en México se hacía necesario que el país contara con un marco jurídico que permitiera el adecuado manejo y control del financiamiento público de todos los niveles de gobierno y de evitar problemas de sobreendeudamiento e insolvencia y otros que comprometan la viabilidad financiera de los estados y de los municipios. (Morales Mendoza, 2015)

Es hasta finales de 1976 cuando se llevan a cabo algunos esfuerzos para contar con dicha legislación, lo que se materializa mediante la iniciativa de Ley General de Deuda Pública propuesta y precisa, específicamente para regular el financiamiento público; presentada junto a las iniciativas de Ley Orgánica de la Administración Pública Federal y de Ley de Presupuesto, Contabilidad y Gasto

Público Federal, también aplicables de manera complementaria. (Morales Mendoza, 2015)

Por primera vez el país contaría con una ley para normar sistemática y conjuntamente el problema de la deuda pública. En tal disposición, se determina que exista corresponsabilidad del Ejecutivo y del Legislativo en materia de endeudamiento, pues el Ejecutivo propone y aplica los montos de endeudamiento y el Legislativo es el que otorga las bases para su contratación y reconoce y ordena pagar el financiamiento. (Morales Mendoza, 2015)

La legislación obedece a la necesidad de hacer un uso racional del crédito de la nación y subordinar el endeudamiento público, al igual que el resto de la actividad financiera del Estado, al cumplimiento de los objetivos del desarrollo nacional, como se advierte desde la exposición de motivos de la Ley General de Deuda Pública, en la que se reconoce la necesidad de racionalizar el uso de dicho crédito y de destinarlo, casi en forma exclusiva, a la realización de proyectos productivos que simultáneamente apoyen el desarrollo nacional y generen recursos suficientes para cubrir el crédito contratado, así como de cuidar que no se rebase la capacidad de pago del país, aspectos legales que no siempre se han cumplido.

Así también, la ley faculta a las entidades federativas y los municipios para acceder a la deuda pública, en este caso deuda subnacional, en moneda nacional, que debe destinarse a inversión pública y no a gasto corriente.

### **Tipos de instrumentos y su colocación**

En México, el Gobierno Federal emite y coloca cuatro instrumentos distintos en el mercado de deuda local, y a su vez, el Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB) coloca los llamados Bonos de Protección al Ahorro (BPAS). Estos son: (Cortina Morfín & Álvarez Toca, 2014)

\*Cetes: Los Certificados de la Tesorería de la Federación son el instrumento de deuda más antiguo emitido por el Gobierno Federal. Estos títulos pertenecen a la familia de los bonos cupón cero, se comercializan a descuento (por debajo de su valor nominal), no pagan intereses en el transcurso de su vida y liquidan su valor nominal en la fecha de vencimiento. Su plazo máximo actualmente es de

un año, aunque en el pasado llegaron a emitirse en plazos de hasta dos años. Los cetes son fungibles entre sí siempre y cuando venzan en la misma fecha e independientemente de la fecha en que hayan sido emitidos.

\*Bondes: Los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal son valores gubernamentales a tasa flotante, esto significa que pagan intereses y revisan su tasa de interés en diversos plazos (plazos que han ido variando a lo largo de su historia). Se subastan a plazos de 3, 5 y 7 años. La tasa de interés que pagan estos títulos se determina componiendo diariamente la tasa a la cual las instituciones de crédito y casas de bolsa realizan operaciones de compraventa y reporto a plazo de un día hábil con títulos bancarios, conocida en el mercado como “Tasa ponderada de fondeo bancario”. Los bondes D son fungibles entre sí siempre y cuando venzan en la misma fecha e independientemente de la fecha en la que hayan sido emitidos.

\*Bonos: Los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal con Tasa de Interés Fija son emitidos y colocados a 3, 5, 10, 20 y 30 años. Los bonos pagan intereses cada seis meses y, a diferencia de los bondes, la tasa de interés se determina desde la emisión del instrumento y se mantiene fija a lo largo de toda la vida del mismo, lo que ocasiona que los bonos no puedan ser fungibles entre sí a menos que paguen exactamente la misma tasa de interés.

Los bonos son susceptibles de segregarse, es decir, pueden separarse los pagos de intereses del principal del título, generando “cupones segregados”. Incluso, una vez segregados pueden reconstituirse reintegrando los “cupones segregados”, los intereses por pagar y el principal correspondiente, regresando al formato originalmente emitido.

\*Udibonos: Los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal denominados en Unidades de Inversión se emiten y colocan a plazos de 3, 10 y 30 años y pagan intereses cada seis meses en función de una tasa de interés real fija que se determina en la fecha de emisión del título. Devengan intereses en udis que son pagaderos en pesos. Debido a que cada emisión de estos títulos cuenta con una tasa de interés real fija desde que nace hasta que vence los udibonos no pueden ser fungibles entre sí a menos que pagaran exactamente la misma tasa de interés.

Los udibonos también son susceptibles de segregarse. Al igual que los bonos, una vez segregados pueden reconstituirse reintegrando los “cupones segregados”, los intereses por pagar y el principal correspondiente.

\*BPAS: El Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB) emite Bonos de Protección al Ahorro utilizando para ello al Banco de México como su agente financiero. Estos títulos son emitidos en plazos de 3, 5 y 7 años y pagan intereses en plazos iguales a los de cetes. Los títulos devengan intereses en pesos. Los instrumentos del IPAB son fungibles entre sí, siempre y cuando vengán en la misma fecha y sean de la misma clase, independientemente de la fecha en la que hayan sido emitidos.

En México la colocación primaria de valores gubernamentales se ha realizado tradicionalmente mediante la celebración de subastas, que se colocan a través de subastas a precio múltiple y a precio único. En ambos casos, se trata de subastas que utilizan sistemas “cerrados”, es decir, donde el precio de asignación se conoce después del cierre de la subasta. Sólo las subastas de bonos D del Banco de México son a través de un sistema “interactivo” que permite conocer, en tiempo real, el precio marginal al cual se está colocando la totalidad del monto subastado. De esta forma, los postores pueden mejorar sus posturas, siempre y cuando no haya terminado el tiempo preestablecido para presentar posturas en la subasta.

Otra manera de colocar valores es a través de la “sindicación”. En este tipo de colocación los valores gubernamentales son vendidos a una agrupación o sindicato de instituciones financieras quienes, por una comisión, se comprometen a comprar determinado volumen de valores a un precio de mercado. Posteriormente los valores son vendidos por los miembros de la agrupación al resto del mercado.

En diciembre de 2010 el Gobierno Federal comenzó a vender títulos en directo al público en general mediante el programa Cetesdirecto. A través de este programa los pequeños y medianos ahorradores pueden adquirir toda clase de valores gubernamentales, además de los cetes, en las subastas de cada semana sin tener que hacerlo a través de casas de bolsa o instituciones de crédito.

## **Papel del Banco Central de México**

El banco central de México desempeña diversas funciones, dentro de ellas gestionar las condiciones monetarias internas recurriendo a distintas herramientas (fijación de tasas de interés de política monetaria, operaciones de mercado abierto (OMA), coeficientes de reservas, etc.), y al hacerlo procura tomar en cuenta los propios flujos de caja del gobierno.

En su carácter de agente fiscal del gobierno, no solo administra las subastas de bonos y letras, sino que además influye de manera significativa en las políticas de emisión y financiamiento, lo que refleja la capacidad limitada del tesoro. En la práctica, esto tiende a implicar que se emitieran bonos para financiar los déficits presupuestarios y letras del Tesoro tanto con fines de liquidez como para financiar necesidades de efectivo a corto plazo.

El banco central mexicano también presta una serie de servicios al gobierno como su banco (lo que podría extenderse a la función de cajero, procesador de pagos y prestamista de última instancia) y de manera diversa como agente de liquidación, proveedor de servicios de registro, etc.; además de administrador o regulador de los sistemas de pago (y liquidación), supervisor de los mercados interbancario y monetario y, en muchos casos, regulador prudencial de los bancos comerciales y otras instituciones financieras. (Pessoa & Williams, 2012)

En algunos países, el banco central de México, de hecho, tenía ciertas responsabilidades en materia de ejecución presupuestaria a través de su control sobre las cuentas bancarias de los ministerios, departamentos y organismos (MDO).

## **Conclusiones**

En los últimos años México ha tenido una tendencia creciente de la deuda pública como porcentaje del PIB, debido a constantes déficits primarios y a la dinámica de la deuda, que han afectado la solvencia del gobierno mexicano; entorno que ha obligado a este país a suspender los pagos en distintas ocasiones, generando, inclusive, conflictos internacionales.

Se ha privilegiado en los últimos años el endeudamiento interno, sustituyendo deuda externa por deuda interna, con fuerte apoyo en el ahorro de los trabajadores y en buena parte en manos de inversionistas extranjeros, no así la

amortización de la deuda pública, cuyo monto y costo financiero han seguido creciendo y sólo se desplaza hacia el futuro.

La política de deuda en materia del origen del endeudamiento generó un cambio drástico a raíz de la crisis de 1994, que provocó una salida abrupta de capitales, pero sirvió para alertar a las autoridades sobre la vulnerabilidad que lleva consigo la excesiva dependencia del financiamiento externo. Cabe destacar que es una ventaja mantener un portafolio de deuda compuesto con la mayor parte de la deuda emitida en los mercados domésticos, puesto que el gobierno elimina el riesgo de depreciación del tipo de cambio, además de que desarrolla el mercado de deuda interno.

### **Capítulo 3. Mercado de Deuda Pública en Cuba**

Los mercados financieros constituyen un complemento útil pues brindan fuentes diversificadas de financiamiento y propician una asignación eficiente de los recursos en la economía. Adicionalmente, el banco central se apoya en estos para lograr su objetivo de estabilidad macroeconómica, lo cual precisa de un funcionamiento eficiente de los mismos. De ahí que, la autoridad monetaria presenta un rol muy importante en el proceso de desarrollo de los mercados financieros en las distintas economías y en el control y supervisión de estos para garantizar su adecuada evolución.

El entorno monetario cubano actual se encuentra inmerso en una serie de transformaciones orientadas a la recuperación de los equilibrios macroeconómicos, entre las que resaltan algunas relacionadas con el desarrollo y profundización de los mercados financieros.

Desde los lineamientos de la política económica y social del VI Congreso del Partido y la Revolución se viene planteando la necesidad del desarrollo de los mercados financieros. Posteriormente, en el VIII Congreso del PCC (para el período 2021-2026), se planteó el Lineamiento 36, que expresa: “Avanzar en el desarrollo de los mercados financieros (interbancario, de deuda pública y cambiaria), para que contribuya al funcionamiento eficiente de la economía.”

Partiendo de ello, se realizan un grupo de acciones y transformaciones que van encaminados en primera instancia a la implementación de un mercado interbancario eficiente, así como la ampliación de las fuentes de financiamiento del Gobierno mediante la emisión de títulos de deuda pública.

Producto de estos cambios propuestos en los Lineamientos, se han fortalecido durante los últimos años en cierta manera los mercados financieros en el país. La creación del Mercado Monetario en diciembre de 2014 y el funcionamiento del mismo con resultados adecuados (aunque en los últimos dos años se ha visto inmerso en determinados problemas por decisiones tomadas en la Tarea de Ordenamiento), en el que existen las únicas tasas de interés de mercado en el país, y la emisión de títulos de deuda pública y los primeros trabajos para el

desarrollo futuro de un Mercado de Deuda Pública, han sido los principales avances alcanzados.

En cuanto al MDP, las transformaciones han transitado desde la organización de las relaciones entre el Presupuesto del Estado y el BCC hasta la emisión a partir de 2013 de Bonos Soberanos para satisfacer el financiamiento público. Con lo cual se han ido introduciendo paulatinamente determinadas condiciones que constituyen las premisas necesarias o los cimientos que permitirán iniciar el proceso de tránsito futuro hacia un MDP.

En este capítulo se realiza un análisis del entorno monetario, financiero y fiscal actual del país, identificando las limitaciones que frenan el proceso de implementación y desarrollo del MDP, así como las transformaciones a llevar a cabo para dicho proceso. Una vez estudiadas y analizadas estas cuestiones, se realiza una propuesta alternativa relacionada con la emisión de títulos de bonos del BCC.

### ***3.1 Entorno monetario, financiero y fiscal de Cuba en la actualidad***

El modelo económico cubano se caracteriza por un predominio de la planificación en la asignación de los recursos, aun cuando dicho esquema ha venido coexistiendo con relaciones monetario-mercantiles cada vez más abundantes. Debido a las condiciones sui géneris de la economía, no es posible aplicar totalmente la teoría convencional de la política económica para interpretar y resolver situaciones, siendo necesario utilizar derivados de dichas teorías para alcanzar soluciones adecuadas al país (Corte Fiallo, 2017); lo que es válido también para el desarrollo de los mercados financieros, y especialmente el de deuda pública, tanto que su desarrollo y profundización se da en condiciones diferentes a las normales.

Un análisis integral de las condiciones para crear y fomentar un MDP en Cuba precisa el conocimiento de las peculiaridades del entorno tanto monetario y financiero como fiscal en el que opera la economía cubana.

### *3.1.1 Entorno monetario*

En los últimos años se han desencadenado transformaciones importantes, en vistas a conformar un modelo económico que introduce nuevos métodos de dirección y mayores elementos financieros, manteniendo al mismo tiempo la planificación como eslabón central de la regulación social de la producción.

El entorno monetario cubano posee una serie de características que complejizan el manejo de la política monetaria y el funcionamiento del sistema financiero. Además de las peculiaridades del modelo económico cubano, el entorno en el que se desarrolla la política monetaria está dado fundamentalmente por el predominio de la planificación, la presencia de relaciones monetario-mercantiles poco desarrolladas, la existencia de dominancia fiscal que subordina la política monetaria a las necesidades del fisco, la profundización de la dolarización, la segmentación de mercados, y el manejo de la política monetaria de manera segmentada.

En la economía cubana la planificación desempeña un rol esencial en la asignación de recursos, sin dejar existir relaciones monetario-mercantiles con un tratamiento muy formal, lo que exige una preocupación constante acerca de los equilibrios macroeconómicos y monetarios en el diseño de la política económica. Se pueden definir cuatro particularidades que determinan este hecho y que constituyen limitaciones en cuanto al desarrollo de los mercados financieros, incluyendo el MDP: (i) los controles de precios, (ii) la segmentación de mercados, (iii) la insuficiente autonomía empresarial, y (iv) la débil disciplina monetaria y fiscal. (Lage C., 2016)

Existe un control extendido de los precios de los fundamentales bienes y servicios, así como de los salarios, existiendo precios no regulados solo en el sector privado; las tasas de interés son establecidas por el BCC (las tasas de interés interbancarias son tasas de mercado), con un reducido margen de autonomía a los bancos; el tipo de cambio es fijo y existen fuertes controles cambiarios y de capitales.

La segmentación de mercados, por su parte, supone la diferenciación del acceso a los mercados de bienes, crédito y moneda entre el sector de la población<sup>14</sup> y el sector estatal (Hidalgo & Pérez, 2010). El sector de la población accede a los mercados minoristas de bienes y servicios, donde los precios son formados por los movimientos de oferta y demanda; mientras que el sector estatal acude fundamentalmente a los mayoristas, donde la mayor parte de los precios son administrados. En tanto, las empresas del sector no estatal acuden mayormente a los mercados minoristas, aunque en los últimos años se han abierto espacios para su acceso a determinados mercados mayoristas. A pesar de esta diferenciación, se puede destacar que en los últimos años han aumentado las relaciones económicas entre los sectores estatal y no estatal.

En cuanto a la insuficiente autonomía del sector empresarial, mientras los agentes del sector de la población toman sus decisiones de producción, consumo, ahorro e inversión en base a estrategias y restricciones presupuestarias propias, las decisiones empresariales dependen en gran medida de elementos ajenos a sus resultados económicos y las condiciones del mercado. Actualmente, a pesar de las medidas adoptadas a partir de la implementación del ordenamiento monetario en enero de 2021, este problema no ha sido solucionado como se preveía, puesto que en la práctica las empresas del sector estatal no tienen la suficiente libertad en la toma de decisiones.

A los problemas del entorno monetario se suman otras distorsiones del modelo económico que afectan negativamente la disciplina financiera y fiscal, como es la indefinición de fronteras entre funciones estatales y empresariales, que ha conducido a traspasar los riesgos en su totalidad al Estado (riesgo moral generalizado), unido a un esquema institucional que no garantiza el cumplimiento de las funciones fiscales y monetarias en las entidades que cumplen dicho papel dentro del sector público. En muchas ocasiones el Estado actúa de manera automática como prestamista de última instancia, ante lo cual la disciplina y responsabilidad financiera en la empresa pierde relativa importancia. Otro problema evidente en este aspecto es la cadena de impagos que prevalece en la economía, la cual se ha convertido en un mecanismo desordenado y poco

---

<sup>14</sup> Referido a las personas naturales.

transparente de crédito empresarial que afecta la rentabilidad del sector empresarial y financiero.

Hay un factor común a todos los problemas descritos y es la incapacidad del dinero para cumplir a cabalidad sus funciones, en especial la de medida de valor. En el sector de la población hay mayor autonomía para la toma de decisiones, pero serias restricciones de oferta restan eficiencia a los mercados no regulados debido a regulaciones sobre actividades y escalas de producción, problemas de acceso a la divisa y al comercio exterior, y estructuras incipientes e incompletas de mercados y cadenas de suministros (Hidalgo V. , 2015). Esta constituye otra debilidad que limita el desarrollo de mercados financieros y MDP.

A su vez, la incapacidad del salario de representar una medida objetiva del trabajo y la desproporción entre distribución con arreglo al trabajo y fondos sociales de consumo, atentan contra la funcionalidad del dinero en la población (Lage C., 2016).

Paralelamente, en el último trimestre de 2019, el gobierno decidió incorporar al mercado nacional una red de establecimientos comerciales que efectuarían todas sus operaciones en monedas libremente convertibles, cuyos montos monetarios estarán registrados en tarjetas magnéticas; medida que comenzó un proceso de redolarización en la economía cubana, que se ha venido ampliando y profundizando a partir de ese momento, especialmente a partir de la Resolución 115 del Ministerio de Economía y Planificación (MEP), y abarcando cada vez mayores sectores de la economía, incluyendo del trabajo privado o también del autoempleo. De esta forma se institucionalizó un modelo de dolarización cuasi oficial, que ha traído como consecuencia una dolarización parcial de la economía.

De hecho, la ejecución de esta decisión condujo a la gradual bancarización de todas las transacciones que involucran la utilización de monedas convertibles y la reducción del mercado monetario doméstico, pues profundizó la escasez de productos en moneda nacional, incrementando la pérdida de funciones de la misma, así como restringir las funciones que realizaba CADECA.

Dicho panorama ha representado el hándicap de que el entorno del mercado financiero doméstico enfrenta limitaciones inéditas en términos de capacidad de

liquidez. Sin embargo, el aspecto más controversial en este contexto fue que el banco dejó de garantizar de forma plena los depósitos bancarios en las referidas monedas, escenario que puede conceptuarse como inédito, dado que ni durante la crisis de principio de los años noventa se produjo una situación de esta naturaleza. Ello trajo consigo la suspensión de la convertibilidad, dejando de vender divisas en el sistema financiero; coyuntura que no se daba desde la formalización del mercado cambiario de CADECA a mediados de los 90´.

Por otra parte, dada la segmentación entre el sector de la población y el sector estatal, pudiera emplearse la denominación de política monetaria segmentada. En los últimos años esta se ha ejecutado de manera más activa en el sector de la población, por ser en este dónde se localizan los mercados de libre formación de precios y donde finalmente, pueden manifestarse desequilibrios y presiones inflacionarias. Por otro lado, el sistema empresarial presenta una serie de características que limitan el funcionamiento de los mecanismos de transmisión y el efecto de las operaciones monetarias en este sector: opera bajo un plan mediante el cual se asignan centralizadamente recursos, presencia de controles cambiarios para el acceso a la divisa y precios regulados; además, existen excesos de liquidez en pesos cubanos y un alto incumplimiento de cobros y pagos.

No obstante, aunque el dinero emitido en el sector estatal, no ejerce presión automáticamente sobre los precios, tienen otros efectos nocivos para la economía. La sobre-emisión de dinero que llega al sector empresarial, es la fuente principal de los excesos de liquidez existentes en el sistema financiero, además constituye un agravante a los problemas de inconvertibilidad de la moneda nacional.

Como se menciona anteriormente, dichas características complejizan la implementación y desarrollo de las políticas monetarias, como consecuencia principalmente de la fijación de las tasas de interés en el sistema y la emisión monetaria, lo que mantiene inactivos una buena cantidad de canales de transmisión. A su vez, la escasez de instrumentos indirectos dificulta el nivel de incidencia de las autoridades monetarias sobre las estructuras de mercado, pues son instrumentos más eficientes que los directos para este tipo de escenarios.

### 3.1.2 Entorno financiero

El contexto actual de transformaciones en el que se encuentra inmersa la economía cubana, se orienta a intentar otorgarle gran protagonismo a los elementos financieros en la actividad económica.

El sistema financiero cubano está caracterizado principalmente por: una débil estructura de mercado del sector financiero en correspondencia con una fuerte segmentación de la actividad bancaria; baja bancarización del sector de la población, que ha tenido un retroceso a partir de la dolarización y la ampliación de los mercados informales; una tendencia natural de la banca pública a un ablandamiento de las restricciones presupuestarias; la existencia de límites imprecisos entre las funciones estatales y empresariales en el sistema financiero; y finalmente por la necesidad de atemperar el diseño institucional de la política monetaria al nuevo entorno económico. (Corte Fiallo, 2017)

El mismo se basa fundamentalmente en el sistema bancario, siendo este la principal fuente de financiamiento, tanto para los prestatarios públicos como los privados. Actualmente, en Cuba existe un sistema financiero de dos niveles integrado por el Banco Central de Cuba (BCC) y un grupo de instituciones que incluyen bancos comerciales y entidades financieras no bancarias. El BCC, quien es la autoridad rectora del mismo, se encarga de regular y supervisar las instituciones financieras bancarias y no bancarias, así como las oficinas de representación radicadas en el país.

El conjunto de bancos comerciales está integrado por: Banco Popular de Ahorro (BPA), Banco Metropolitano S.A (BANMET), Banco de Crédito y Comercio (BANDEC), Banco Internacional de Comercio S.A (BICSA), Banco Financiero Internacional (BFI), Banco Exterior de Cuba (BEC), Banco Industrial de Venezuela-Cuba S.A (BIVC), Banco Nacional de Cuba (BNC) y Banco de Inversiones (BDI). Además, existen una serie de instituciones financieras no bancarias y oficinas de representación de bancos extranjeros, entre las que se encuentran CADECA S.A, FINCIMEX S.A y ARCAZ S.A.; así como empresas de seguros: ESEN y ESICUBA.

Si bien todos los bancos comerciales poseen licencia universal para ejercer a cabalidad las funciones de la banca, en la práctica cada uno de ellos se ha

especializado por tipos de operaciones, moneda y agentes económicos. La segmentación y especialización de los principales bancos comerciales del país conduce a que estos presenten marcadas diferencias en cuanto a rentabilidad y liquidez. (Roselló, 2013)

Tan marcada segmentación genera espacios para conductas monopólicas u oligopólicas por parte de los bancos, ya sea en el mercado de créditos como en el interbancario. Adicionalmente, la segmentación de la actividad bancaria implica que cada cliente tiene un solo banco al que acudir, o a lo sumo dos, lo cual profundiza la inexistencia de condiciones de mercado y limita la debida competencia entre las entidades del sector. En estas condiciones, la mejora y desarrollo de los servicios bancarios no está estimulada por incentivos de mercado (en base a resultados económicos), sino por cuestiones asociadas a la gestión administrativa. A pesar de los esfuerzos realizados durante los últimos años en función de disminuir la segmentación a lo interno del sistema financiero, estas características se mantienen en la práctica.

A su vez, representa un punto débil para el desarrollo y profundización de mercados financieros, y específicamente del MDP, que el grado de bancarización del sector de la población es muy bajo. Además, el mercado de créditos al sector no estatal es muy pobre, a pesar de que se ha impulsado el otorgamiento de préstamos al sector por cuenta propia, para la adquisición de capital de trabajo e inversión; y el crédito de interés social para personas naturales.

En la actualidad, el fenómeno de la insuficiente bancarización es evidenciado a partir de los desajustes de la política económica; a pesar de que se han realizado importantes acciones desde el sistema financiero para aumentar dicha bancarización. Pero, en el sector de la población los incentivos van a lo contrario, puesto que en estos influyen la dolarización parcial de la economía, pero sobre todo por el desarrollo de los mercados informales que ha provocado, y con ello la falta de convertibilidad de la moneda nacional y la pérdida de su valor adquisitivo, así como la ausencia de reservas bancarias de divisas.

Teniendo en cuenta que los recursos financieros del sector estatal están bancarizados en su gran mayoría, esta tendencia está asociada al crecimiento

de la proporción de los activos monetarios de la población (que opera fundamentalmente en efectivo) dentro de la oferta monetaria total.

Los fenómenos de desintermediación financiera podrían responder igualmente a cuestiones no asociadas al nivel de las tasas activas del sistema financiero. Entre ellas podrían describirse la existencia de fuentes externas de financiamiento, el funcionamiento de la economía sumergida o informal, y las condiciones de las garantías exigidas para estos financiamientos. (Lage & González, 2016)

Los problemas de represión financiera son menos visibles. En Cuba, el control de tasas no parece implicar, hasta el momento, una disminución de los niveles de ahorro. Ello estaría ocasionado fundamentalmente por la falta de opciones alternativas de inversión, y por la escasa cultura financiera existente.

Por otra parte, el fenómeno de ablandamiento de la restricción presupuestaria se refiere, esencialmente, al relajamiento de los términos y condiciones exigidos por las instituciones bancarias. Ello se manifiesta, en el hecho de que las empresas no responden a las señales de precios y no están suficientemente estimuladas a maximizar esfuerzos; de ahí que, el Estado actúa como una compañía de seguros, ya que es quien termina encargándose de asumir los costos de sus deficiencias, promoviendo un incremento del riesgo moral de las empresas.

En el caso cubano, estas condiciones se agravan debido a que: tanto bancos como empresas son públicos; y el tamaño y alcance del Presupuesto implica que se constituya, en la práctica, en el principal cliente del sistema financiero. Dicho ablandamiento tiene efecto sobre todo en la eficiencia, provocando situaciones donde los procesos distributivos y de asignación de recursos no se rigen por elementos económicos y financieros, y están fuertemente influidos por la gestión administrativa. (Corte Fiallo, 2017)

Paralelamente, las complejas relaciones entre el regulador (el banco central) y el objetivo de regulación (los mercados financieros) en el sistema, en especial por la inexistencia en la práctica de estos últimos, se traduce no en una regulación de los mercados, sino de los agentes que participan en la actividad financiera. Si el banco central responde ante el gobierno por los resultados empresariales de las instituciones financieras y, a la vez, se constituye en

regulador de las mismas, ello expresa una contradicción que le impide cumplir con eficiencia ambas funciones. La imparcialidad que exige ser juez significa una limitación cuando se es responsable por la gestión de las partes, y viceversa (Corte Fiallo, 2017).

Esto provoca que se pierda eficacia en la regulación. Por tanto, muchas veces los controles sobre las tasas de interés que establecen las autoridades monetarias no responden a la búsqueda de una mayor eficiencia en el sistema financiero, sino a intereses determinados del gobierno, que en ocasiones atentan contra la eficiencia propia de los bancos.

En cuanto al desarrollo de los mercados financieros, se han dado ciertos avances en la implementación del mercado interbancario o de dinero, con el inicio a finales de 2014 de su período de prueba, lo que ha implicado el desarrollo de la normativa necesaria que regula su operatoria. Este es pequeño y con pocas operaciones, aunque desde su puesta en marcha ha mostrado los resultados esperados para un mercado de esta naturaleza: se transan montos elevados a corto plazo. Se ha logrado que responda a un modelo de mercado, en el cual no existe intervención directa por parte de las autoridades monetarias. Por tanto, la tasa interbancaria se convierte en la única tasa que responde a las leyes de mercado en el sistema financiero cubano, reaccionando de acuerdo a la oferta y demanda de los bancos comerciales.

Con relación al Mercado de Deuda Pública, se han dado algunos pasos, pero estos han estado orientados más que a la creación del espacio donde se negocian títulos de deuda pública, a organizar y garantizar el financiamiento del déficit fiscal. Como primeros pasos para su formación, desde el año 2013 las colocaciones de los títulos públicos solo han podido realizarse de forma administrativa; es decir, existen los títulos, pero no hay un mercado de Deuda Pública. El financiamiento al gobierno se ha estructurado como una versión primitiva de Mercado Primario de Deuda Pública; sin embargo, las transacciones no se han concretado bajo las condiciones propias de un mercado, sino más bien por concepto de asignaciones administrativas. Los títulos de Deuda Pública ya han sido emitidos, pero no existen las condiciones para ejercer las operaciones de compraventa en función de los intereses de política monetaria de BCC. (Barceló A. , 2016)

Las principales políticas macroeconómicas se llevan a cabo a través del sistema financiero y su efectividad se podría ver reducida en un entorno económico poco bancarizado y un sistema financiero poco desarrollado. La funcionalidad del dinero depende también en gran medida de la funcionalidad del sector financiero. De manera general se puede señalar que el sistema financiero cubano presenta bajo desarrollo y existe una escasa participación del mercado, predominando las relaciones administrativas.

### *3.1.3 Entorno Fiscal*

La situación de partida, golpeada por deficiencias internas y acompañadas de una fuerte inflación, se caracteriza por un lento crecimiento del producto generando tensiones de desequilibrios, como resultado de una baja productividad del trabajo, una estructura productiva dependiente y tecnológicamente atrasada, que coexiste con un sobredimensionamiento del sector público que atenta contra la sostenibilidad fiscal, una frágil situación de las finanzas externas y la pérdida de poder adquisitivo de la moneda doméstica.

En la economía cubana, existen varios rasgos distintivos del ámbito fiscal relevantes para el análisis de sostenibilidad. Dentro de ellos: el papel protagónico del presupuesto en el proceso de asignación de recursos, la relación con el mayor alcance del universo fiscal (es decir, la presencia dominante de la forma productiva estatal implica que la actividad que en ella se genera quede dentro de dicho universo), el escenario de dolarización parcial de la economía, el cual, dentro de sus características, incluye la segmentación por monedas de las operaciones fiscales.

Dadas las características estructurales e institucionales de la economía cubana, las finanzas públicas han operado bajo condiciones especiales. En este sentido, el entorno fiscal se ha basado fundamentalmente en un esquema presupuestario, con la coexistencia de diversas operaciones de naturaleza cuasifiscal. En Cuba, el Presupuesto constituye el principal demandante de fondos en la economía, ya que tiene la particularidad de concentrar un volumen elevado de recursos, teniendo en cuenta el tamaño y alcance de las formas de propiedad estatal.

A su vez, la presencia del fenómeno cuasifiscal en el país ha estado determinada esencialmente por la existencia de deficiencias en el marco institucional en que se desarrollan las políticas macroeconómicas y problemas estructurales. Dichas actividades se han expresado bajo diversas modalidades, entre ellas: las cadenas de impagos (préstamos forzosos entre empresas, con los que determinadas entidades ineficientes obtienen financiamiento a tasa de interés cero) y garantías generalizadas (la existencia de problemas de agencia y la ausencia de mecanismos para la quiebra y disolución de empresas con problemas financieros, ha generado elevados niveles de riesgo moral) (Barceló A. , 2011).

Dado los déficits continuados en los balances públicos existentes en el país se ha pasado a la búsqueda de mecanismos de financiamiento adicionales a los ingresos fiscales, de ahí que la financiación presupuestal ha transitado desde esquemas clásicos de monetización o emisión primaria de dinero (fuente de financiamiento tradicional y predominante en el país), hasta la emisión de títulos de deuda pública, comprada mayoritariamente por el BCC, por lo que de igual manera representan emisión.

Recurrir desmedidamente a la monetización ha provocado una sobre emisión monetaria que escapa del control del BCC. La monetización no ha favorecido el desarrollo de una administración pública racional y eficiente; es decir, no se ha traducido en una rigurosa labor de tesorería, al no existir compromisos de devolución en términos de plazos y fijarse tasas de interés subsidiadas.

Si bien, hasta 2018, las emisiones correspondientes al Presupuesto del Estado no implicaron un reflejo inmediato en los precios, su manifestación concreta se evidenció en un progresivo incremento de la liquidez en pesos cubanos en manos de la población o ahorro forzoso, en un ambiente de inflación reprimida, explicado por la existencia de fuertes controles de precios en el sector formal (Barceló A. , 2017). Sin embargo, a partir de 2019, esta situación cambió, debido al aumento del volumen de los déficits fiscales y las emisiones cuasifiscales. La emisión correspondiente a las partidas fiscales es el principal elemento de la emisión monetaria en la economía, y por tanto de la inflación, aunque influyen también otros elementos.

A su vez, coexiste una dualidad del tipo de cambio en los mercados formal e informal, de ahí que en el primero dicho precio no refleja la realidad económica del país, mientras que en el segundo es formado por los movimientos de oferta y demanda, sin desestimar el papel de las expectativas especialmente en el sector no estatal, dado principalmente por la excesiva demanda y la escasez de oferta.

Los niveles de inflación en la actualidad son sumamente elevados, causado principalmente por la disminución de la capacidad de oferta del sector estatal, y por las emisiones monetarias asociadas a la actividad fiscal, tanto como los aumentos de ingreso de la población, especialmente en salarios, utilidades y pagos a privados. Adicionalmente, la inflación provocó el aumento de la demanda de divisas y un fuerte incremento del tipo de cambio informal, que es uno de los componentes de las presiones inflacionarias existentes. Ello ha provocado que, junto a la disminución de la oferta, se haya dado un aumento significativo de la demanda, provocando el aumento de la inflación y el tipo de cambio en los mercados informales, y de la escasez y la inconvertibilidad de la moneda nacional en los mercados formales.

En resumen, en la economía cubana la mayor parte de los recursos se asignan a través del plan centralizadamente, algunos precios están regulados administrativamente y solo coexisten en menor medida los mecanismos de mercado. La apertura de nuevas formas no estatales ciertamente contribuye al ajuste fiscal, pero, de estar desarticuladas, puede incluso retrasar el crecimiento y agudizar desequilibrios.

Además, el tipo de cambio oficial, actualmente sobrevaluado, distorsiona el sistema de precios de la economía y así dificulta la medición de la rentabilidad empresarial y el correcto análisis de las finanzas públicas para la toma de decisiones. Todo ello, unido a las altas emisiones derivadas de los elevados niveles de déficits fiscales y cuasifiscales, son las principales distorsiones que dificultan el desarrollo de un MDP en el país.

### ***3.2 Limitaciones que frenan el desarrollo del MDP en Cuba***

Como se mencionó en el epígrafe anterior el escenario en el que transita la política económica en Cuba está dotado de características en el entorno monetario, financiero y fiscal que complejizan la actividad económica y el funcionamiento de los mercados, especialmente los financieros.

A pesar de que existe una voluntad institucional expresa para fomentar el MDP en Cuba, de haberse concretado medidas importantes con tal propósito y de que varias de sus potencialidades son reconocidas, aún persisten en el país determinadas limitaciones que lastran la posibilidad de que este espacio desarrolle sus operaciones, las cuales podrían condicionar en cierta medida el funcionamiento de un mercado potencial.

A su vez, no existen incentivos (productos atractivos, promoción, capacitación, garantías, etc.), reglas de competencia compatibles con las características de un mercado, ni facilidades (infraestructura y normas claras para la operatoria y registro). La ausencia de incentivos provoca que los títulos no sean líquidos ni atractivos para los agentes económicos, lo que obliga a que las colocaciones sean necesariamente administrativas.

Para que la demanda de los bonos sea efectiva en el futuro, y se cumplan los objetivos que se persiguen con el Mercado de Deuda Pública, el principal obstáculo son los términos y condiciones vigentes a los que se emiten los títulos del Estado en la actualidad, dado que no representan un incentivo para que los agentes económicos demanden estos títulos. Si no se corrigen estos elementos, los agentes de la economía no estarán dispuestos a demandar los bonos y no podrá formarse y funcionar apropiadamente un Mercado de Deuda Pública.

Dentro de los elementos que limitan los incentivos a realizar transacciones con los títulos, más allá de su adquisición primaria se encuentran: (i) las tasas de los bonos del Estado, (ii) el alcance de los plazos a los que se emite la deuda del Estado, teniendo en cuenta que se trata de un mercado que está en fase de formación, (iii) la distribución de la deuda emitida a corto, mediano y largo plazo, (iv) la cantidad de plazos a los que se emiten los bonos y (v) el pago de los cupones. Además de ello, coexisten los factores de carácter cultural que limitan la capacidad de los potenciales operadores.

Uno de los principales problemas que generan en gran medida desincentivos para la demanda de los bonos es el bajo nivel de sus tasas de interés para las condiciones de la economía cubana, lo cual constituye el principal impedimento para el desarrollo de un MDP en Cuba.

Igualmente, los títulos que han sido emitidos cuentan con plazos desde 1 hasta 20 años, lo que significa una amplia diversidad de vencimientos que dificulta la posibilidad de concentrar la demanda en títulos específicos que pudieran constituir referencias en materia de plazos. Esto, además, complejiza la realización de mecanismos de colocación competitivos como las subastas y puede contribuir a la segmentación del mercado, reduciendo los niveles de competencia.

Por otro lado, la mayor concentración de vencimientos a mediano plazo es de 2 a 10 años, y largo plazo de 11 a 20 años. Mientras más alargado es el período de vencimiento del título, existe una mayor incertidumbre con relación a la capacidad futura del gobierno para cumplir sus obligaciones, y por tanto son menos demandados por el público. En este caso, uno de los principales agentes que demanda este tipo de títulos a plazos más largos son los fondos de pensiones, pero en Cuba no se cuenta con los mismos.

Por su parte, para el sector población este tipo de operaciones financieras se ve afectado debido, entre otros elementos, a la influencia de cuestiones culturales. La población cubana está poco acostumbrada a funcionar con dinero que no sea en efectivo o a dejar constancia de sus operaciones monetarias a través de transacciones bancarias, y a falta de métodos de divulgación sobre cultura financiera no se genera motivación ni incentivos para ello, lo que trae consigo una débil bancarización y desarrollo de los mercados financieros.

Otro de los principales puntos débiles para formar un MDP en Cuba lo constituye la deficiente información pública que permita evaluar el desempeño financiero del gobierno, tanto para la propia gestión del Ministerio de Finanzas y Precios, como para los potenciales compradores de los títulos. Además, persiste aún un vacío en torno a la incorporación del análisis desde la perspectiva de sostenibilidad de la deuda, dentro del marco para la gestión de la deuda pública.

Además de todo lo expuesto hasta ahora, la implementación del MDP requiere la existencia, al menos de manera incipiente, de un mercado interbancario que permita lograr una adecuada articulación con el resto de los mercados financieros; la existencia de títulos que puedan ser transados, cuando las regulaciones y estructuras de mercado generen los incentivos para ello; así como recursos líquidos para la adquisición de los títulos de deuda y potenciales compradores.

Partiendo de ello, en el caso de Cuba, el mercado interbancario estuvo funcionando desde el año 2014. Sin embargo, desde finales del 2020, y con la aplicación de las transformaciones monetarias, la situación del Mercado Interbancario (MIB) cambió radicalmente. Con la implementación de los primeros elementos de la llamada Tarea Ordenamiento, se produjo un crecimiento acelerado de la liquidez interbancaria, que impactó negativamente en el desempeño del MIB y significó un retroceso en mucho de lo logrado en los años anteriores.<sup>15</sup> La recuperación del funcionamiento eficiente del mismo es esencial, ya que es una pieza esencial para la implementación de las reformas que se han propuesto en los últimos años; principalmente para servir de complemento al MDP que se pretende fomentar.

En cuanto a los bonos emitidos hasta la actualidad, estos son de poca calidad, dadas las características antes mencionadas que propician la falta de incentivos en ellos; de ahí que resulta necesaria la existencia de títulos que puedan ser transados adecuadamente.

El escaso número de participantes y el hecho de que sólo sean bancos constituye una de las problemáticas más urgentes a solucionar; dado que mientras no se desarrolle el mercado secundario y se incorporen nuevos agentes al mercado (diferentes a los bancos), persistirá un impacto expansivo sobre la oferta monetaria, similar a la monetización con su potencial efecto sobre la inflación o las cuentas empresariales (inflación reprimida). (Barceló A. , 2017)

---

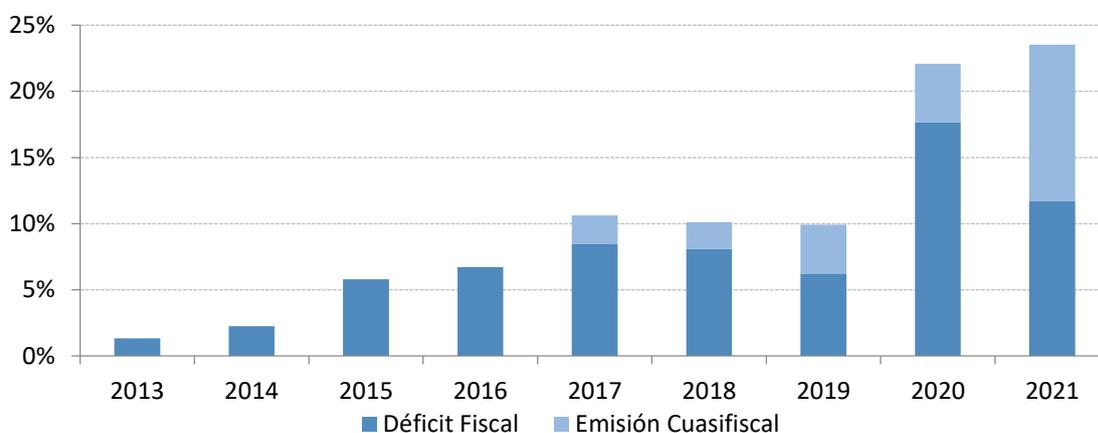
<sup>15</sup> Los elevados montos de liquidez disponibles han impedido la utilización efectiva de las herramientas para la regulación de la liquidez. Una gran parte de dichos montos han sido originados mediante financiamientos del BCC a las instituciones financieras a tasa cero.

Por tanto, se requiere una gama heterogénea de inversores que acudan al mercado, predominando compradores potenciales de los bonos del Estado en poder de los bancos comerciales, de forma que éstos al recibir el préstamo en valores puedan convertirlo a efectivo vendiéndolos; pero también, buscar otras alternativas dentro del sector de la población, con personas naturales, y el sector empresarial, con aquellas entidades que tengan excesos de liquidez en moneda nacional y contengan la necesidad de invertir a largo plazo. Esto, dada la ausencia en el país de empresas de pensiones, y que las empresas de seguro existentes funcionan insatisfactoriamente, lo que resulta lamentable, ya que son estas dos últimas las convenientes para invertir a más largo plazo.

De manera general, las profundas distorsiones fiscales existentes, centradas fundamentalmente en los altos niveles de déficit, resulta complejo desarrollar este mercado, sin solucionarlas previamente.

Sin embargo, profundizar en las transformaciones que se requieren para alcanzar los objetivos de implementación del mercado, sería insostenible para el fisco, dado que representaría un aumento significativo del costo de financiamiento para el Presupuesto del Estado. Ello presionaría sobre la sostenibilidad de la deuda del mismo, se vería agravado por el alto nivel de los déficits fiscales y cuasifiscalidades existentes (**ver gráfico 1**), y de las consecuentes necesidades de financiamiento del gobierno, lo que constituye la principal traba en el proceso. Estas transformaciones requieren tiempo y decisión al más alto nivel de la economía, requiriendo tiempo para su implementación.

**Gráfico 1: Déficit fiscales como % del PIB**



Fuente: Banco Central de Cuba.

### ***3.3 Principales transformaciones***

Desde finales de 2019, este proceso de desarrollo de un Mercado de Deuda Pública se encuentra detenido. Las causas principales se encuentran en las profundas distorsiones fiscales existentes y los altos niveles de déficit fiscal actuales.

Esta combinación plantea una importante contradicción. Por un lado, las altas emisiones asociadas a los déficits fiscales hacen muy necesario la existencia de un Mercado de Deuda Pública. Por otro, sin transformar profundamente las tasas, plazos y alcance de los títulos emitidos por el Gobierno, sería imposible el desarrollo de este tipo de mercado; pero estas transformaciones serían insostenibles para el fisco, dado los altos niveles de los déficits actuales.

Esta situación obliga a que el desarrollo de un mercado de deuda del gobierno, solo sea posible cuando se lleve a cabo una profunda transformación fiscal, principalmente encaminada a la disminución de los déficits y los términos de los títulos emitidos por el fisco, lo cual requiere tiempo.

La no existencia de un Mercado de Deuda Pública implica que todo el financiamiento al gobierno sea asumido con emisión monetaria (ya sea primaria o secundaria). Ello significa que todo el volumen del déficit fiscal y resto de las emisiones cuasifiscales se convierten en un incremento de la cantidad de dinero existente en la economía, lo que, manteniendo los precios de los mercados formales constantes, y sin el respaldo de un incremento consecuente del Producto, genera importantes desequilibrios como inflación reprimida, escasez, ahorro forzoso y reforzamiento de la inconvertibilidad de la moneda y las presiones inflacionarias.

Es importante destacar que, aunque se desarrollen todas las acciones para la implementación de un Mercado de Deuda Pública, su funcionamiento está sujeto a que los agentes económicos demanden los títulos del gobierno en la práctica. Como se explicó con anterioridad, esto no depende solamente del nivel de las tasas de interés, sino de aspectos como la educación financiera de la población, la capacidad del sistema financiero para comercializar estos títulos y la confianza de los agentes económicos en los títulos emitidos por el Estado. Este último

elemento se agrava en un entorno de dolarización y pérdida de funciones de la moneda nacional como el que enfrenta Cuba en la actualidad.

El funcionamiento del mercado requiere, principalmente, de incentivos adecuados para que tanto empresas como personas naturales estén dispuestas a invertir en bonos soberanos. En este sentido, y para ser demandados por los agentes económicos, los bonos emitidos por el Estado deben estar alineados con las necesidades de los futuros demandantes en el mercado secundario minorista. A este mercado concurrirán tanto empresas, como las formas de gestión no estatal y la población en general. En este último segmento es donde existen las mayores reservas de ahorro para invertir en el Mercado de Deuda Pública.

Para el sistema empresarial los bonos soberanos pueden funcionar como un mecanismo para rentabilizar los fondos temporalmente ociosos, realizar cobertura de riesgos, entre otros. En este sentido, podrían participar todas las empresas que tengan excesos de liquidez, ya sean transitorios o permanentes. Para la población, representarían una modalidad adicional de ahorro (inversión financiera).

Por tanto, deberán llevarse a cabo una serie de transformaciones de los términos y condiciones para los bonos del Gobierno, de ahí que, si no se corrigen estos elementos, los agentes de la economía no estarán dispuestos a demandar los bonos y no podrá formarse y funcionar apropiadamente un mercado de deuda pública. Los elementos que necesitarían ser transformados en los términos y condiciones de los bonos del gobierno abarcan los siguientes aspectos:

- » Tasas de los bonos del Estado.
- » Alcance de los plazos a los que se emite la deuda del Estado.
- » Distribución de la deuda emitida a corto, mediano y largo plazo.
- » Cantidad de Plazos a los que se emiten los bonos.
- » Pago de los cupones.

El nivel de las tasas de los bonos que se emiten en la actualidad es el principal impedimento para el desarrollo de un MDP en Cuba. Dado su bajo nivel, no se generan los incentivos para que los agentes económicos, que cuentan con los fondos necesarios para invertir en este mercado, demanden los títulos del

Estado. Por ello, se hace necesario un aumento significativo de estas tasas, y colocarlas por encima de las tasas pasivas de los depósitos a plazo fijo de la población en los bancos del sistema financiero; tienen que brindar una rentabilidad mayor que los depósitos existentes.

Por otra parte, en Cuba en la actualidad y durante los últimos años, sin un MDP formado, se emitieron títulos de largo plazo, con un alcance entre los 10 y los 20 años, lo que no es congruente con el nivel de desarrollo de dicho mercado en nuestro país. Sin embargo, la posibilidad de reducir estos plazos es limitada, por lo que, en la medida que el MDP cubano se implemente y se consolide en el futuro, estos títulos de más largo plazo encontrarían demanda, sobre todo en aquellas empresas que, por su funcionamiento y flujos financieros, les resulta atractivo rentabilizar sus fondos a plazos largos, como son, por ejemplo, las empresas de seguros.

Adicionalmente, está presente también el problema que representa la distribución de la deuda en cada uno de estos plazos. La distribución actual de la emisión de los títulos del gobierno representa una importante distorsión, pues recarga el peso de la deuda en aquellos plazos que no tendrían demanda en el desarrollo de un MDP, al menos en el inicio del mismo.

Finalmente, en la actualidad los bonos del gobierno se emiten a 20 plazos diferentes, uno por cada año, lo que no es necesario y se podrían reducir la cantidad de plazos de emisión. Y, con respecto a los pagos de cupones, estos ocurren de manera trimestral, lo cual dificulta las transacciones con los mismos. Se podría reducir el cobro de los cupones a una sola vez al año, sin que ello representara una distorsión apreciable ni introdujera tensiones adicionales.

De todo lo anterior se desprende que las emisiones de deuda del gobierno deben tener un volumen que pueda ser absorbido por el mercado y estar lo suficientemente distribuidas en el tiempo. Mientras mayor cantidad de emisiones se hagan, menor sea la cantidad subastada y con más anticipación se brinde información al mercado, mayor será la posibilidad de que la subasta sea un éxito, lo que se traduce en que se logre todo el financiamiento requerido en el mercado de deuda pública y la tasa sea la menor posible.

Además, existen un grupo de acciones que deben llevarse a cabo como parte de las transformaciones a las que hay que recurrir:

- » Perfeccionamiento del Mercado Interbancario (participantes, capacidades técnicas, reglamento, plataforma, estadísticas).
- » Rediseño de los instrumentos financieros existentes en la actualidad y, la implementación y desarrollo de instrumentos más sofisticados que contribuyan al adecuado funcionamiento de los mercados financieros (bonos, letras, repo, swaps; además de otros como las opciones, futuros y derivados para estadios mucho más avanzados del desarrollo de los mercados financieros).
- » Identificación y diseño de los elementos técnicos necesarios para la implementación de una plataforma digital que permita las transacciones de los mercados financieros en Cuba y la intervención del banco central en los mismos.
- » Gestión de riesgos por parte de bancos, empresas y entidades en general, dada la ausencia de instrumentos financieros para ello.
- » Desarrollo del Sistema de Pagos e implementación de una Estrategia de Inclusión y Educación Financiera, dado que la participación de todos los agentes de la economía, especialmente la población en el mercado de deuda pública es esencial para el logro de sus objetivos.
- » Transformación institucional del sistema financiero, pues el desarrollo de los mercados financieros y la creación y perfeccionamiento de instrumentos financieros, está relacionado estrechamente con las capacidades institucionales, el sistema de incentivos y las reglas del juego vigentes a lo interno del sistema financiero.
- » Fortalecimiento del ahorro y el crédito, en la medida de que los mercados financieros son una opción adicional para que los agentes de la economía rentabilicen sus excesos de liquidez, y el Presupuesto del Estado y el sector empresarial se financie.

Paralelamente, existe una necesidad de mayores arreglos de coordinación y un incremento de la transparencia, definiendo claramente, entre otros elementos, los

roles y responsabilidades específicos de cada institución (BCC, MFP y bancos), la prelación de pagos, las garantías, etcétera.

Deben desarrollarse acciones en materia de transparencia de la política fiscal, basadas en la definición de reglas claras en cuanto a la formulación, ejecución y control del Presupuesto del Estado; así como, continuar depurando las relaciones financieras con el Presupuesto, con el fin de identificar y eliminar las operaciones de origen cuasifiscal en la economía (Hidalgo & Doimeadiós, 2016).

Igualmente, deben introducirse reformas en las políticas de administración del endeudamiento fiscal, a partir de la definición expresa de objetivos, parámetros y estrategias para la política de deuda pública. Lo anterior demanda la existencia de una unidad organizativa en el Ministerio de Finanzas y Precios especializada en los asuntos de administración y gestión de la deuda pública.

Tomando como base la experiencia internacional consultada, se considera que en el corto plazo deben establecerse entre otras disposiciones legales, una Ley del Mercado de Deuda Pública, posiblemente acompañada de normativas sobre registros, procedimientos operativos, normas contables, además de un régimen regulatorio y de supervisión del MDP. (Barceló A. , 2017)

Mayormente las limitaciones, presentadas en el epígrafe anterior, se subordinan de cierta manera a los incentivos por las tasas de los bonos, siendo esta última la principal distorsión para el desarrollo de un MDP en Cuba. Por tanto, en la medida que se vayan solucionando las debilidades en cuanto a estos incentivos, se complementará el desenvolvimiento del resto de transformaciones a llevar a cabo para la profundización de dicho mercado.

No obstante, las transformaciones a las distorsiones antes mencionadas no se pueden asumir en estos momentos bajo las condiciones actuales del entorno; mientras los déficits sean tan altos, la deuda se tornará totalmente insostenible.

Las posibilidades de reducir el aumento de los costos financieros que tendrá el Gobierno producto del incremento de las tasas de interés, dependen de acciones que aumenten la disciplina fiscal y reduzcan los montos de los déficits, niveles que se encuentran muy por encima de lo recomendado para mantener la salud financiera y monetaria de la economía. Así como, la reducción de los plazos es

limitada, debido a que ello tensionaría las necesidades de refinanciamiento de la deuda del Gobierno y presionaría negativamente sobre su capacidad para hacer frente a la sostenibilidad de la deuda pública.

Por tanto, teniendo en cuenta que los nuevos términos y condiciones significarán un aumento importante de las cargas financieras que debe enfrentar el Presupuesto del Estado, varias de las propuestas que se presentan tienen un plan paulatino de implementación. Para enfrentar todas esas transformaciones, serán necesarias profundas transformaciones fiscales que requieren tiempo. Este permitirá que estos costos financieros vayan siendo asumidos por el Presupuesto de forma gradual y a lo largo de un período de cinco años aproximadamente.

Con los niveles actuales de déficit fiscal, lograr todo lo anterior es complejo debido a que la demanda de financiamiento por parte del Estado es extremadamente alta. De manera general, la corrección de estas trabas a la implementación y desarrollo del Mercado de Deuda Pública en Cuba constituye una necesidad. Pero dadas las profundas distorsiones fiscales existentes, centradas fundamentalmente en los altos niveles de déficit, resulta imposible desarrollar este mercado, sin solucionarlas previamente.

Más allá de ello, una alternativa para el corto plazo es lograr el objetivo que se plantea de esterilizar parte de las emisiones de los financiamientos del gobierno, a través de la emisión y venta a los agentes económicos de títulos del Banco Central; tema que será explicado en el siguiente epígrafe, explorando esta posibilidad y discutiendo sus ventajas y riesgos.

### ***3.4 Mercado de títulos del Banco Central***

La alternativa en el corto plazo a las dificultades para el desarrollo del Mercado de Deuda Pública, es el desarrollo de un mercado de títulos del Banco Central, el cual conseguiría algunos de los objetivos del Mercado de Deuda Pública, sin necesidad de esperar a que se resuelvan las distorsiones fiscales presentes de la economía cubana.

Se lograría comenzar la creación y desarrollo de este tipo de mercados, especialmente en aspectos como:

- » Avanzar en la identificación de la base de inversores, que son esenciales para la consolidación y profundidad del mercado.
- » Ir incorporando a un mercado de títulos y de inversiones financieras a empresas, formas de gestión no estatal y el segmento de personas naturales.
- » Consolidar un mercado primario y luego un mercado secundario, tanto mayorista como minorista que sean luego aprovechados para el futuro Mercado de Deuda Pública.
- » Probar y consolidar los mecanismos contables, informáticos y operativos generales para el funcionamiento del mercado.
- » Desarrollo de una plataforma electrónica, que permita automatizar muchos de los procesos y hacer más fácil el acceso a inversores no sofisticados.

Adicionalmente, este mercado de títulos del Banco Central, permitiría avanzar en el elemento principal que se ha identificado para el desarrollo del Mercado de Deuda Pública en Cuba: la esterilización de la emisión monetaria producida por el financiamiento de los déficits fiscales. Si bien no se estaría financiando al gobierno con dinero de la economía, sí se estaría esterilizando parte de la emisión monetaria resultante de su financiamiento. En la práctica, el efecto sería el mismo, pues estaría retirando de la circulación de manera indirecta el dinero emitido por los déficits fiscales.

En la medida que esta esterilización sea más abarcadora y amplia, se estaría eliminando el efecto distorsionador de los déficits fiscales y de su emisión. Si ello se acompañara con una disminución de los mismos, se podría llegar a un escenario, donde la esterilización de este mercado de títulos del Banco Central, permitiera eliminar por completo la emisión monetaria del financiamiento al gobierno.

Sería la primera vez que en Cuba se financiaría al gobierno, aunque esto se logre de manera indirecta, sin que ello represente emisión primaria o secundaria. Evitar o esterilizar, los aumentos de la base monetaria o de la oferta monetaria que provocan los déficits, sería el primer paso para dotar de verdadera independencia a la política monetaria y eliminar la dominancia fiscal, que ha sido

en los últimos años la principal fuente de emisión monetaria y por tanto de las distorsiones monetarias, la inflación y la depreciación de los tipos de cambio a lo interno de la economía.

Otro elemento que se puede analizar como ventaja para el desarrollo de un mercado de títulos del Banco Central como paso previo al desarrollo del Mercado de Deuda Pública, está en los aspectos de incentivos.

Títulos emitidos por el Banco Central, podrían transmitir una confianza mucho mayor, al menos en las condiciones actuales, al mismo tiempo que podrían tener una tasa de interés mucho más atractiva sin que ello afectara su capacidad de pago futura. Una vez que los agentes económicos se familiaricen con este tipo de inversión, y las distorsiones fiscales sean resueltas, las bases creadas por el mercado de títulos del Banco Central, podrán ser aprovechadas por el gobierno y la consolidación de su Mercado de Deuda Pública.

Por último, están los elementos operativos, que no deben ser minimizados. Dada la experiencia exitosa de desarrollo del mercado interbancario, el Banco Central cuenta con una experticia mucho mayor que Ministerio de Finanzas y Precios en el tema de desarrollo de los mercados financieros y su manejo. Contar con un personal calificado y una estructura tecnológica mínima, es una ventaja que no debe ser minimizada, en especial en los primeros momentos de este tipo de mercados financieros.

Un elemento que representa un riesgo y debe ser tomado en cuenta, son las emisiones adicionales en que incurriría el Banco Central con el desarrollo de este mercado de títulos propios. Para que estos títulos tengan un incentivo a ser adquiridos por el sector de la población y no estatal, deben tener una tasa de interés superior a la de los depósitos a plazo fijo, como referencia, estos depósitos a un año, tienen una tasa de interés de 4%.

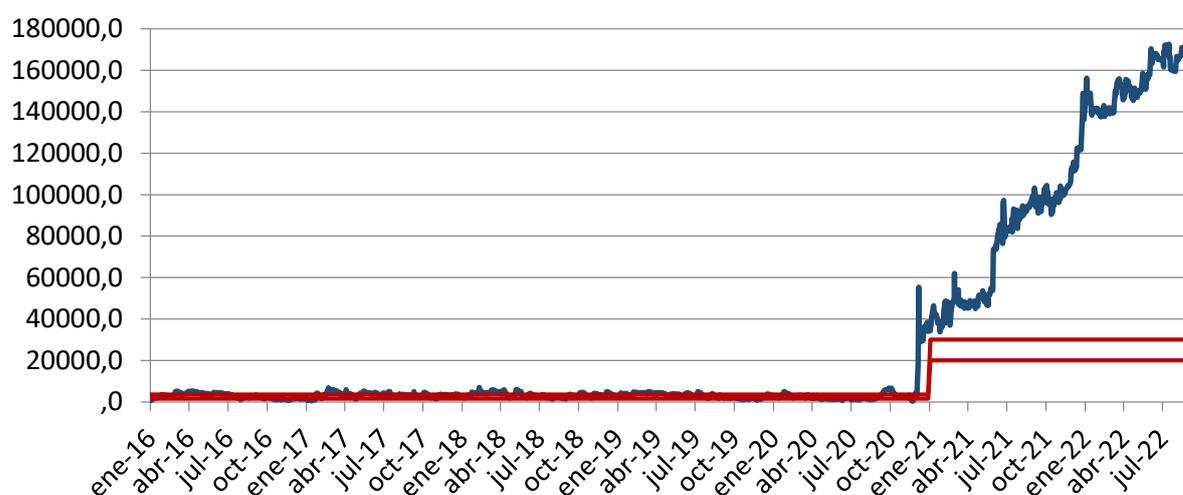
El pago de una tasa de interés superior a esta, representaría una emisión del Banco Central, que ascendería como mínimo a un 5%-6%, del monto retirado de la circulación. Aunque ello, aumentaría el dinero emitido a mediano plazo, se trata de montos aceptables, dado el objetivo de retirar de la circulación miles de millones de pesos emitidos sin ningún respaldo productivo y que están agravando las condiciones de desequilibrio monetario.

Adicionalmente, otro elemento que representaría una dificultad en el desarrollo de este mercado de títulos del Banco Central, es que ese dinero retirado de la circulación, vendría de dos fuentes, la primera el efectivo en circulación, la segunda los depósitos bancarios de los agentes económicos.

Todo dinero en circulación retirado representa una ventaja, no solo porque se limita las capacidades de demanda, influyendo positivamente sobre los desequilibrios que hoy se están generando, sino que además disminuye la tensión existente actualmente en el sistema financiero con respecto al uso y manejo del efectivo, el cual tiene una disponibilidad limitada.

En el caso de que la esterilización de dinero por parte del Banco Central se haga en base a las cuentas bancarias ya existentes, es importante destacar que en esta variante también se actúa positivamente sobre los equilibrios, pero a su vez ello disminuye la liquidez interbancaria. En este aspecto, se debe destacar que hoy existen varias decenas de miles de millones de pesos cubanos de exceso de liquidez interbancaria, que son producto precisamente de los altos déficits del fisco que a lo largo de los últimos años se han ido acumulando en las cuentas de los bancos comerciales en el Banco Central de Cuba (**ver Gráfico 2**). Por tanto, la disminución de la liquidez interbancaria, si bien en el largo plazo puede ser un elemento a tomar en cuenta, en el corto y mediano plazo representa una de las ventajas y objetivos a lograr de la emisión de títulos del Banco Central.

**Gráfico 2. Liquidez interbancaria del sistema financiero y su nivel óptimo**



Fuente: Banco Central de Cuba.

Un último aspecto a tomar en cuenta con respecto a las limitaciones que puede tener la emisión de títulos de deuda por el Banco Central, es la comercialización de los mismos. Dado que la venta de estos títulos a las empresas y población afectará la liquidez de los bancos comerciales, algunos de ellos, especialmente los más grandes que tienen altos niveles de depósitos de los agentes económicos, pueden no tener incentivos adecuados para promocionar y gestionar de manera eficaz la venta de estos títulos del Banco Central.

Para subsanar este problema, se debe escoger para la comercialización de los títulos del Banco Central, una institución financiera con niveles altos de liquidez y que no esté muy expuesta a la disminución de sus depósitos, o designar una institución financiera que no recibe depósitos para llevar adelante la comercialización minorista de estos títulos, especialmente al inicio.

Una opción que podría influir positivamente en los incentivos para la comercialización desde los bancos comerciales de estos títulos, es crear equipos especiales para ello, que obtengan un porcentaje de los títulos comercializados como comisión, lo que ayudaría a generar los incentivos adecuados.

De manera general, las ventajas que se lograrían con el desarrollo de un mercado de títulos del Banco Central de Cuba y la influencia positiva que se lograría sobre las emisiones monetarias sin respaldo, representan una ventaja mucho mayor que los riesgos que pueda provocar, los cuales pueden ser eficientemente gestionados por la autoridad monetaria y el sistema financiero.

La desemisión de parte o la totalidad del dinero emitido por el financiamiento de los déficits fiscales, es un paso fundamental y esencial del tan necesario programa de estabilización macroeconómica, con el que se comience a controlar las presiones inflacionarias y los desequilibrios monetarios a lo interno de la economía cubana. Solo una política de este tipo crearía las condiciones adecuadas para que el resto de políticas que buscan la transformación productiva y el crecimiento económico sean efectivas.

## Conclusiones

La deuda pública es una variable que posee una gran relevancia en la economía de un país. No es un factor negativo financiarse emitiendo deuda, es una forma de estimular la economía, siempre y cuando sea a unos niveles normales y se lleve una regulación que controle el nivel de endeudamiento.

Es esencial, para ser un emisor exitoso de valores gubernamentales, brindar el nivel de confianza adecuado a los participantes del mercado; por tanto, se debe apoyar en políticas fiscales y monetarias sólidas y sostenibles. Necesita establecer un marco legal y regulatorio apropiado, además de una estrategia creíble de gestión de deuda pública y contar con canales de distribución eficientes que fomenten el desarrollo de mercados secundarios.

No existe un modelo único de funcionamiento y organización para los Mercados de Deuda Pública; no obstante, al analizar la experiencia internacional se pueden identificar principios básicos que resultan imprescindibles para garantizar el inicio de sus operaciones, así como su posterior desarrollo y profundización.

El desarrollo de un Mercado de Deuda Pública profundo y eficiente, además de sus ventajas tradicionales, permitiría que en Cuba se financien los déficits fiscales sin emisión monetaria, por primera vez en su historia. Este será un paso de avance esencial en el ordenamiento de las relaciones dentro de la economía, el mantenimiento del equilibrio monetario y la necesaria disciplina fiscal.

Sin embargo, en general, el alcance de los mercados financieros en la economía cubana es muy limitado, dado el bajo nivel de desarrollo del sistema financiero. Esto es el reflejo de un entorno monetario complejo, a partir de la profundización de la dolarización, la segmentación en los mercados, los desequilibrios monetarios, los riesgos financieros y la informalidad.

El país afronta una serie de limitaciones que complejizan el entorno en que se pretende desarrollar el mercado de deuda pública. Dentro de ellas, destacan: los altos niveles de déficit fiscal, la excesiva emisión monetaria, el predominio del presupuesto centralizado del Estado, la dominancia fiscal en cuanto a la política monetaria, la débil bancarización, la escasa cultura financiera, entre otras. A su vez, es importante señalar las deficiencias en cuanto a tasas de interés y plazos

de los títulos públicos que disminuyen los incentivos por parte de los agentes económicos, y los hacen menos atractivos para aquellos que podrían invertir en dichos bonos.

Para ello, se requiere de un grupo de transformaciones, basadas principalmente en lograr la estabilidad en los equilibrios macroeconómicos, la reducción de los déficits fiscales, el trabajo en los incentivos de los títulos públicos y un conjunto de condiciones más, necesarias para la implementación y desarrollo de un MDP en Cuba.

A su vez, el proceso de dichas transformaciones será gradual y no inmediato, con vistas a un mediano plazo, puesto que, dadas las profundas distorsiones fiscales existentes en la actualidad, especialmente los altos niveles de déficit, resulta imposible el desarrollo de este, sin solucionarlas previamente.

El desarrollo de un mercado de títulos del Banco Central, permitiría crear las bases necesarias para el futuro desarrollo de un Mercado de Deuda Pública, al tiempo que se lograría esterilizar parte de las emisiones asociadas al financiamiento del Presupuesto. Sus riesgos son mínimos comparados con la ventaja que representa desde el punto de vista de la recuperación de los equilibrios monetarios y la retirada de exceso de dinero en circulación. Por tanto, es una de las políticas que deben formar parte del necesario programa de estabilización macroeconómico que debe desarrollar la economía cubana.

## Recomendaciones

- » Continuar profundizando en el estudio de otras experiencias internacionales en la creación y desarrollo de mercados de deuda pública, priorizando aquellas que presentan condiciones similares a Cuba. Ello serviría de referente para su funcionamiento en el país.
- » Desarrollar otras investigaciones que profundicen y sirvan de complemento a los análisis expuestos en el trabajo.
- » Presentar los principales resultados de la investigación a la dirección de política monetaria del Banco Central de Cuba para valorar su posible implementación.
- » Incorporar los resultados obtenidos como material docente de apoyo a las asignaturas de Macroeconomía de la Facultad de Economía de la Universidad de La Habana, así como lo referido a mercados financieros a modo general con una mayor profundización.
- » Trabajar en aumentar la educación financiera de la sociedad en su conjunto, apoyado por una mayor publicación sistemática de estadísticas y análisis por parte de las autoridades monetarias.

## Bibliografía

- Banco de España. (2008). La evolución financiera en España.
- Banco Mundial. (2001). *Developing-Government-Bond-Markets*.
- Banco Mundial. (2007). *Developing the Domestic Government Debt MARKET. From Diagnostics to Reform Implementation*. Washington, D.C.
- Bank, C. (2019). *Economía, banca y mercados financieros*.
- Barceló, A. (2011). *Una aproximación a la problemática cuasifiscal en Cuba*. Tesis de Diploma, La Habana.
- Barceló, A. (2016). *Apuntes sobre el marco institucional de la financiación pública en Cuba*. Banco Central de Cuba, La Habana.
- Barceló, A. (2017). *Mercado de Deuda Pública, una propuesta de acciones de política para Cuba*. Tesis presentada en opción al grado científico de Master en Ciencias Económicas., UNIVERSIDAD DE LA HABANA, FACULTAD DE ECONOMÍA y BANCO CENTRAL DE CUBA, La Habana.
- BCU. (s.f.). *Instrumentos emitidos por el Banco Central del Uruguay*. Obtenido de <https://www.google.com/url?sa=t&source=web&rct=j&url=https://www.bcu.gub.uy/Politica-Economica-y-Mercados/Documents/instrumentos261010.pdf&ved=2ahUKEwiKy9G3z5r7AhWwSTABHYfwC58QFnoECAwQAQ&usg=AOvVaw1gE9Y-x77l4Glnaf9kosa>
- BCU; MEF. (2016). Acta Constitutiva del Comité de Coordinación de Deuda Pública. Montevideo.
- Bertino, M., & Bertoni, R. (2004). Más de un siglo de deuda pública uruguaya: una historia de ida y vuelta. *"The Nordic Journal of Latin American and Caribbean"*, Vol. 34: 1-2.
- BM, & FMI. (2001). *Developing-Government-Bond-Markets*. Washington D.C.
- Bonilla, F. C. (2006). *Referentes teóricos para el análisis de la deuda pública*. Distrito Federal, México.
- CINVE. (2019). *Endeudamiento público y política fiscal*. Uruguay. Obtenido de <https://www.entenderlaeconomiauy.org/>
- Corte Fiallo, J. (2017). *Experiencias internacionales en la formación de sistemas de tasas de interés. Lecciones para Cuba*. La Habana.
- Cortina Morfín, J. J., & Álvarez Toca, C. (2014). *El Mercado de Valores Gubernamentales en México*. Banco de México, México D.F. Obtenido de <https://www.banxico.org.mx/elib/mercado-valores-gub/OEBPS/Text/default.html>
- De Brun, J., Ganelman, N., Kamil, H., & Porzecanski, A. C. (2007). *EL MERCADO DE RENTA FIJA EN URUGUAY*. Banco Central del Uruguay.
- FMI. (2009). *Un marco para el desarrollo del mercado financiero*.

- FMI, & Banco Mundial. (2002). *Directrices para la gestión de la deuda pública: Documento complementario*.
- Gordo, L., Hernández de Cos, P., & Pérez, J. (2013). LA EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA DESDE EL INICIO DE LA CRISIS.
- Heath, J. (2012). *Lo que indican los indicadores, Cómo utilizar la información*. INEGI.
- Hernández Trillo, F., & Villagómez Amezcua, A. (2000). *La Estructura de la Deuda Pública en México: Lecciones y Perspectivas*. New York.
- Hidalgo, V. (2015). Políticas macroeconómicas en Cuba: un enfoque institucional. En M. Bergara, & V. Hidalgo, *Transformaciones económicas en Cuba: una perspectiva institucional*. Montevideo.
- Hidalgo, V., & Doimeadiós, Y. (2012). *Fiscalidad, equilibrio externo e interno en la economía cubana: avances y desafíos*. La Habana, Cuba.
- Hidalgo, V., & Pérez, C. (2010). Estabilidad y política monetaria en la economía cubana. *Revista del BCC*, 10 - 21.
- IDI. (2018). *Auditoría de la Gestión de la Deuda Pública. Un manual para las Entidades Fiscalizadoras Superiores*.
- Lage C., C. (2016). *ESQUEMA GENERAL DE POLÍTICA MONETARIA. EN EL NUEVO ESCENARIO DE LA ECONOMÍA CUBANA*. Tesis presentada en opción al grado científico de Doctor en Ciencias Económicas, Banco Central de Cuba, La Habana.
- Lage, C., & González, C. E. (2016). *Institucionalidad y Banca en Cuba*. Banco Central de Cuba, La Habana.
- Licandro, G., & Licandro, J. A. (2003). "Building the De-dollarization agenda: The Case of Uruguay". *Money Affairs, CEMLA, Vol. XVI (#1)*.
- Martín F., M. A. (2006). *Mercado de Deuda Pública*.
- MEF. (1997). *Decreto N° 442/997*. Montevideo.
- MEF. (2022). *Unidad de Gestión de Deuda Pública*. Obtenido de <http://deuda.mef.gub.uy>
- MEF Perú. (2021). *Deuda Pública*. Obtenido de [www.gob.pe/mef](http://www.gob.pe/mef)
- Molina Melitón, C. (2018). *LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA*.
- Morales Mendoza, H. B. (2015). *La Deuda Pública en México. Panorama histórico y perspectiva actual*. Universidad Nacional Autónoma de México/ Instituto de Investigaciones Jurídicas.
- Moreno-Brid, J., & Ros Bosch, J. (2009). *Desarrollo y crecimiento de la economía mexicana*. CDMX: Fondo de Cultura Económica.
- Panizza, U. (2008). *Domestic and external public debt in developing countries*. United Nations conference on trade and development, 26.
- Pessoa, M., & Williams, M. (2012). *Gestión de caja gubernamental: Relación entre el tesoro y el banco central*. FMI, Departamento de Finanzas Públicas.

- República Dominicana, M. (2010). *ESTRATEGIA PARA LA IMPLEMENTACIÓN DE UN MERCADO DE VALORES DE DEUDA PÚBLICA EN LA REPÚBLICA DOMINICANA*. Santo Domingo, República Dominicana.
- Roselló, D. (2013). *Mercado Interbancario en Cuba*. Tesis de Diploma, Universidad de La Habana. Facultad de Economía, La Habana.
- Sánchez de la Cruz, D. (2019). *La deuda pública en España. Implicaciones sobre la política económica*. INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS.
- Santaella, J. A. (2008). *Desarrollo del Mercado de Deuda Pública: Experiencia Mexicana*. Banco de México/ CEMLA y CMCA, San José.
- SIL. (2022). *Sistema de Información Legislativa*. Obtenido de <http://sil.gobernacion.gob.mx>
- Tanzi, V., & Blejer, M. I. (1987). *La deuda pública y la política fiscal en los países en desarrollo*.
- Torre, F. J. (1992). *EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE DEUDA PUBLICA ANOTADA EN ESPAÑA*.
- UNCTAD. (s.f.). *Gestión eficaz de la deuda*.
- Viola Ochoa, M. (2005). *El mercado de Deuda Pública: normativa y características esenciales de su organización en España*. La Antigua, Guatemala.
- World Bank, IMF, & Brookings Institution. (2003). *BOND MARKET DEVELOPMENT: WHAT ARE THE POLICY ISSUES?* Washington DC.

## **Anexos**

### **Anexo No. 1: Dentro de los Lineamientos para la Gestión de la Deuda Pública establecidos por el FMI y el Banco Mundial se destacan:**

- » La gestión de la deuda debe abarcar las principales obligaciones financieras sobre las cuales el Gobierno central ejerce control.
- » Los gerentes de la deuda, las autoridades fiscales y monetarias, y los reguladores del sector financiero deben tener una visión compartida y una comprensión común de los objetivos de las políticas de GD, fiscales, monetarias y del sector financiero, en razón de las interconexiones y las interdependencias que hay entre sus respectivos instrumentos de política.
- » Aunque la responsabilidad de garantizar niveles de deuda prudentes y de llevar a cabo un análisis sostenibilidad de la deuda (ASD) recae en las autoridades fiscales, los gerentes de deuda deben supervisar cualquier problema emergente de sostenibilidad de la deuda, con base en el análisis de riesgos de la cartera y las reacciones de mercado que se han observado al realizar operaciones de GD, y deben informar oportunamente al Gobierno.
- » Las Entidades Fiscalizadoras Superiores (EFS) deben auditar, anualmente, las actividades de la GD. Los sistemas de tecnología de la información (TI) y los procedimientos de control de riesgos deben estar también sujetos a auditorías externas. Adicionalmente, deben existir auditorías internas regulares de las actividades de gestión de la deuda, y de los sistemas y procedimientos de control.
- » El marco organizativo de la GD debe estar especificado de modo claro y los mandatos y roles bien articulados.
- » El personal involucrado en GD debe estar sujeto a un código de conducta y directrices sobre conflicto de intereses, con respecto a la administración de sus asuntos financieros personales.
- » Debe contarse con procedimientos adecuados de recuperación comercial para mitigar el riesgo de que las actividades de GD puedan verse seriamente afectadas por robos, incendios, desastres naturales, disturbios sociales o actos de terrorismo.

- » Se debe diseñar un marco que le permita a los gerentes de la deuda identificar y administrar las compensaciones entre el costo esperado y el riesgo en la cartera de deuda pública.
- » Para evaluar el riesgo, los gerentes de la deuda deben llevar a cabo, de forma regular, pruebas de resistencia de la cartera de la deuda con respecto a las crisis económicas y financieras a las que el Gobierno y el país en general están por lo común expuestos.
- » El Gobierno debe esforzarse por lograr una amplia base de inversionistas para sus instrumentos de deuda interna y externa, otorgándole la debida consideración al costo y al riesgo, y debe tratar a los inversionistas de manera equitativa.

## Anexo No. 2: Funcionamiento del sistema de Deuda Pública en Anotaciones en Cuenta en España.



Fuente: (Viola Ochoa, 2005) y Manual de Sistema Financiero Español de Parejo, Cuervo, Rodríguez y Calvo.

**Anexo No. 3: El CCDP integrado por el Banco Central del Uruguay y el Ministerio de Economía y Finanzas, se reúne periódicamente para mantener el control e ejecución de la gestión de la deuda pública, donde se ha llegado a los siguientes acuerdos: (BCU, s.f.)**

- » Comunicado 7-12-2017: Gestión integral de activos y pasivos del sector público. Se valoró positivamente el acuerdo firmado recientemente entre

ANCAP y el Banco Central del Uruguay (BCU) para la compra-venta de dólares a futuro, el cual permitirá reducir la exposición a las fluctuaciones del tipo de cambio en los resultados financieros de ambas instituciones.

- » Comunicado 23-03-2018: Avances del proyecto de ley que crea la Unidad Previsional. Se actualizó el estado de situación del proyecto de ley presentado a consideración del Parlamento, que fue tratado en las comisiones de Hacienda de ambas cámaras durante marzo de 2018.
- » Comunicado 27-06-2018: Operaciones de financiamiento y cobertura financiera con organismos multilaterales de crédito. En el marco de una gestión integral de la hoja de balance del sector público, y en línea con el objetivo de reducir los descalces de monedas, se analizaron potenciales operaciones de conversión de moneda de préstamos en moneda extranjera con organismos multilaterales de crédito, a moneda local.
- » Comunicado 18-03-2019: Cambios normativos para facilitar la operativa de las empresas públicas en instrumentos financieros derivados, en mercados extrabursátil y en mercados formales de competencia. Se valoró positivamente la entrada en vigencia del decreto reglamentario que facilita a entes autónomos y servicios descentralizados de dominio industrial y comercial del Estado el manejo de sus riesgos financieros de endeudamiento y de mercado, a través de contrataciones de instrumentos financieros derivados (IFD).
- » Comunicado 2-04-2020: Estrategia de financiamiento externo del gobierno ante el impacto de la emergencia sanitaria del COVID. En este contexto, el Comité analizó las distintas alternativas de financiamiento externo, tanto de mercado como de organismos multilaterales. El Comité destacó las ventajas que ofrece el desembolso de préstamos con los organismos multilaterales en esta coyuntura.
- » Comunicado 9-09-2020: Nuevo marco legal de endeudamiento del Gobierno Central incluido en la Ley de Presupuesto. El MEF presentó el nuevo marco jurídico para la autorización de endeudamiento neto público, incluido en el proyecto de ley de presupuesto 2020- 2024 presentado por el Gobierno.
- » Comunicado 4-12-2020: Actualización del proceso de registro de títulos locales en plataformas de liquidación globales. Una línea de trabajo fundamental para ambas instituciones es profundizar los esfuerzos en el

desarrollo de la infraestructura financiera que facilite el acceso de inversores extranjeros al mercado doméstico, tanto en títulos públicos como privados. En tal sentido, se realizó una actualización de los avances en este proceso, que incluyó intercambios con otros países que han establecido dichas plataformas.

- » Comunicado 9-03-2021: Participación en la Red para Enverdecer el Sistema Financiero. El BCU comunicó su incorporación voluntaria a la Red para Enverdecer el Sistema Financiero (NGFS, por su sigla en inglés).
- » Comunicado 1-10-2021: Reuniones con inversores de Asia. El Gobierno mantuvo en el mes de setiembre reuniones con inversionistas japoneses y de otros países asiáticos, con miras a una eventual emisión de bonos globales en yenes. Ello forma parte de la estrategia de diversificación de fuentes y monedas de financiamiento que viene llevando a cabo el MEF a través de la Unidad de Gestión de Deuda (UGD).
- Gestión de los activos de reserva. En el correr de 2021, el BCU ha invertido una porción de sus reservas en un fondo denominado en dólares administrado por el Banco de Pagos Internacional (BIS, por sus siglas en inglés).
- » Comunicado 30-09-2022: Publicación del Marco de Referencia para la emisión soberana de Bonos Indexados a Indicadores de Cambio Climático (BIICC). El 20 de setiembre, el gobierno publicó el nuevo Marco de Referencia para potenciales emisiones de Uruguay de BIICC.
- » Análisis de cambios normativos. El BCU comunicó que a partir del lunes 3 de octubre entrará en vigor una modificación al régimen de operadores primarios que remunera la actividad de éstos, incentivando la competencia entre los agentes y estimulando a otras instituciones a ingresar a este programa.