



UNIVERSIDAD DE LA HABANA, FACULTAD DE ECONOMÍA
BANCO CENTRAL DE CUBA

Tesis presentada en opción al grado científico
de Master en Ciencias Económicas.

Mercado de Deuda Pública, una propuesta de acciones de política para Cuba

Lic. Anabel Barceló Pérez
Tutores: Dr. Carlos Lage Codorníu
Dra. Elda Molina Díaz

La Habana, 2017

Índice

Introducción.....	1
Capítulo 1: El Mercado de Deuda Pública, experiencia internacional.....	5
1.1: Mercado de Deuda Pública: aspectos teórico-conceptuales.....	5
1.2: Mercado de Deuda Pública: principios básicos para su funcionamiento.....	13
1.2.1: Condiciones de mercado.....	14
1.2.2: Entorno institucional.....	21
1.2.3: Infraestructura.....	25
Capítulo 2: Marco institucional de la financiación pública en Cuba.....	29
2.1: Entorno de las finanzas públicas.....	29
2.2: Financiamiento del déficit presupuestal, principales deficiencias.....	35
2.3: Ventajas de la posible existencia de un Mercado de Deuda Pública en Cuba.....	44
Capítulo 3: El camino hacia un Mercado de la Deuda Pública en Cuba.....	50
3.1: ¿Es posible pensar en un Mercado de Deuda Pública en Cuba?.....	50
3.2: Limitaciones para el inicio de las operaciones en el marco del Mercado de Deuda Pública.....	57
3.3: Superando limitaciones.....	69
3.3.1: Condiciones de mercado.....	69
3.3.2: Entorno institucional.....	73
3.3.3: Infraestructura.....	77
Conclusiones.....	81
Recomendaciones.....	83
Bibliografía.....	84
Anexos.....	90

Introducción

Resulta común que la actividad de los gobiernos nacionales genere déficits continuados en los balances presupuestarios anuales, situación que derivó en la búsqueda de mecanismos de financiación adicionales a las fuentes convencionales de ingresos fiscales. En este sentido, se reconocen dos vías para la financiación pública: la monetización y los mecanismos de mercado a partir de una política de endeudamiento público.

La experiencia negativa de un numeroso grupo de países con relación a los efectos de la monetización sobre la inflación generó un rechazo prácticamente rotundo a esta alternativa, concentrando la financiación del gobierno en el endeudamiento soberano. En la actualidad ambos tipos de financiamiento ocurren en los Mercados de Deuda Pública (MDP).

El MDP es un mercado financiero que cuenta con dos segmentos o submercados: el primario y el secundario. En el primero de ellos se emiten y colocan inicialmente los títulos de deuda del gobierno, y en el segundo, estos valores se transan continuamente hasta su vencimiento. Es el espacio, no necesariamente físico, donde se comercializan los valores del gobierno y donde éste obtiene financiamiento de diversos agentes.

En Cuba, durante más de 40 años los déficits fiscales fueron monetizados íntegramente, en una primera etapa por el Banco Nacional de Cuba (BNC) y luego por el Banco Central de Cuba (como prestamista de única instancia), sin el establecimiento de un compromiso explícito de amortización.

Si bien en los años más recientes la monetización en el país no se ha traducido en un impacto directo sobre los precios, dadas las características peculiares de la economía doméstica, su empleo a lo largo del tiempo ha generado otras distorsiones.

A raíz del proceso de actualización del modelo económico iniciado con el VI Congreso del Partido Comunista de Cuba y en particular, del reordenamiento del entorno económico, monetario y financiero, se comenzaron a gestar e implementar un conjunto

de transformaciones en los mecanismos para financiar al Presupuesto del Estado. Este proceso ha estado apoyado en la intención institucional de crear a mediano plazo un Mercado de Deuda Pública.

Las transformaciones han transitado desde la definición de nuevas reglas para la operatoria de las cuentas del Presupuesto del Estado, el establecimiento de compromisos de amortización fiscal, el ordenamiento de las relaciones entre el Ministerio de Finanzas y Precios y el Banco Central de Cuba; hasta la emisión a partir de 2014 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 hacia un MDP.

A pesar de estos avances, el proceso de financiamiento fiscal mediante la emisión de bonos no ha estado acompañado de reformas en el orden institucional, normativo y regulatorio, así como, de los sistemas de incentivos e infraestructura que promuevan la demanda por los bonos públicos y garanticen la funcionalidad del mercado. Asimismo, la emisión de bonos, por sí sola, no constituye una medida suficiente para generar las transformaciones necesarias en la política de administración de la deuda pública y del control monetario. En paralelo, no existe un abordaje académico y teórico capaz de sustentar una posible propuesta para el Mercado de Deuda Pública nacional.

La situación previamente descrita estimuló la realización de la presente investigación, basada en el **problema**: *¿Qué acciones de política debieran desarrollarse para garantizar el funcionamiento de un Mercado de Deuda Pública en Cuba en sus etapas iniciales?*

Para darle respuesta al problema de investigación, se ha determinado la siguiente **hipótesis**: *Las acciones de políticas encaminadas a fomentar las condiciones de mercado basadas en los sistemas de incentivos, las reformas institucionales orientadas hacia la transparencia, consistencia y sostenibilidad de la política financiera del gobierno y una ampliación de la infraestructura, darán la funcionalidad necesaria al Mercado de Deuda Pública en Cuba en sus primeras etapas.*

En consecuencia, los objetivos que responden al problema científico se definieron como sigue:

Objetivo General: *Diseñar un conjunto de acciones de política para impulsar el funcionamiento del Mercado de Deuda Pública en Cuba, en sus etapas iniciales.*

Objetivos Específicos:

- (1) *Sistematizar la experiencia internacional en la formación y desarrollo de mercados de deuda pública;*
- (2) *Definir los principales elementos del entorno fiscal en Cuba, esencialmente los asociados a la financiación pública y sus deficiencias;*
- (3) *Determinar los elementos que favorecen y los que limitan la formación de un Mercado de Deuda Pública en Cuba;*
- (4) *Proponer acciones de política que faciliten la implementación del Mercado de Deuda Pública en el país.*

Para el desarrollo de la temática de análisis se realizó una extensa revisión, consulta y utilización de bibliografía especializada, principalmente de países latinoamericanos con mercados financieros poco desarrollados, con el propósito de indentificar posibles lecciones para las etapas de formación del MDP.

Teniendo en cuenta la novedad del tema, no existen en Cuba trabajos académicos anteriores que aborden directamente la temática del Mercado de Deuda Pública; no obstante, la investigación se apoyó en artículos de autores nacionales como Hidalgo, Doimeadiós, Vidal, Pérez y Lage & García. Igualmente resultaron de interés trabajos realizados por las Direcciones de Política Monetaria y Estudios Económicos y Financieros del BCC y las entrevistas a funcionarios y directivos del propio banco central, el Banco de Inversiones y el Ministerio de Finanzas y Precios.

Esta investigación se ha estructurada en tres capítulos que ayudarán a cumplimentar los objetivos propuestos y dar respuesta al problema en análisis:

En el *Capítulo 1*, “El Mercado de Deuda Pública, experiencia internacional”, se sistematizan en un primer momento los principales elementos teórico-conceptuales vinculados con los mecanismos de financiación pública y, en especial, aquellos relacionados con los Mercados de Deuda Pública. Seguidamente, se realiza una revisión de las acciones de política y reformas estructurales e institucionales que de manera general se requieren para sentar las bases del funcionamiento de un MDP, sobre todo en sus etapas iniciales.

En el *Capítulo 2*, “Marco institucional de la financiación pública en Cuba”, se repasan las características fundamentales de la financiación pública en Cuba durante los últimos 25 años, explicando los esquemas tradicionales de monetización y sus implicaciones, las transformaciones experimentadas a raíz del VI Congreso del PCC y las ventajas que podría generar la existencia de un MDP en el país.

En el *Capítulo 3*, “El camino hacia un Mercado de la Deuda Pública en Cuba”, se exponen las bases que fundamentan el tránsito hacia la creación en el corto y mediano plazo de un mercado para los títulos de deuda domésticos, las limitaciones o elementos que se requiere superar para lograr este propósito y se realiza una propuesta de acciones de política que sentarán las condiciones para que el MDP pueda iniciar sus operaciones, al menos en una etapa de prueba.

Adicionalmente, a lo largo del trabajo se presenta un conjunto de esquemas, tablas y gráficos, que unido a los Anexos refuerzan los resultados de la investigación. Finalmente, se ofrecen las conclusiones y recomendaciones, que pudieran servir de referencia para futuros proyectos investigativos.

Capítulo 1: El Mercado de Deuda Pública, experiencia internacional

La financiación de los desbalances públicos ha transitado por varias modalidades, desde la monetización, donde los recursos provienen de los bancos centrales, hasta los mecanismos de mercado. Actualmente, los Mercados de Deuda Pública constituyen el espacio fundamental en el que se conciertan ambas alternativas de financiamiento.

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.

En rigor, no existe un modelo único de funcionamiento y organización para los Mercados de Deuda Pública; sin embargo, al analizar 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. Para ello, en un primer epígrafe se profundizará en los aspectos de carácter teórico y conceptual relacionados con la temática de análisis; para luego transitar, en el segundo epígrafe, a sistematizar elementos de interés en el orden internacional desde la perspectiva organizativa.

1.1: Mercado de Deuda Pública: aspectos teórico-conceptuales

Con frecuencia los ingresos fiscales resultan insuficientes para financiar la actividad del sector público de un país. En consecuencia, el gobierno, al igual que otros agentes como las empresas o las familias, demanda recursos adicionales.

Con la monetización se adopta como método la deuda pública monetaria, es decir, la emisión de monedas y billetes de curso legal por parte de los bancos centrales, y por tanto, se reconoce que el déficit ha sido monetizado. Este mecanismo puede representar, en ocasiones, el acceso del Estado al crédito de manera prácticamente ilimitada y/o con bajos costos.

La monetización puede originar un incremento en los medios de pago no necesariamente justificado por un aumento de las transacciones. De esta manera, constituye una fuente exógena de emisión primaria de dinero que lastra el desarrollo de las funciones de la autoridad monetaria, llegando en ocasiones a subordinar la política monetaria a los intereses de la fiscal (dominancia fiscal); dado que el prestamista y el prestatario son instituciones públicas se generan conflictos de intereses.

Experiencias negativas en el contexto internacional asociadas a grandes déficits fiscales monetizados, como las europeas de finales del siglo XIX e inicios del posterior y de la mayoría de los países latinoamericanos en la segunda mitad del siglo XX, introdujeron fuertes condenas a este mecanismo.

Una de las afirmaciones más repetidas por la teoría económica neoclásica convencional se relaciona con un vínculo casi directo entre déficit fiscal e inflación, cuando este se monetiza sistemáticamente. Esta idea generó un elevado rechazo hacia la monetización de los desbalances públicos, que en algunos países se ha traducido en una prohibición expresa en las cartas orgánicas de los bancos centrales (Lage & García, 2014).

Las vías a través de las cuales se financian los déficits pueden ser irrelevantes desde el punto de vista de la estabilidad monetaria en el largo plazo, pero no necesariamente en el corto plazo. La financiación a través de endeudamiento ofrece mayor capacidad de maniobra en términos de manejo de inflación, en comparación con la monetización (Hidalgo & Doimeadiós, 2012).

Como resultado de lo anterior, la financiación comenzó a orientarse hacia el crédito público; es decir, la capacidad del Estado para endeudarse con el objeto de captar

recursos a fin de realizar inversiones reproductivas, reestructurar su organización, atender casos de emergencia nacional y refinanciar sus pasivos. Todo ello, mediante mecanismos de mercado, a partir del manejo por el Tesoro de una serie de instrumentos a diferentes plazos (letras, bonos, obligaciones, etc.) con el objetivo de asegurar con el transcurso del tiempo que el financiamiento se formalice al menor costo posible.

Para alcanzar este propósito, resultó necesario organizar y desarrollar el Mercado de Deuda Pública (MDP), entendiendo como tal 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.

De manera general, los Mercados de Deuda Pública, en su condición de mercado financiero¹, se caracterizan por su amplitud, profundidad, liquidez, transparencia, libertad y flexibilidad. En la tabla 1 se abunda sobre cada una de estas distinciones.

Tabla 1. Características de los mercados financieros

AMPLITUD	Se define en función del volumen de títulos de deuda negociados. Un mercado amplio satisface los requerimientos de los oferentes y demandantes potenciales, al proporcionar una variada gama de valores.
PROFUNDIDAD	Se corresponde con el número de órdenes de compra y venta que existen para cada tipo de activo.
LIQUIDEZ	Se relaciona con la habilidad para transar un título en el mercado, en el menor tiempo posible, a un precio que incorpore los factores económicos que afectan su valor. Un mercado líquido se caracteriza por un elevado volumen de contratación, diferenciales estrechos entre los precios de compra y de venta, y una reducida volatilidad de los precios en situaciones normales y de tensión.
TRANSPARENCIA	Se asocia a la facilidad con la que los inversores pueden acceder a información relevante para la toma de decisiones. Por tanto, un MDP será más transparente cuanto mejor y más barato resulte el acceso a la información por parte de los agentes económicos que participan en él.
LIBERTAD	Se refiere a la existencia de algún tipo de intervención por parte de las autoridades monetarias o económicas que pudiera influir sobre el proceso de formación de precios.
FLEXIBILIDAD	Se vincula con la rapidez con la que los agentes económicos (compradores y vendedores de títulos) reaccionan ante cambios en las condiciones del mercado.

Fuente: Elaboración propia

¹ Espacio donde los agentes participantes que presentan excesos de fondos disponibles (agentes superavitarios) los transfieren a aquellos que presentan déficits (agentes deficitarios). Otras definiciones los identifican como el conjunto de transacciones que realizan los oferentes y demandantes de fondos, donde los distintos participantes (familias, empresas y gobiernos) compran y venden activos financieros. Entre los mercados financieros destacan el mercado de dinero o monetario, de divisas, de deuda pública, de acciones y bonos corporativos, y de derivados.

La literatura reconoce tres funciones esenciales de estos mercados: (i) *fijación de precios*, a partir de la interacción entre compradores y vendedores se determina el precio del título comercializado y en forma equivalente, se establece el rendimiento requerido; (ii) *liquidez*, proporciona un mecanismo para que el inversionista pueda desprenderse del título, si las condiciones cambian; y (iii) *reducción de los costos de transacción*, expresados en inferiores costos de búsqueda y de información, la existencia de un mercado organizado y eficiente garantiza el cumplimiento de esta función (Fabozzi, Modigliani, & Ferri, 1996).

Existen diversas clasificaciones de los MDP de acuerdo a diferentes criterios, la más común se establece en función de la fase de negociación en la que se encuentre el instrumento de deuda, lo cual conduce a dividir el mercado en dos espacios: el mercado primario (MPDP) y el secundario (MSDP), (ver Esquema 1)²:

Esquema 1: Clasificación del Mercado de Deuda Pública, fase de negociación



Fuente: Elaboración propia

El mercado primario es donde se venden los títulos tras ser emitidos por el gobierno y en el cual participan agentes seleccionados, en rigor, es donde se concreta el financiamiento público (representa una fuente directa de financiamiento) (Gray & Talbot, 2009). 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. Por este motivo, los mercados primarios también son llamados mercados de emisión.

² Se eligió esta clasificación por ser una de las más reconocidas y por guardar una mayor relación con el desarrollo de la investigación. En el Anexo 1 se detallan clasificaciones adicionales.

En el mercado secundario, de negociación o de segunda mano se transan continuamente los valores hasta su vencimiento. En estas transacciones no se requiere que el gobierno participe como contraparte, aunque ello puede ocurrir bajo determinadas circunstancias (Gray & Talbot, 2009). 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.

Al proveer negociaciones frecuentes, en lugar de las ventas puntuales del mercado primario, el MSDP facilita la fijación de precios y el acceso al mercado, y en teoría debería fortalecer la demanda en ambos segmentos del MDP. Las operaciones en este marco aportan señales a los participantes en el mercado de emisión sobre la situación financiera del gobierno.

En la práctica, en el mercado de segunda mano se determina el costo de financiamiento del gobierno, por lo que su principal importancia radica en la formación de los referentes en materia de precios y tasas de interés para el mercado primario (Mishkin, 2008). Es por ello que a medida que se va desarrollando el mercado secundario, se tenderá a reducir los costos del financiamiento público.

Dada la naturaleza de sus operaciones, el MSDP facilita la concreción de los intereses de política monetaria del banco central, a partir de la compra-venta de títulos, y permite dar respuesta a las necesidades de liquidez y rentabilización del resto de los participantes.

Desde el punto de vista de su funcionamiento, los procesos de compraventa que ocurren en el MDP transitan por varias fases (Pellicer, 1992) (ver Esquema 2):

Esquema 2: Proceso de compraventa en el Mercado de Deuda Pública.



Fuente: Elaboración propia

Por su naturaleza inter-temporal (el comprador recibe una obligación de pago en cierta fecha futura), las transacciones en este espacio deben sustentarse en la confianza que perciba el inversionista de que la obligación será cumplida en el momento de vencimiento del activo (Vindas & Jiménez, 1996).

Además, el mercado de títulos públicos guarda una estrecha relación con el resto de los mercados financieros, especialmente con el interbancario o de dinero. De un lado, el mercado de dinero constituye un soporte para garantizar su liquidez y la estabilidad de las tasas de interés; de otro, 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.

Asimismo, fomentar el MDP contribuye a reforzar la conducción de la política monetaria por parte de los bancos centrales y fortalecer sus canales de transmisión, a través de la realización de operaciones de mercado abierto³ (OMAs), que incluyen la compra-venta

³ Las OMAs son un instrumento indirecto de política monetaria basado en la oferta y demanda de valores (generalmente títulos de deuda pública) por parte del banco central, con el propósito de incidir en la regulación de la base monetaria (Cruz, 2014).

de títulos y la utilización de repos⁴, donde los valores del gobierno son utilizados como colaterales.

Uno de los elementos más relevantes al respecto se asocia con la formación de la tasa de interés interbancaria⁵, que es utilizada en numerosas economías como meta operativa dentro de los esquemas monetarios. Estas transacciones contribuyen a una mayor liquidez del mercado, lo que resulta crucial para la formación de las expectativas. Todo ello fortalece los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Este espacio también genera oportunidades para las instituciones financieras, pues facilita el manejo de la liquidez, al permitir la conversión de sus activos en efectivo, en el marco de mercados secundarios dinámicos (Karacadag & al., 2003).

Mientras, 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 perfil de riesgo prácticamente nulo, su curva de rendimiento⁶ 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 (Herring & Chatuscritak, 2000).

Desde la perspectiva de los gobiernos, existe un consenso en que mercados de deuda soberana eficientes 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.

⁴ También conocidos como reportos (reporto inverso) o recompras: Operación temporal de compra (venta) de valores, por medio del cual una entidad financiera autorizada vende (compra) valores con el compromiso de recomprarlos (revenderlos) en un plazo determinado y a un precio pre-establecido en la fecha de negociación (Banco Central de Honduras, 2013).

⁵ Dado que se promueve el incremento de las transacciones en el marco del MIB, lo cual permite que se forme de manera más objetiva la tasa interbancaria.

⁶ La curva de rendimiento es la estructura de tasas de interés a través de distintos vencimientos.

El uso de instrumentos de deuda pública interna o externa, para financiar déficits fiscales, ofrece mayores grados de libertad para administrar los equilibrios 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, 2012).

En resumen, MDP bien diseñados y regulados, sobre todo si son domésticos, 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.

Un mercado líquido provee beneficios para la economía en general, gracias a que se traduce en una mejor colocación de los recursos mediante la canalización efectiva del ahorro hacia las inversiones domésticas. En otras palabras, facilita la asignación inter-temporal de los recursos financieros y tributa a la diversificación de las oportunidades de inversión para inversionistas particulares e institucionales, en un entorno de riesgos más reducidos para la administración de los fondos disponibles. Adicionalmente, contribuye a que los agentes reduzcan sus costos de transacción y permite que se forme y deleve un precio clave o de referencia para la economía: la tasa de interés de los títulos públicos.

Si bien es cierto que el MDP aporta numerosas potencialidades para los gobiernos, bancos centrales y la economía en su conjunto, no debe desestimarse que bajo determinadas circunstancias las operaciones que se desarrollan en este marco pueden generar ciertos riesgos⁷. En la Tabla 2 se sistematizan los riesgos más relevantes.

⁷ Con relación al tema de los riesgos introducidos por las políticas de endeudamiento fiscal también abundan (Hidalgo & Doimeadiós, 2012).

Tabla 2. Clasificación de los riesgos en los Mercados de Deuda Pública.

De tasa de interés:	Si la tasa de interés del mercado se incrementa, el precio del instrumento se reduce y viceversa, por lo que existe una sensibilidad del precio a los movimientos en las tasas de interés.
De curva de rendimiento:	Se vincula con el grado de convexidad de la curva de rendimiento, a mayor convexidad, mayor es el diferencial de precios ante un cambio en la tasa de interés. El riesgo presenta dos modalidades, cuando el cambio en la tasa de interés afecta a toda la curva por igual (un cambio paralelo) y cuando afecta en forma distinta el precio de los diferentes títulos (un cambio no paralelo).
De refinanciamiento o renovación:	Considera el hecho de que, por las condiciones futuras desconocidas del mercado, la deuda pública deba renovarse a un costo alto o, en casos extremos, no pueda refinanciarse. La imposibilidad de renovar la deuda y/o el incremento en el costo de la misma puede provocar o exacerbar una crisis de deuda.
De crédito:	Se manifiesta en tres niveles, riesgo de <i>default</i> (no pago) que se produce cuando el gobierno no puede hacer frente a sus obligaciones; riesgo de <i>spread</i> ⁸ , cuando se incrementa el <i>spread</i> , cae el precio del valor; y riesgo de <i>downgrade</i> que ocurre cuando una agencia calificadoradora de riesgos ⁹ reduce la evaluación del instrumento provocando que el precio del mismo caiga.
De liquidez:	Se asocia a la capacidad de poder vender un título a un precio que sea igual o similar a su valor real.
De moneda o tipo de cambio:	Ocurre cuando se invierte en un título denominado en moneda de otro país, por lo que se corre el riesgo de que variaciones en el tipo de cambio hagan que el retorno en moneda local se vea afectado.
De inflación o poder de compra:	Si la tasa de un valor está pactada y es fija, un aumento en la inflación disminuye las ganancias reales que percibe el inversionista.

Fuente: Elaboración propia

La mayoría de estos riesgos parten de definiciones deficientes de los esquemas institucionales y regulatorios, así como de insuficientes mecanismos de supervisión que permitan un manejo y monitoreo oportuno de las condiciones del mercado. Algunos autores referencian que en la medida en que se avanza en la formación de este espacio, las disposiciones legales deben revisarse e incorporarles medidas que permitan mitigar los riesgos que se identifican (reales o potenciales). Las lecciones, tanto exitosas como desfavorables, de otras economías principalmente las latinoamericanas pueden ser útiles para un diseño armónico de esta estructura de mercado.

1.2: Mercado de Deuda Pública: principios básicos para su funcionamiento

Las funciones desempeñadas por los mercados de deuda pública no se limitan a la mera canalización de recursos hacia las arcas del gobierno, sino que estos espacios son una pieza clave para el desarrollo de todo sistema financiero avanzado.

⁸ Se conoce como *spread* al interés adicional que paga una emisión sobre la tasa de un título libre de riesgo.

⁹ Las agencias de calificación de riesgos o agencias de rating son empresas que califican determinados productos financieros o activos ya sean de empresas, estados o gobiernos regionales. Sus notas o calificaciones valoran el riesgo de impago y el deterioro de la solvencia del emisor.

En consecuencia, numerosos países han desplegado una intensa labor encaminada a 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.

Sin embargo, alcanzar este propósito no resulta fácil, debido a que ello se traduce en la implementación de una amplia gama de acciones de política, así como de reformas en el orden estructural e institucional, que abarcan el diseño de instrumentos e incentivos, creación de nuevos marcos legales, la ampliación de la infraestructura, entre otros. Por tanto, la práctica internacional refleja que este proceso transita por varias etapas y su consolidación puede tardar un largo período de tiempo, incluso décadas, principalmente en economías emergentes.

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 MDP, las experiencias de otras economías, tanto positivas como negativas, derivan elementos comunes o condiciones básicas para avanzar hacia este objetivo.

1.2.1: Condiciones de mercado

Teniendo en cuenta que la fase de negociación en la que se encuentre el instrumento de deuda introduce dos distinciones en el MDP: el mercado primario y el secundario, y que en consecuencia, se evidencian diferencias en la organización de cada uno de estos espacios, a continuación se analizarán por separado las condiciones básicas para garantizar el inicio de su funcionamiento.

✓ Mercado primario:

Los mercados primarios constituyen el antecedente para avanzar hacia los mercados secundarios, dado que sus mecanismos operacionales son relativamente más sencillos y requieren de una menor cantidad de actores involucrados.

Debe diseñarse un programa regular y preanunciado de emisión y colocación de los títulos públicos basado en un calendario anual, al cual tengan acceso solo los

intermediarios con capital suficiente para invertir; es decir, los agentes autorizados a participar en este espacio. Resulta favorable que estos valores sean emitidos en diferentes períodos a lo largo del año, en lugar de emitir un gran volumen de títulos en una oferta única, con la finalidad de diversificar las fechas de vencimiento y suavizar las presiones sobre la emisión monetaria (FMI & BM, 2001).

De acuerdo con las experiencias de los países de América Latina derivadas de la crisis de deuda externa de la década de los ochenta, algunos autores recomiendan tender a concentrar el financiamiento en el mercado doméstico, en moneda local y a tasa de interés fija, para disminuir la vulnerabilidad de las finanzas públicas. Esta práctica se sustenta en la labor que han ido desplegando las autoridades en economías como la brasileña, mexicana y peruana, teniendo como propósito reforzar sus mercados domésticos y mitigar los riesgos de refinanciación, de tipo de cambio y de tasa de interés (Amante & al., 2007), (Hacienda, 2003) y (Jeanneau & Pérez, 2005).

Al respecto, en etapas iniciales es conveniente la emisión y comercialización de títulos de corto plazo, debido a que estos valores introducen una mayor certidumbre para los inversionistas en cuanto a la capacidad de pago del Estado, lo cual puede servir de incentivo para realizar las primeras operaciones. Sin embargo, este proceder no debe extenderse ilimitadamente ya que la concentración de los vencimientos presiona la tesorería pública y puede generar riesgos de refinanciamiento.

Una vez que se ha logrado fortalecer e institucionalizar el mercado con instrumentos de corto plazo, los esfuerzos deben enfocarse en el tránsito hacia títulos a plazos más largos (Rodrigo, 2010). Regularmente este proceso suele ser complejo y puede requerir varias etapas o pasos intermedios, tomando como elemento clave el establecimiento de emisiones de referencia (*benchmarks*) que sirvan de base para orientar a los mercados sobre sus tasas y riesgos (Karacadag & al., 2003).

La política de alargamiento progresivo de los plazos persigue varios propósitos: brindar una estructura de vencimientos equilibrada, internalizar las necesidades de los inversionistas, revelar claramente las preferencias por los títulos más líquidos y alcanzar gradualmente montos suficientes para facilitar la liquidez del intercambio en el

mercado secundario; todo ello se traducirá en el mantenimiento de una suficiente masa crítica de valores en todos los plazos (Hernández, 2005).

A pesar de lo anterior, se debe considerar que una excesiva concentración de la deuda a largo plazo también es riesgosa, ya que no se conocen con certeza las futuras necesidades de financiamiento del sector público y las condiciones que prevalecerán en la economía. Lo que se recomienda es establecer un perfil de amortizaciones regular, con el objetivo de minimizar el riesgo de refinanciar un monto importante de deuda pública cuando las condiciones del mercado se tornen desfavorables, incluso en el largo plazo.

También debe apuntarse que no resulta conveniente emitir una amplia variedad de títulos, dado que ello puede contribuir a la segmentación del mercado; por tanto, puede ser apropiado crear una gama de instrumentos sencilla pero completa, a diversos plazos, que permita atender las necesidades de liquidez de los inversores.

Con relación a los mecanismos de colocación, en un comienzo éstos deben ser lo más sencillos posible, teniendo en cuenta que los participantes por lo general no están familiarizados con la operatoria específica del mercado. En consecuencia, debe contemplarse un período de prueba que permita generar paulatinamente el *know how* requerido. No obstante, es factible que se seleccionen mecanismos competitivos, como licitaciones y subastas¹⁰, para mejorar la eficiencia del mercado. Esta decisión normalmente se acompaña de procedimientos que incluyen las condiciones y términos bajo los cuales se desarrollarán las actividades de negociación.

En paralelo, resulta oportuno encaminar los esfuerzos hacia la existencia de un número adecuado de participantes en el mercado, con el propósito de aumentar las probabilidades de negociación. Entre los miembros más relevantes de este espacio se encuentran los operadores primarios, que tienen como obligación apoyar al mercado de emisión a través de una función de suscripción; es decir, tienen el compromiso de mantener una demanda constante a través de requerimientos mínimos, previamente establecidos, en cada una de las colocaciones.

¹⁰ En el Anexo 2 se describen diferentes variantes de subastas.

Esta estrategia ha sido ampliamente utilizada en el ámbito regional y se resalta que para economías con mercados pequeños, las experiencias de Perú y Colombia pueden resultar de utilidad. El programa de operadores primarios en estos países se orienta a entidades bancarias con un nivel elevado de solvencia y liquidez; así como, con un historial de credibilidad y prestigio dentro del sistema. Esta selección es revisada periódicamente, en función del desempeño alcanzado durante el período anterior.

Generalmente estos actores constituyen una pieza clave en la organización de los mercados primarios; sin embargo, se reconoce que ante la existencia de débiles marcos regulatorios y la ausencia de incentivos adecuados, pudieran introducir determinados riesgos. Las desventajas posibles son: la colusión en las ventas del mercado primario y la comercialización sólo con entidades de su mismo tipo en el mercado secundario. Para limitar la primera deficiencia, Perú estableció por ley que la oferta presentada por cada creador de mercado no podrá superar el monto a subastar anunciado previamente (Hacienda, 2003).

En resumen, la formación de un mercado primario para los títulos públicos debe centrarse en cuatro elementos esenciales: el establecimiento de reglas claras para la emisión y colocación de los valores, la introducción de una gama adecuada de instrumentos de deuda pública y la creación de una base de demandantes para los valores.

✓ Mercado secundario

El mercado secundario tiene, entre otros objetivos, brindar liquidez a las inversiones en valores, promover la eficiencia de la política de endeudamiento público y servir de soporte a las operaciones de política monetaria (representadas por las OMA's). Para alcanzar tales propósitos, un requisito fundamental es la existencia de mercados primario (con la acumulación de relevantes montos de deuda circulante) e interbancario, al menos, medianamente organizados. En adición, debe desplegarse un conjunto de acciones e introducir un adecuado sistema de incentivos que garanticen un desarrollo armónico y dinámico de sus operaciones.

La pre-existencia de un Mercado Interbancario resulta relevante dado su rol central en la determinación de los precios y las tasas de interés (Karacadag & al., 2003); de esta manera, ambos espacios se van profundizando a la par y complementándose.

Es común que en un comienzo los valores se mantengan hasta su redención por los compradores del mercado de emisión, quizás porque sean la mejor o única oportunidad de inversión. En consecuencia, en los mercados incipientes son habituales las escasas negociaciones, si es que existen, como reflejo en numerosas ocasiones de una gama limitada de instrumentos y agentes; aunque también puede encontrarse una explicación en la falta de experiencia de los participantes sobre los mecanismos de negociación o carencia de incentivos.

En el caso de mercados poco desarrollados, donde una gran parte de los participantes son los bancos, la literatura reconoce que uno de los incentivos fundamentales para demandar títulos públicos es la posibilidad otorgada por el banco central de aceptar estos valores como garantías en sus operaciones monetarias y que puedan considerarse para cumplir con los requerimientos de liquidez (Gray & Talbot, 2009). De esta manera, los agentes estarán dispuestos a realizar préstamos mediante la existencia de garantías con un riesgo cercano a cero, lo cual a su vez debe traducirse en una mayor demanda de títulos.

A través de la aplicación de una política monetaria bien concebida, los bancos centrales cumplen un papel decisivo como promotores del desarrollo y mantenimiento de mercados secundarios eficientes de valores públicos. El diseño y la utilización de instrumentos indirectos, que entrañan transacciones en valores públicos, suelen contribuir de manera importante a la creación de mercados activos y líquidos para esos valores. Por ejemplo, la realización periódica de operaciones de mercado abierto puede promover la liquidez adecuada del mercado y contribuir así a su buen funcionamiento (FMI & BM, 2001).

Relacionado con lo anterior, el banco central acude o participa en los mercados de negociación con dos propósitos fundamentales. Por una parte, con fines de política o estratégicos, a partir de sus operaciones de política monetaria, cuyo impacto es más de

largo plazo. Por otra, interviene para ajustar el mercado mediante transacciones diarias, que permiten estabilizar los precios y las expectativas de los agentes.

Todo este proceso deriva necesariamente en la profundización del Mercado Interbancario; por lo que se requiere de un apoyo constante por parte de la autoridad monetaria, a través de sus operaciones para gestionar la liquidez y de una participación activa de las instituciones del sistema financiero.

Una estrategia acertada en etapas posteriores es promover el uso de los repos en el Mercado Interbancario para fortalecer la demanda y la liquidez de los títulos (sobre todo de aquellos a más largo plazo), y la utilización de manera activa de las letras del Tesoro, para gestionar los flujos de efectivo fiscal durante el año.

Con el fin de tener éxito, el Mercado de Deuda Pública debe contar con una amplia gama de inversionistas con el capital suficiente para proporcionar la liquidez necesaria. Sin instituciones que estén preparadas para mantener un inventario, es muy difícil desarrollar un mercado secundario.

En consecuencia, desde el punto de vista de la estructura del mercado, la principal acción desarrollada por las autoridades fiscal y monetaria se orienta a la formación de la figura de los creadores del mercado (*market makers*). Experiencias como las de Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay demuestran que ésta es una herramienta efectiva para incrementar la liquidez de los mercados y/o de algunos instrumentos específicos (Lazen, 2005) y (Amante & al., 2007).

Estos agentes se insertan en el mercado secundario con transacciones regulares en ambas posturas (de compra y de venta), por lo que su operativa hace más fácil encontrar una contrapartida y mantiene una demanda estable de títulos, su función fundamental es intermediar para la mejor asignación de recursos. En la mayoría de los países el operador primario también se desempeña como formador del mercado secundario. Sin embargo, a diferencia de los operadores primarios, los creadores de mercado pueden incluir a otras entidades además de las instituciones bancarias, como los fondos de pensiones y empresas de seguros.

Asimismo, estos actores deben estar formalmente autorizados y sujetos a supervisión y regulación, dado que deben brindar confianza al resto de los agentes del mercado y demostrar que son confiables, competentes y financieramente sólidos.

Los creadores de mercado juegan un rol importante como distribuidores de valores en las ventas al por mayor; dado que actúan como intermediarios y proveen información de mercado, lo que incluye precios, cantidades y *spreads* (Arnone & Iden, 2002).

En ocasiones, los formadores de mercado se exponen a riesgos financieros, dado que no siempre podrán vender a un precio razonable los títulos que han comprado con anterioridad y viceversa; por tanto, deberán tener suficiente capital que les permita almacenar sus posiciones. A pesar de lo anterior, es importante que su actividad les garantice generar utilidades.

A cambio, reciben un tratamiento especial y diferenciado, mediante lo cual gozan de ciertas ventajas y privilegios. Estas facilidades se pueden asociar a: obtención de información de primera mano o privilegiada sobre la política de financiación que va a seguir el Tesoro; opciones de compras adicionales de valores a precios no competitivos; acceso a las segundas vueltas de las subastas; y respaldo de liquidez por parte del banco central.

Bajo determinadas circunstancias, estas facilidades pueden otorgarse por períodos transitorios, pues puede suceder que a medida que avance y se profundice el mercado se prescindiera de la presencia de determinados formadores de mercado; aunque ello no representa la generalidad.

Sin embargo, la existencia de creadores de mercado tiene como desventaja que se puede reducir la competencia e introducir riesgos de colusión, particularmente en economías con MDP pequeños. A pesar de ello, la experiencia de varios países refleja que los mercados de títulos se han fortalecido a partir de la introducción de estos actores.

En rigor, el aumento en el número de participantes reporta beneficios para el gobierno en su condición de emisor, al promover la competencia. Si existen solo pocos operadores, éstos presentan incentivos limitados para competir entre sí y, por tanto,

pueden recibir ganancias excesivas que presionan los costos del financiamiento público.

Cabe señalar que, en condiciones extremas de ausencia de liquidez, como la crisis financiera internacional iniciada en 2007, se evidenció una nueva modalidad de creador de mercado, el creador de mercado de última instancia, representado por el banco central. Esta nueva función de la autoridad monetaria incluyó compras a gran escala de una amplia gama de títulos, así como, la aceptación de una alta variedad de instrumentos como colaterales. De esta manera, la autoridad monetaria suplió una parte importante del mercado y logró reactivar los canales de oferta y demanda para suministrar liquidez, tanto al mercado como a determinados instrumentos de deuda.

En resumen, la profundización del mercado secundario depende, en gran medida, de los avances que se logren en el mercado primario y el interbancario, de las acciones que desarrolle el banco central como agente rector de la política monetaria; así como, de la institucionalización de los creadores de mercado.

1.2.2: Entorno institucional

Una de las lecciones más comentadas por la literatura se relaciona con el mantenimiento de una política macroeconómica creíble y estable, que sea consistente con la sostenibilidad y gestión de la deuda a largo plazo, apoyada en un marco institucional sólido.

La deuda pública es la cartera financiera más importante de un país, y un volumen de deuda grande y mal estructurado hace que el gobierno sea más vulnerable a las perturbaciones económicas y financieras. 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 (Bergara, 2015a).

La correcta formulación del balance fiscal, asociada a una ejecución viable y efectiva, tributará a un control más transparente y a rendiciones de cuentas para que el público perciba una mayor credibilidad y responsabilidad en las políticas financieras del gobierno. Además, es conveniente que la información fiscal esté disponible de manera

accesible y oportuna, con elementos que permitan entender y evaluar fácilmente la ejecución presupuestaria y el desempeño fiscal (Ministerio de Hacienda, 2010).

Mientras, resulta apropiado el establecimiento de objetivos claros para la emisión de valores y la gestión de la deuda. La planificación de la oferta de títulos soberanos debe basarse en la realización de proyecciones y ejercicios de programación financiera sobre las necesidades de liquidez del sector público y tener en cuenta mecanismos que permitan prorratear las deudas en el tiempo. Lo anterior demandará, de ser necesario, transformaciones en las estructuras organizativas del gobierno; es decir, probablemente requerirá que se creen oficinas especializadas específicamente en los asuntos de gestión del endeudamiento público.

En paralelo, debe avanzarse en materia de sostenibilidad de la deuda soberana (y por tanto de las cuentas del Estado) introduciendo análisis sobre su magnitud, plazos de vencimiento, composición por monedas, estructuras de las tasas de interés, entre otros (Bergara, 2015a).

En tanto, numerosos países como Brasil, Costa Rica, El Salvador, Honduras, Guatemala, Nicaragua, Panamá, República Dominicana y Uruguay, reflejan la importancia de ofrecer a los agentes del mercado detalles del programa y calendario anual de colocación de los títulos y crear una estructura de emisión que sea regular y predecible, con el propósito de ofrecer certidumbre sobre la estabilidad en la oferta de los títulos.

Adicionalmente, se sugiere que se publique determinada información después de realizadas las transacciones de estos instrumentos, tales como el precio promedio aceptado o la tasa de corte¹¹, que aportará señales a los miembros del mercado sobre los resultados de las operaciones y guiará su conducta hacia la participación en las futuras negociaciones (Ministerio de Hacienda, 2010).

¹¹ Precio correspondiente a la última postura aceptada durante el proceso de adjudicación en una subasta. Es decir, la tasa de corte o tasa de rendimiento efectiva del título está definida por la oferta que satisface el monto demandado.

Otro aspecto a destacar es que el crédito público debe sustentarse en el establecimiento de las “reglas del juego” y los mecanismos para que éstas se hagan cumplir, ello basado en objetivos precisos, donde se contemple el marco legal y la organización de las operaciones internas. Para promover adecuadamente el mercado de valores se precisa que el entorno institucional regule la oferta pública, las emisiones, los instrumentos negociables y los agentes, a fin de impulsar el desarrollo de un mercado organizado, eficiente y transparente.

El diseño de reglas y procedimientos claros sobre el funcionamiento de los mercados primario y secundario, contribuirá sustancialmente al proceso de formación y consolidación de estas instancias. La revisión de los documentos legales relacionados con los MDP, emitidos tanto por los Ministerios de Hacienda como por los bancos centrales en República Dominicana, Honduras, Perú, Bolivia y Nicaragua ha aportado referentes importantes que a continuación se señalan.

Dentro de los elementos indispensables se debe incluir la autorización legal del gobierno para endeudarse, así como la manera en que se conducirá dicho endeudamiento y reglas para la negociación, incluyendo las obligaciones y privilegios de los actores autorizados a participar en el mercado. Igualmente, deben establecerse normas que definan las características jurídicas de los valores públicos y su uso efectivo como garantía en determinadas operaciones (ejemplo, los reportos).

Se requieren procedimientos que detallen cómo se llevarán a cabo las transacciones, desde su emisión hasta su registro, transferencia y liquidación, además de otros asuntos como el tratamiento de las tasas de interés; todo ello en función de asegurar un nivel adecuado de competencia y eficiencia.

Para propiciar el incremento de la demanda de valores, es preciso establecer por ley los mecanismos necesarios que garanticen a los inversionistas la información suficiente, veraz y oportuna para tomar sus decisiones de inversión. Además, es pertinente crear las condiciones para que las transacciones de los títulos se lleven a cabo mediante mecanismos centralizados de negociación, a fin de facilitar la formación de precios y la difusión de información a los adquirentes.

Las relaciones contractuales entre el Estado y los participantes y entre los miembros de los mercados primario y secundario deben quedar bien definidas; se deben determinar y delimitar legalmente las funciones, obligaciones y objetivos de las entidades involucradas en la gestión de deuda.

Mientras que, la regulación debe encaminarse a asegurar que el MDP cumpla adecuadamente su rol. Por lo que, en primera instancia, debe promover el desarrollo del mercado, además de fortalecer la demanda de valores públicos, prevenir el fraude, mitigar los riesgos, estimular la competencia y la imparcialidad en las negociaciones, garantizar la estabilidad de las instituciones financieras, entre otros.

Desde el punto de vista institucional resulta oportuno el establecimiento de una coordinación entre las políticas fiscal y monetaria, teniendo como fin delimitar los objetivos de cada una, dada la interdependencia entre los diferentes instrumentos que las mismas utilizan. Ello permitirá avanzar hacia una coherencia en los resultados deseados.

Algunas prácticas internacionales (Brasil, Bolivia, Colombia, Costa Rica, El Salvador, Honduras, Guatemala, México, Nicaragua, Panamá, República Dominicana y Uruguay), sobre todo desde inicios del nuevo siglo, evidencian y resaltan las bondades de una relación estrecha entre el Tesoro y la autoridad monetaria, que se concreta mediante encuentros periódicos para compartir información sobre las necesidades actuales y futuras de liquidez del gobierno. Si bien las decisiones relacionadas con las formas de financiamiento las asume el Tesoro, éste analiza de conjunto con el banco central el impacto potencial de las estrategias de deuda sobre las políticas monetaria y cambiaria.

En consecuencia, se establecen coordinaciones para las emisiones de valores por parte de estos dos organismos, basado en dos elementos básicos. De un lado, bajo determinadas circunstancias los niveles de emisión del gobierno pueden afectar los indicadores de liquidez del sistema financiero, lastrando los objetivos de la política monetaria. De otro, la emisión paralela de títulos con plazos semejantes por parte de ambas instituciones puede llegar a convertirse en un obstáculo para el desarrollo del

mercado en su etapa de formación. La razón principal que sustenta esta última problemática radica en que la misma demanda se extiende sobre dos instrumentos, haciendo que el volumen de cada valor sea probablemente menor de lo que podría ser de otro modo, lo que tendería a reducir la liquidez (Gray & Talbot, 2009).

Este espacio de coordinación puede ser empleado igualmente para seleccionar los agentes financieros que actuarán en las operaciones dentro del mercado de deuda pública, ya sea en el primario, en el secundario o en ambos.

Asimismo, existen experiencias favorables en torno a la realización de reuniones periódicas, organizadas por el gobierno, en las que se convoquen a intermediarios e inversionistas, con el objetivo de brindar una panorámica general sobre el curso de las políticas y obtener así una retroalimentación, que permita alcanzar una visión más integral de las características del mercado. Mantener un diálogo continuo con los participantes del mercado y estar al corriente de la evolución de este último, brindará la información necesaria a las autoridades fiscal y monetaria para reaccionar con rapidez si las circunstancias lo exigen (FMI & BM, 2001).

En síntesis, las recomendaciones para desarrollar y mantener un mercado de valores públicos eficiente involucran la estabilidad y credibilidad en la ejecución de la política de endeudamiento fiscal, reformas en el orden institucional, la regulación del mercado de valores, la creación de un marco legal amplio y adecuado que promueva la demanda de títulos públicos y otorgue condiciones flexibles para la oferta, así como, mecanismos de coordinación y retroalimentación.

1.2.3: Infraestructura

La creación y ampliación de la infraestructura constituye uno de los cimientos que acompaña la puesta en marcha y el correcto funcionamiento de los MDP. Su diseño e implementación representa una garantía para dinamizar las operaciones en este espacio, reducir los costos de transacción e incrementar la certidumbre.

Un primer elemento se asocia con el establecimiento de un sistema que permita registrar los títulos y sus características una vez emitidos; por ello, el gobierno, antes de colocar los valores, deberá presentar la información que se determine en las

regulaciones emitidas al respecto. Esta práctica tiene como propósito asegurar la autenticidad de los títulos objetos de negociación. Asimismo, los agentes autorizados a participar en cada uno de los espacios del MDP, deberán estar inscritos oficialmente como miembros del mercado y, por tanto, deberán quedar previamente definidas las cuentas a través de las cuales podrán operar (Ministerio de Hacienda, 2010).

Con relación a lo anterior, pueden establecerse dos tipos de miembros: *los titulares de cuenta*, que son aquellas entidades financieras que tienen cuentas a nombre propio y *las entidades gestoras*, que están autorizadas a mantener en sus cuentas las deudas en propiedad de terceros que no son titulares. En la mayoría de los casos las entidades gestoras poseen ambos tipos de cuentas (Sáez, 1992).

El MDP debe proveer a los participantes servicios de custodia, transferencia, compensación y liquidación de los títulos que se negocien, así como, el registro de tales operaciones. En la práctica actual, estos sistemas están automatizados y se denominan depósitos centralizados de valores.

Para alcanzar este fin, fue necesario transitar desde la emisión de títulos físicos hasta registros electrónicos, proceso conocido como desmaterialización de los valores, lo cual ha derivado en el uso de sistemas de anotaciones en cuenta. Este cambio ha estado sustentado en que dicha modalidad contribuye a eliminar las inexactitudes relacionadas con los procesos manuales y del trasiego físico de títulos y cheques, minimiza el riesgo de fraude y reduce notablemente los costos de transacción.

La anotación en cuenta aporta ventajas, tanto para el agente emisor como para los inversores, ya que mediante dicho mecanismo se reducen los costos operativos de emisión, se simplifica el proceso de depósito y se facilita la transferencia de títulos (Sáez, 1992) y (García & Brenes, 1999).

La colocación de títulos a través de anotaciones en cuenta favorece una mayor liquidez y desarrollo de los mercados secundarios, en comparación con las emisiones de títulos físicos. En este sentido, la existencia de un mercado de negociación líquido puede traducirse en un menor costo por concepto de pagos de intereses, dado que

habitualmente los inversionistas requieren menores niveles de rentabilidad en la adquisición de valores que puedan ser negociados fácilmente.

Los sistemas de pago y liquidación constituyen un elemento clave en la infraestructura del mercado, dado que permiten que fluya la liquidez. Debido a que resulta esencial que los usuarios confíen en la seguridad y eficiencia del sistema, se reconoce que en economías emergentes la participación del banco central en el sistema de pagos es la variable más relevante para el desarrollo financiero, sobre todo cuando los valores están desmaterializados.

Aunque no es imprescindible que el banco central sea el proveedor del sistema, la experiencia de numerosos países confirma que esta institución es el mejor proveedor de sistemas de pagos, dada su experiencia y confiabilidad necesarias para la liquidación de valores (Gray & Talbot, 2009).

El surgimiento del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real¹² (SLBTR) ha representado un elemento clave en el desarrollo de los sistemas de pago, que ha conllevado a una reducción importante de los riesgos, a partir de un incremento en la certeza y oportunidad de la información relativa a los pagos.

No obstante, en mercados incipientes y en formación, donde se realizan escasas operaciones semanales, solo se requiere que las estructuras de negociación y pago sean simples, seguras y capaces de asimilar este volumen de transacciones (Karacadag & al., 2003). Por tanto, en ocasiones se ha optado por una hoja de cálculo en la computadora para realizar las liquidaciones, hasta transitar hacia sistemas más complejos en la medida en que se vaya incrementando el volumen de negociación.

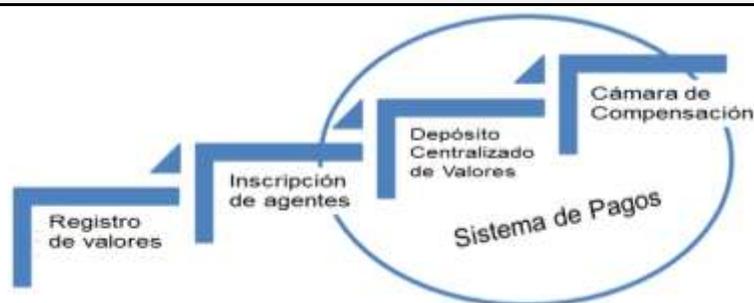
Igualmente, el mecanismo incluye una Cámara de Compensación que se encarga de netear el total de las posiciones de todos los sujetos que intervienen en el mercado, por lo que la liquidación del total de las operaciones de un mismo sujeto consiste en la

¹² Sistemas de pagos mayoristas que liquidan continuamente a través de cuentas en el banco central para este propósito, generalmente con la única participación de instituciones bancarias. Estos sistemas aseguran que las notificaciones de pago solo ocurren cuando la transferencia de fondos ya tuvo lugar en la contabilidad del banco central y así minimiza el riesgo de liquidación (Gray & Talbot, 2009).

entrega o cobro de una determinada cantidad de dinero a la Cámara (Ministerio de Hacienda, 2010).

Los requerimientos en términos de infraestructura pueden resumirse en el siguiente esquema:

Esquema 3: Infraestructura del Mercado de Deuda Pública:



Fuente: Elaboración propia

En condiciones de mayor desarrollo del mercado, se sugiere introducir el principio de entrega contra pago (EcP), es decir, el intercambio simultáneo de valores en el sistema, de forma que una parte solo entrega el título cuando la otra efectúa el pago (Gray & Talbot, 2009). Esta opción, implementada por ejemplo en Costa Rica, Ecuador y Uruguay, facilita el incremento en el volumen de negociación, sobre todo en el mercado secundario y es fundamental para la gestión de riesgos del sistema de compensación y liquidación. Aunque puede parecer muy sencillo a primera vista, este principio es complicado de aplicar y se encuentra en el corazón de los mecanismos de gestión de riesgo del sistema de compensación y liquidación, por lo que se recomienda en fases de maduración del mercado y su infraestructura (García & Brenes, 1999).

Tras abordar los elementos esenciales en el orden teórico, conceptual y empírico se reconoce que un MDP bien organizado y diseñado introduce notables beneficios, no solo para el sector público (contribuye a optimizar los costos de financiamiento); si no también para el sistema financiero (tributa al desarrollo de instrumentos y otros mercados financieros) y la economía en su conjunto (facilita una asignación más eficiente de los recursos financieros y la diversificación de las oportunidades de inversión).

Capítulo 2: Marco institucional de la financiación pública en Cuba

Luego de consolidar los aspectos conceptuales y la experiencia internacional con relación a los Mercados de Deuda Pública, el propósito de este capítulo es sistematizar los elementos principales que han determinado la financiación pública en Cuba durante los últimos 25 años.

Para alcanzar esta meta, se expondrán en un inicio algunos apuntes sobre las características de las finanzas públicas cubanas, lo cual permitirá brindar una panorámica general del contexto en que se ha desarrollado la política fiscal en el país. Seguidamente, en el segundo epígrafe se presentará la evolución de los esquemas de financiamiento público y se debatirán las problemáticas relacionadas con los mecanismos tradicionales que han sido empleados. Por último, en el tercer apartado se abordarán las ventajas que podría introducir el tránsito hacia una financiación con mecanismos de mercado.

2.1: Entorno de las finanzas públicas

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 cuasifiscal¹³; en paralelo, la Cuenta de Financiamiento Central ha albergado funciones fiscales y cambiarias.

El Presupuesto del Estado en Cuba¹⁴ es un balance de ingresos y gastos que contribuye al control de la utilización de los recursos financieros, humanos y materiales, y concentra la mayor parte de los recursos monetarios. En él se consigna el estimado de los recursos financieros y gastos previstos por el Estado para el año presupuestario destinados al desarrollo económico-social y al incremento del bienestar material. Los

¹³ Se entiende por partida cuasifiscal o parafiscal aquellas operaciones que competen al gobierno, pero que por diversas razones las realizan entidades públicas diferentes de aquel; es decir, son actividades que se realizan fuera del presupuesto nacional (Delgado & Vargas, 1991).

¹⁴ En el Anexo 3 se presenta un resumen de la estructura del Presupuesto del Estado.

recursos financieros y los gastos figuran por separado y por sus montos íntegros, sin compensaciones entre sí (Consejo de Estado, 1999).

La característica que más lo distingue de los presupuestos fiscales en otras naciones es que guarda una estrecha relación con el Plan de la economía nacional, con el propósito de distribuir y redistribuir de manera planificada una parte sustancial de los recursos disponibles. Igualmente, en Cuba tiene la particularidad de concentrar un volumen elevado de recursos, teniendo en cuenta el tamaño y alcance de las formas de propiedad estatal, por lo que el Presupuesto constituye el principal demandante de fondos en la economía.

El Presupuesto es elaborado anualmente en pesos cubanos por el Ministerio de Finanzas y Precios (MFP), como Organismo de la Administración Central del Estado encargado de proponer las políticas financiera y presupuestaria; a partir de las directivas y prioridades definidas para el período por el Consejo de Ministros. Luego es presentado un Anteproyecto de Ley en las sesiones de diciembre de la Asamblea Nacional del Poder Popular, a través del Consejo de Ministros, para su revisión y análisis por parte de los diputados. Una vez aprobado en esta instancia, adopta el carácter de Ley (Ley del Presupuesto del Estado), lo cual ampara su ejecución para el año siguiente (Consejo de Estado, 1999).

Tradicionalmente el Presupuesto ha estado caracterizado por el mantenimiento de continuados saldos negativos en sus balances. En particular, Cuba arribó a la década de los noventa con un voluminoso déficit presupuestal, siguiendo con la tendencia al alza iniciada desde finales de los ochenta. Este fenómeno estuvo explicado por una fuerte caída en los ingresos fiscales, asociada al deterioro generalizado en el nivel de actividad económica y un incremento de los gastos, por concepto de subsidios, seguridad social y transferencias a las empresas estatales.

El *shock* externo experimentado, como consecuencia del derrumbe del campo socialista, conllevó a un crecimiento desmedido del desbalance presupuestal. Esta situación alcanzó su punto más álgido en 1993 con un déficit que representó el 33,5% del PIB.

En este contexto se inició un profundo programa de reformas institucionales con el propósito de reordenar el entorno económico y restablecer los equilibrios financieros. Se intentó mejorar las cuentas fiscales, sin que el peso del ajuste recayera sobre los gastos sociales¹⁵. La brecha fiscal se redujo a cuenta de una reactivación de los ingresos, especialmente vinculados al impuesto de circulación y una contracción importante de los gastos relacionados con los subsidios del sector empresarial.

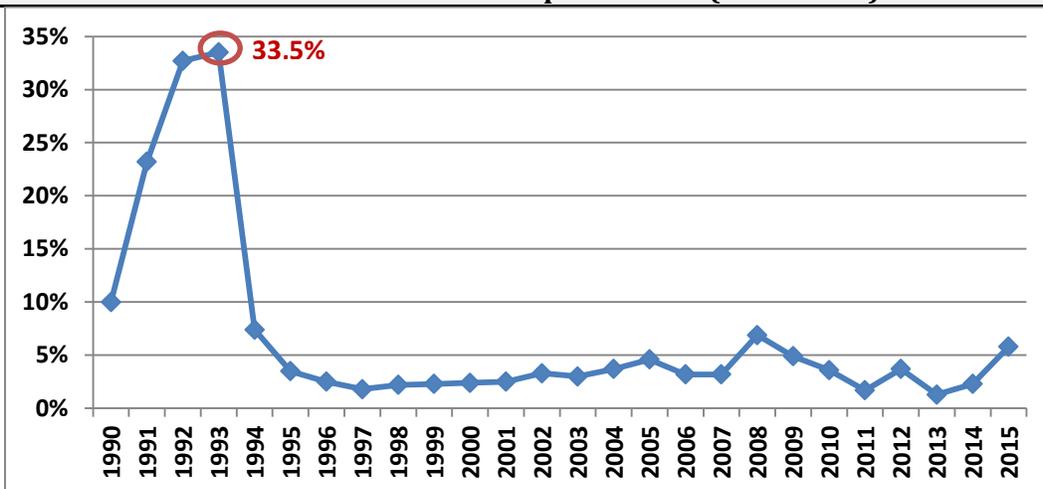
Como parte del ordenamiento de las finanzas públicas, en abril de 1999 se aprobó el Decreto Ley 192 “De la Administración Financiera del Estado”¹⁶, cuyo objetivo principal era imprimir un mayor grado de transparencia, ordenamiento y organicidad a todo el proceso de planificación, ejecución y control de los recursos financieros públicos en función de las metas y políticas trazadas por el Estado. Esta decisión constituyó un paso importante en el proceso de modernización y organización del Estado y la Administración Pública en Cuba (León, 2012).

Tales acciones de política permitieron en cierta medida un saneamiento de las finanzas públicas y que en lo adelante el déficit presupuestal se mantuviera en niveles permisibles (ver Gráfico 1).

¹⁵ Entre las medidas más destacadas en este ámbito se pueden citar: racionalizar las funciones del Estado, congelar salarios, incrementar los precios en algunos servicios y bienes de consumo, eliminar gratuidades asociadas a servicios en centros laborales, implementación de la Reforma Tributaria, creación de la Oficina Nacional Tributaria, reducción de subsidios a empresas estatales, nuevo esquema de financiamiento de inversiones empresariales, etc.

¹⁶ Este Decreto sustituyó a la Ley 29, “Ley Orgánica del Presupuesto del Estado” vigente desde 1980 y que resultaba obsoleta al no dar respuesta a las nuevas condiciones de la economía en general y de las finanzas públicas en particular.

Gráfico 1: Evolución del déficit fiscal respecto al PIB (1990-2015)



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos de los Anuarios Estadísticos de Cuba de la Oficina Nacional de Estadística e Información (varias ediciones).

A pesar de los avances exhibidos en materia de corrección del déficit, los nuevos mecanismos y esquemas institucionales establecidos no resultaron efectivos para reducir o incorporar en las cuentas públicas otras formas de actividad fiscal conocidas en la literatura como operaciones cuasifiscales. Con lo cual, el balance presupuestal no ha logrado reflejar satisfactoriamente el resultado global de las operaciones del sector público y mostrar los impactos de la acción gubernamental sobre la evolución macroeconómica.

A diferencia de otras economías, como las latinoamericanas, donde el fenómeno cuasifiscal ha surgido por una marcada intención política de excluir ciertas actividades de las decisiones que se someten al escrutinio público; en Cuba, su presencia 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, 2011).

En tanto, una de las mayores expresiones de cuasifiscalidad encuentra su origen en las distorsiones introducidas por la sobrevaluación del tipo de cambio oficial y la dualidad cambiaria. La pérdida de relación entre la tasa de cambio oficial y la realidad económica ha provocado la existencia de subsidios e impuestos implícitos en el sector empresarial y en sus relaciones con el sector de la población, fenómeno que queda excluido del balance presupuestario (Barceló, 2011).

Esta problemática desvirtúa las estructuras de costos, los análisis de rentabilidad económica, asimismo, limita la interpretación y utilización del análisis económico-financiero. Todo ello tiene un mayor impacto en aquellas empresas y actividades vinculadas con el comercio exterior, al reducir los incentivos para estimular las exportaciones y favorecer la demanda de importaciones¹⁷.

En rigor, la existencia de cuasifiscalidades significativas contrarresta la efectividad de asumir la trayectoria del déficit fiscal como una variable de referencia para la gestión y evaluación de los equilibrios monetario y fiscal.

Otro elemento característico de las finanzas públicas en Cuba es la existencia de la Cuenta de Financiamiento Central (CFC), espacio institucional que surgió desde 2005¹⁸, en aquel momento bajo el nombre de “Cuenta única de ingresos en divisas del Estado”. Dicha Cuenta tiene como función principal gestionar centralmente las decisiones sobre la utilización de las cuentas en pesos convertibles de las entidades cubanas.

La CFC, cuyo titular es el Ministerio de Economía y Planificación (MEP), es administrada por el Banco Central de Cuba (BCC) y representa un esquema cambiario para el sector empresarial (entre CUC y CUP). No obstante, la complejidad del diseño

¹⁷ Puede encontrar más información sobre cuasifiscalidad en Cuba en (Barceló, 2011), (Hidalgo & Barceló, 2012) e (Hidalgo & Barceló, 2013).

¹⁸ Mediante la Resolución 92/04 del Ministro-Presidente del Banco Central de Cuba, la cual fue derogada en 2010.

institucional de este mecanismo provocó que en su operatoria se incluyeran actividades de naturaleza fiscal y que en la práctica funcionara como una especie de presupuesto en CUC.

Durante años, estas actividades fiscales no quedaban correctamente registradas en las partidas del balance presupuestal, lo que constituyó una fuente de distorsiones cuasifiscales. Como parte del ordenamiento del entorno monetario y financiero que vive el país se decidió que las necesidades financieras en CUP del gobierno (para cubrir pagos en CUC) se reflejaran en el Anteproyecto de la Ley del Presupuesto. Esta acción representó un importante paso de avance en materia de transparencia fiscal.

Sin embargo, aún persisten ciertas expresiones de cuasifiscalidad al interior de la CFC, pues existe un conjunto de cuentas pendientes entre el Presupuesto y la Cuenta de Financiamiento; con lo cual esta última está otorgando recursos financieros al gobierno, sin que se manifieste en el balance presupuestario.

A modo de resumen, la actividad fiscal cubana puede representarse en la imagen de un témpano de hielo (ver esquema 4), con una parte visible (el déficit aprobado mediante la Ley del Presupuesto), y otra sumergida, opaca, oculta o invisible (la actividad cuasifiscal), lo cual desvirtúa los indicadores macroeconómicos.

Esquema 4: Entorno fiscal en Cuba



Fuente: Elaboración propia

A futuro, se espera que en la medida en que avance el proceso de unificación monetaria y de ordenamiento monetario podrá contarse con un Presupuesto que recoja de manera más integral las operaciones del sector público, lo cual facilitará la

realización de los análisis económico-financieros. Asimismo, la corrección del tipo de cambio real provocará que emerjan a la superficie los subsidios e impuestos implícitos que se derivan de la sobrevaluación cambiaria. Ello, unido a nuevos arreglos institucionales que contribuyan a la disciplina fiscal y empresarial y permitan delimitar las funciones estatales y empresariales, constituirá el pilar esencial para trasladar una parte importante del universo cuasifiscal a las cuentas presupuestarias.

En consecuencia, se prevé que el saldo fiscal se incremente, aunque esto no debe interpretarse como un retroceso en materia de disciplina fiscal. Por el contrario, constituirá un aporte relevante para transparentar y reorganizar la actividad del gobierno, con el propósito de establecer metas más objetivas y al propio tiempo garantizar su real sostenibilidad inter-temporal, así como examinar integralmente los equilibrios macroeconómicos internos.

2.2: Financiamiento del déficit presupuestal, principales deficiencias

La existencia en Cuba de déficits continuados en los balances públicos ha derivado en la búsqueda de mecanismos de financiamiento adicionales a los ingresos fiscales. Al respecto, 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; aunque aún no existe un adecuado sistema de incentivos, las condiciones legales, organizativas y de infraestructura para la existencia de un mercado formal donde puedan transarse estos valores.

Durante los primeros años de la década del noventa, ante la escasez de fuentes de financiamiento, al igual que en las etapas precedentes, los desbalances fiscales se financiaron mediante un préstamo ofrecido por parte del Banco Nacional de Cuba (monetización del déficit), como prestamista de única instancia, sin que el Presupuesto del Estado asumiese un compromiso explícito de amortización.

La monetización de estos elevados déficits fiscales implicó la inyección de circulante hacia el sector de la población¹⁹ en momentos en que la oferta en bienes y servicios se encontraba fuertemente deprimida, lo que ocasionó un vertiginoso crecimiento de la masa monetaria. Por ejemplo, en 1993 el circulante monetario llegó a representar el 67% del PIB (Hidalgo & Pérez, 2010).

En un inicio, este desequilibrio monetario no tuvo un reflejo inmediato en los precios, su manifestación concreta se evidenció por 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.

Esta situación propició la especulación, por lo que los ajustes nominales fueron transitando hacia la economía informal, donde la trayectoria de los precios en breve tiempo adquirió la cualidad de espiral inflacionaria²⁰ (Hidalgo & Pérez, 2010) y (Doimeadiós, Hidalgo, Licandro, & Licandro, 2011).

En otras palabras, el exceso de liquidez generó tasas de inflación de tres dígitos²¹, lo que derivó en una caída estrepitosa del salario real, mediante lo cual los asalariados y pensionados estatales pagaron un impuesto inflacionario²² para financiar el déficit fiscal (Vidal, 2010).

¹⁹ En respuesta a la crisis, las autoridades optaron por minimizar los costos sociales, por lo que se intentó preservar los niveles de empleo, salarios y protección social.

²⁰ Se denomina una espiral inflacionaria a una situación en la que el aumento generalizado de los precios conduce a un incremento de los costos de producción, que posteriormente es trasladado nuevamente a los precios en un intento de los productores por recuperar los márgenes de rentabilidad, con lo cual se introducen ulteriores incrementos generalizados en los precios y se desencadena una especie de círculo vicioso.

²¹ Según estimaciones de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), la inflación superó los 1500% (citado por Hidalgo y Pérez, 2010).

²² El impuesto inflacionario es un "impuesto informal" a la tenencia de dinero, que generalmente beneficia a los agentes endeudados y perjudica a los prestamistas y ahorradores. Asimismo, se entiende por éste la pérdida en el poder de compra que sufren los particulares en ambientes inflacionarios, lo que implica que existe una consecuente transferencia de poder de compra a favor de los dueños de las entidades que han emitido el dinero y de quienes han recibido préstamos de ellas (Banco de la República, 2000). No obstante, prescindir del impuesto inflacionario obligaría a imponer una mayor disciplina fiscal, a través de una reducción de los gastos y/o un incremento de los impuestos tradicionales, lo cual puede generar costos políticos tangibles en el corto plazo (Doimeadiós, Hidalgo, Licandro, & Licandro, 2011).

A pesar del elevado costo inflacionario, no existían otras alternativas a la monetización, dado que el país tenía limitada su capacidad de acceso a las plazas financieras internacionales y no se contaba con un mercado para la deuda pública. Probablemente, un control más estricto sobre el Presupuesto hubiese evitado la inflación; no obstante, hubiese provocado también un alto desempleo y la contracción de los gastos sociales. Por lo que la opción de política asumida fue que el ajuste ante la crisis fuera distribuido entre la mayoría de la sociedad mediante el impuesto inflacionario (Vidal, n.d.).

En 1997 se constituyó el Banco Central de Cuba, que entre sus funciones, asumió la responsabilidad de actuar como agente fiscal y cajero del Estado. Si bien el Decreto Ley 172/97 que ampara la creación del BCC tuvo en cuenta las experiencias negativas de monetizar el déficit presupuestal y estableció una prohibición en este sentido, salvo determinadas excepciones²³; se dio una lectura conveniente a la legislación y persistió un mecanismo de financiamiento similar al de los períodos precedentes (León, 2012). Con lo cual, la excepción prevista en la Ley pasó a convertirse en una regla.

Por tanto, durante años el banco central financió íntegramente mediante emisión primaria el déficit presupuestal aprobado por la Asamblea Nacional, quedando así restringido por un arreglo institucional el límite máximo para la monetización en cada ejercicio fiscal. Bajo esta práctica, el gobierno no estaba obligado a reintegrar el principal de la deuda, pero sí debía pagar al BCC una tasa de interés anual del 1% (Pérez, 2011).

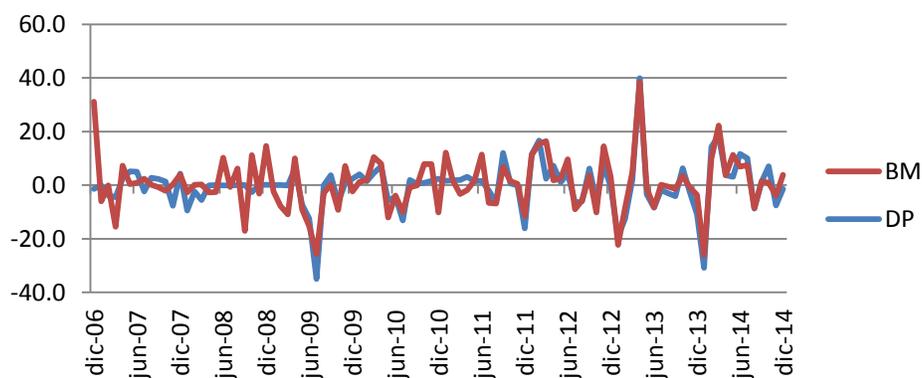
Aunque este financiamiento siguió la lógica de una monetización clásica, se adoptaron diversas modalidades para facilitar los recursos al gobierno. En determinadas etapas se estableció una asignación por tramos, en función de las demandas de financiamiento realizadas por el Ministerio de Finanzas y Precios. En tanto, también existió la posibilidad de monetizar el déficit en su totalidad desde el inicio del período fiscal o de realizar las entregas al cierre del año.

²³ El Decreto Ley 172 en su artículo 20 establece que “El Banco Central de Cuba no puede emitir moneda nacional para cubrir déficits fiscales entre los ingresos y gastos del Presupuesto del Estado, salvo que así lo determine el Consejo de Estado, dentro de los límites que dicho órgano establezca. El Banco Central de Cuba no puede actuar como comprador directo de valores del Estado.” (Banco Central de Cuba, 1997).

En paralelo, a partir de 1989 el BNC, en su función de autoridad monetaria en aquel entonces, permitió que los bancos comerciales compraran parte de la Deuda Pública acumulada por la monetización de años anteriores; en principio, esta medida perseguía el objetivo de crear una alternativa para que éstos rentabilizaran sus excesos de reservas, fijándose para ello una tasa de interés anual del 1%, similar a la tasa de interés que devengaba la Deuda Pública.

A su vez, se les permitía a las instituciones bancarias vender libremente estos activos al BCC cuando presentasen problemas de liquidez. Con el tiempo, esta situación derivó en una fuente de emisión de dinero que escapaba del control de la autoridad monetaria (ver Gráfico 2); generando una pérdida de eficiencia en la capacidad del banco central para hacer cumplir sus objetivos y limitando la posibilidad de desarrollar los mercados financieros, principalmente el interbancario²⁴.

Gráfico 2: Evolución de la base monetaria y la tenencia de Deuda Pública por parte de los bancos comerciales (diciembre 2006- diciembre 2014), variación porcentual mensual.



Fuente: Elaboración propia, a partir de información ofrecida por la Dirección de Política Monetaria, Banco Central de Cuba.

A diferencia de otros países, en esta etapa la acumulación de sucesivas monetizaciones no tuvo un reflejo expreso en la inflación, tomando en consideración las características particulares de la economía cubana. Al respecto, un elemento clave ha sido la segmentación de los mercados, que institucionalmente establece que la población y las empresas accedan a los mercados de bienes y servicios, crédito y

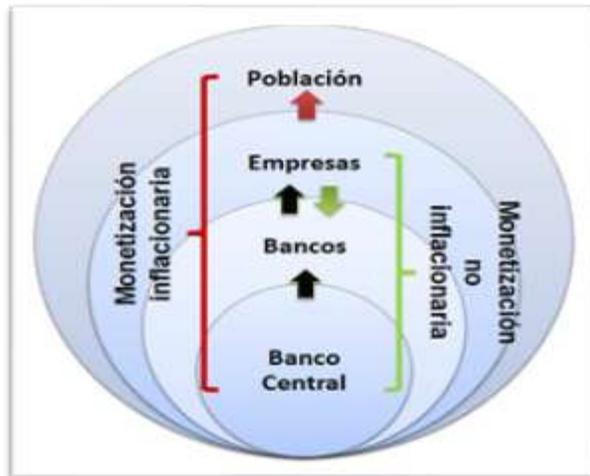
²⁴ Puede encontrar más información sobre esta temática en (Roselló, 2013).

monedas por vías diferentes. Aunque existen ciertos vasos comunicantes entre ambos segmentos, se cuenta con regulaciones que limitan el libre flujo monetario entre ellos.

A partir de lo anterior, prácticamente la totalidad de los precios del sector estatal están regulados administrativamente; mientras que, en el sector de la población existe un conjunto de precios que se forman a través de mecanismos de oferta y demanda, donde de ocurrir determinados desequilibrios pueden gestarse procesos inflacionarios.

Si bien la monetización del déficit fiscal en Cuba produce un incremento de la cantidad de dinero en la economía, que inicialmente se deposita en las cuentas del Presupuesto del Estado; no necesariamente estos recursos se trasladan al sector de la población, aumentando la oferta monetaria en manos de las familias respecto al nivel de existencias de bienes y servicios (González & Lage, 2014). En consecuencia, este mecanismo en los últimos años no ha sido directamente inflacionario, lo sería solo si el excedente emitido fuera absorbido por la población (Ver esquema 5).

Esquema 5: Reflejo inflacionario de la monetización en Cuba



Fuente: Elaboración propia

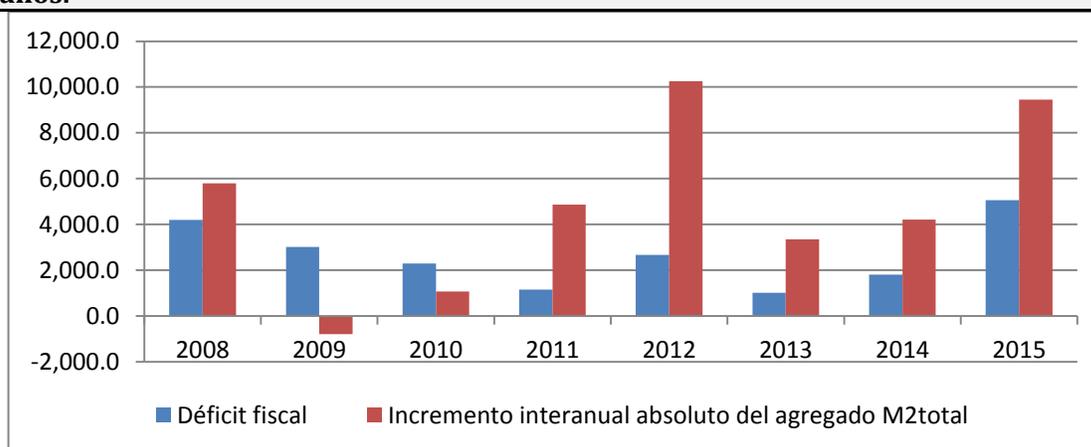
A pesar de que la monetización últimamente no ha introducido presiones o costos inflacionarios, ha generado otras distorsiones igualmente nocivas, que no pueden ser medidas a través de los indicadores tradicionales.

Recurrir desmedidamente a la monetización ha provocado una sobre emisión monetaria que escapa del control del BCC. Solo a modo de ejemplo se puede citar que

entre los años 2008 y 2015 el financiamiento al déficit fiscal representó en promedio el 56% de la expansión monetaria en el país. Cabe señalar que, en escenarios de controles de precios, incrementos en la oferta monetaria pueden conducir a inconvertibilidad de la moneda nacional y a disfuncionalidad en los sistemas de pagos.

En el Gráfico 3 se compara el volumen del déficit fiscal respecto al incremento total de la emisión monetaria entre 2008 y 2015, lo que evidencia el peso del crédito neto al gobierno dentro de los procesos de emisión monetaria.

Gráfico 3: Incremento del agregado M2 vs. déficit fiscal (2008 -2015), en millones de pesos cubanos.



Fuente: Elaboración propia, a partir de información del BCC y de Anuarios Estadísticos de la Oficina Nacional de Estadísticas e Información (varias ediciones).

Teniendo en cuenta este elemento, así como el tamaño y alcance del Presupuesto del Estado²⁵, se demuestra que el crédito interno neto al gobierno dificulta la existencia de reglas claras en las relaciones financieras con el Presupuesto y, por tanto, lastra la efectividad y los grados de libertad de la política monetaria, que ha quedado subordinada en gran medida a las decisiones en el ámbito fiscal.

Otra de las distorsiones asociadas a dicho proceder encuentra su origen en la remuneración del 1% prevista en el mecanismo de compra/venta de la Deuda Pública,

²⁵ (Hidalgo & Doimeadiós, 2016) señalan a modo de ejemplo que, como promedio en los últimos años, la relación del consumo del gobierno respecto al PIB se ha mantenido alrededor de 35%, ratio superior incluso al de países desarrollados.

en un contexto de represión financiera²⁶, que condujo a que esta tasa no representara el costo real del dinero en condiciones de mercado. Esta lógica implicó el otorgamiento, implícitamente, de préstamos baratos al gobierno y así el financiamiento de los déficits fiscales a tasas de interés subsidiadas.

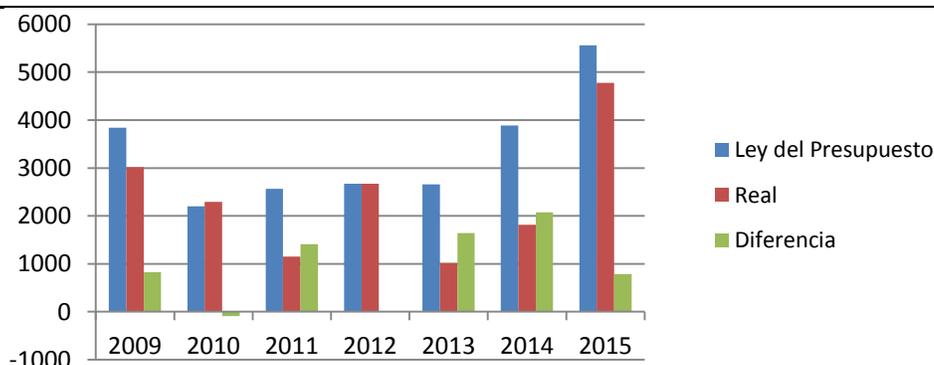
De manera general, esta problemática se expresa como un ablandamiento de las restricciones presupuestarias²⁷. Así, se ha producido un relajamiento de los términos y condiciones exigidos por el sistema bancario, con un efecto sobre todo en la eficiencia, al provocar situaciones donde los procesos distributivos y de asignación de recursos quedan fuera del mercado y están fuertemente influidos por la gestión administrativa (González & Lage, 2015).

Asimismo, se puede señalar que 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. Muestra de ello es que en reiteradas ocasiones se han producido inejecuciones presupuestales, tanto por concepto de ingresos como de gastos, lo que demuestra que persisten dificultades para planificar y estimar sobre bases objetivas los requerimientos reales de recursos financieros (ver Gráfico 4).

Gráfico 4: Evolución del déficit fiscal aprobado por Ley y el real ejecutado (2009-2015), en millones de pesos cubanos.

²⁶ La represión financiera ocurre cuando hay políticas que canalizan hacia el gobierno fondos que en un mercado desregulado habrían tomado otra dirección; por ejemplo, préstamos obligados de públicos nacionales cautivos al gobierno (como fondos de pensiones o bancos nacionales) y topes explícitos o implícitos a las tasas de interés. Se refleja esencialmente cuando existe una conexión muy estrecha entre el gobierno y los bancos, ya sea explícitamente mediante la participación pública en el capital de un banco o mediante una “persuasión moral” intensa (Reinhart & al, 2011).

²⁷ Relación social en la cual el deudor espera recibir asistencia financiera bajo condiciones preferenciales (ejemplo, subsidios, créditos y/o precios administrativos blandos) (Bergara, Ponce, & Zipitría, 2003).



Fuente: Elaboración propia, a partir de Anuarios Estadísticos de la ONEI, las Leyes del Presupuesto (diferentes años) e Informe Económico del BCC (varios años).

La no existencia de una verdadera responsabilidad de pago ha incorporado a las autoridades fiscales cierto nivel de riesgo moral, lo que genera márgenes para la indisciplina fiscal y el inadecuado manejo de las finanzas públicas. Esta problemática demanda que se incrementen los esfuerzos con el propósito de garantizar un mejor entrenamiento para administrar las cuentas fiscales, sobre todo en materia de programación financiera a corto y mediano plazo.

Es decir, dado el rol protagónico del Presupuesto del Estado en el proceso de asignación de recursos en la economía cubana, así como el peso preponderante que tienen las formas de propiedad estatal, el gobierno tiene incentivos para aspirar a condiciones ventajosas frente al sistema financiero. Esto ocurre no solo porque representa al Estado; sino porque, en la práctica, es el principal cliente del sistema, tanto directa (a través de sus propias demandas de fondos) como indirectamente (como garante de numerosos financiamientos empresariales) (González & Lage, 2015).

Tras un amplio historial de monetizaciones, 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.

En este sentido, varios de los cambios que se han experimentado durante los últimos años han estado sustentados en el análisis e intento de corrección de algunas de las deficiencias asociadas a los mecanismos tradicionales empleados para la financiación pública.

Lo anterior conllevó a que desde 2012 el MFP y el BCC comenzaran a dar los primeros pasos para transitar desde un esquema clásico de monetización del déficit fiscal a su financiación mediante la emisión de bonos soberanos y la creación de un MDP.

Como parte del nuevo ordenamiento monetario, en ese propio año se decidió trasladar desde el Banco de Crédito y Comercio (BANDEC) hacia el banco central las cuentas corrientes del Presupuesto del Estado²⁸. En base a ello, se establecieron nuevas reglas para la operatoria de esta cuenta ahora administrada por el banco central, que obligan a cierta organización y disciplina por parte de la Administración Financiera Pública (León, 2012).

Consecuentemente, se avanzó en el ordenamiento de las relaciones entre el MFP y el BCC, lo cual resulta relevante para una mejor gestión de las demandas financieras del Presupuesto del Estado. Así, se reforzó la función del banco central como cajero de las operaciones del gobierno, al pasar a prestar los servicios de gestión de las cuentas corrientes del Presupuesto. Igualmente, esto tributa a que a futuro se alcance una labor de coordinación más eficiente entre las políticas monetaria y fiscal con el propósito de garantizar los equilibrios monetarios. Por último, permite que la dinámica de las finanzas internas se alinee con las prácticas internacionales que se promueven en la actualidad con relación a la gestión de la tesorería pública y la coordinación macroeconómica.

Además, en 2012 por acuerdo entre el BCC y el MFP se dispuso que solo el 51% del déficit para el próximo período fiscal se financiara mediante monetización y el resto sería financiado por los bancos comerciales, mediante un préstamo.

²⁸ Mediante la Resolución 1/2012 del BCC, que sustituye a la Resolución 75/2000 del BCC

En 2013 a diferencia de años precedentes, se decidió que el financiamiento otorgado al gobierno tuviera un compromiso de pago, que garantizara a futuro la reintegración del principal; lo cual constituyó un elemento de avance en materia de disciplina fiscal.

Un punto importante de inflexión en el proceso de financiamiento público fue la emisión en 2014 de las primeras series de bonos para financiar el déficit fiscal de ese año²⁹ y titularizar el financiamiento formalizado en 2013; práctica que se hizo extensiva para los ejercicios fiscales siguientes.

Asimismo, se decidió eliminar el mecanismo de Compra/Venta de la Deuda Pública, para crear las bases para la operatoria del Mercado Interbancario y contribuir a una mayor estabilidad de la base monetaria.

El financiamiento al gobierno durante los últimos períodos fiscales se ha estructurado como una versión incipiente de mercado primario, aunque las transacciones no se han concretado bajo las condiciones propias de un “mercado”; sino más bien, por concepto de asignaciones administrativas, a partir de la realización de conciliaciones con los bancos comerciales sobre sus excedentes o disponibilidades de liquidez y/o del intercambio de la Deuda Pública anterior por los nuevos títulos.

A pesar de que ya han sido emitidos los títulos de deuda soberana y de que legalmente es posible transar estos valores, la inexistencia de incentivos que promuevan la demanda de los títulos públicos y de condiciones básicas institucionales y de infraestructura del mercado han condicionado que las primeras colocaciones de bonos se hayan realizado mediante asignaciones administrativas. Lo cual demuestra que no resulta suficiente con emitir los títulos, si ello no se acompaña de transformaciones y reformas institucionales, estructurales, normativas y regulatorias que permitan ordenar, organizar e incentivar el funcionamiento de un MDP.

2.3: Ventajas de la posible existencia de un Mercado de Deuda Pública en Cuba

²⁹ En la Asamblea Nacional del cierre de 2013 se decidió que el 30% del déficit fiscal de 2014 se financiaría a través de la monetización y el 70% mediante la emisión de Bonos Soberanos.

La creación y desarrollo del Mercado de Deuda Pública doméstico constituye uno de los pilares para avanzar hacia una mayor disciplina en el orden fiscal y monetario, a la vez que, representa un potencial importante para lograr un sistema financiero más profundo y dinámico.

Desde el punto de vista monetario, una de sus bondades más destacables se asocia con el *control de la emisión de circulante*, dado que la monetización del déficit fiscal tiene un mayor impacto sobre el crecimiento de la cantidad de dinero que su financiación mediante el MDP. En consecuencia, el dinero no se emitiría definitivamente, sino que se amortizaría en un lapso de tiempo. Mientras que, el mercado permite una reasignación de los fondos excedentes en la economía, sin afectar la base monetaria; es decir, sin que se emita nuevo dinero.

No obstante, el Mercado de Deuda Pública garantizará que no se produzca un efecto expansivo sobre la oferta monetaria sólo cuando se haya desarrollado el segmento secundario y los títulos sean adquiridos a través de los excesos de fondos del sector empresarial o de la población (este elemento se abordará con mayor profundidad en el próximo capítulo).

De otro lado, la existencia de un espacio institucional para las transacciones con títulos públicos, tributará a *reforzar la conducción de la política monetaria* por parte del BCC, a través del desarrollo y utilización de instrumentos indirectos³⁰ como las Operaciones de Mercado Abierto, frente a los instrumentos directos³¹ utilizados tradicionalmente en Cuba. De esta manera, se ampliaría y perfeccionaría el set de herramientas³² a

³⁰ Los instrumentos más utilizados a escala global son los indirectos que operan mediante el control por el banco central del precio o volumen de la oferta de sus propias obligaciones (dinero de reserva), lo que a su vez puede afectar las tasas de interés y la cantidad de dinero y crédito en el sistema bancario. Estos instrumentos son básicamente tres: los requerimientos de reserva (encaje legal), las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) y los servicios permanentes (Roselló, 2013).

³¹ Son excepcionales los sistemas bancarios regulados donde existen controles directos sobre las tasas de interés o sobre los créditos y los depósitos de las instituciones financieras. A pesar de que los instrumentos directos pueden ser más eficaces en mercados financieros poco desarrollados o donde el banco central enfrenta serias limitaciones para implementar un control indirecto, estos han sido desechados porque limitan la competencia y distorsionan los mercados financieros, además de alentar la desintermediación financiera (Roselló, 2013).

³² El tránsito hacia los instrumentos indirectos de política monetaria no debe interpretarse como una eliminación radical de los instrumentos directos, pues esto constituye un proceso gradual, que en un

disposición del BCC para controlar los niveles de oferta monetaria, lo cual derivará en un incremento de las potencialidades de la política monetaria doméstica.

El banco central, como autoridad monetaria, necesita contar con instrumentos que le permitan guiar y ajustar la liquidez y la tasa interbancaria. La posibilidad de que los títulos públicos puedan ser empleados como colaterales en los préstamos que se conciertan en el MIB y el uso de los repos³³, contribuirá a ampliar el número de transacciones y a profundizar el Mercado Interbancario.

Así, para el mediano plazo la compra-venta de títulos y la utilización de operaciones de reporto, pudieran convertirse en el instrumento fundamental del control de la liquidez del sistema por parte del BCC. Todo ello tomando en consideración el rápido impacto de las OMAs sobre la liquidez interbancaria y en el caso de los repos su carácter temporal.

El buen funcionamiento del mercado de dinero, apoyado en el desarrollo de un MDP y de nuevos instrumentos, mejorará los mecanismos de transmisión de la política monetaria y proveerá de información necesaria sobre la oferta monetaria.

Dicha dinámica, tributará además a la *formación de la tasa de interés interbancaria sobre bases más objetivas*, una de las variables más relevantes para la economía interna, dado que representa el referente para la fijación del resto de las tasas de interés en el sector bancario, tanto activas como pasivas, además de ser un indicador de la situación de la liquidez en el sistema financiero.

Los títulos del gobierno constituyen activos de muy bajo riesgo, por tanto, su existencia y comercialización permitirá la *formación de referencias de tasas de interés a diferentes plazos*, en función de los vencimientos de cada obligación y facilitará la *creación de una curva de rendimiento* para los activos del sistema financiero. Contar con una curva de

inicio se concibe como el uso combinado de ambas herramientas. Tal y como reconoce la literatura especializada y las experiencias empíricas, la efectividad de los instrumentos indirectos para el control de la liquidez se subordina en gran medida al correcto funcionamiento de los mercados interbancario y de deuda pública.

³³ Las operaciones de reporto o repos requieren obligatoriamente el empleo de garantías para su ejecución. En este caso, los títulos de deuda del gobierno podrán ser utilizados como colaterales en dicho tipo de transacción.

rendimiento resulta importante por varias razones, entre ellas: (i) permite entender cómo influyen los cambios en las tasas de interés de corto plazo sobre los niveles de las tasas de largo plazo; (ii) la estructura por plazos de las tasas de interés provee información acerca de las expectativas de los participantes en el mercado financiero; y (iii) la forma que adopta la curva expresa las preferencias de los agentes por determinados tipos de activos.

Este espacio también podría generar nuevas *oportunidades para que las instituciones financieras manejen su liquidez*, dado que permitiría la conversión de sus activos en efectivo y viceversa. Igualmente, otros agentes de la economía, como determinadas *empresas y parte de la población, encontrarían opciones alternativas (más flexibles) a los depósitos bancarios para rentabilizar sus recursos líquidos*. No obstante, estas posibilidades dependerán en gran medida de la profundidad que pueda alcanzarse en el mercado secundario y de la confianza que perciban con relación a la política financiera del gobierno.

En el caso particular de las empresas, en la actualidad solo están autorizadas legalmente a rentabilizar sus fondos libres aquellas entidades en perfeccionamiento empresarial. Sin embargo, la tasa establecida para ello es solo del 1%. Asimismo, es previsible que una vez se cree el espacio legal para su participación en el MSDP estén estimuladas a transar con títulos públicos, pues las tasas que ofrecen a diferentes plazos siempre serán superiores al 1% y tendrán a su disposición opciones de rentabilización más flexibles en términos de vencimientos e intercambio.

A su vez, hasta el momento la población no cuenta con posibilidades de rentabilización que sean flexibles y además negociables, sobre todo en pesos cubanos. La Resolución 98/1998³⁴ del Ministro Presidente del BCC emitió las normas para la constitución de Certificados de Depósitos (CDs), como una modalidad especial de los depósitos a plazo fijo, en pesos convertibles y divisas convertibles negociables en el territorio

³⁴ Derogada mediante la Resolución 87/2010 del Ministro Presidente del BCC, que constituye una actualización y adecuación de las normas sobre el uso de los CDs emitidos por los bancos del Sistema Bancario Nacional.

nacional. Desde entonces, este instrumento no ha sido utilizado por los bancos comerciales que operan fundamentalmente con las personas naturales cubanas, a las que ofrecen el servicio de cuentas a plazo fijo, pero no en la modalidad de CDs.

Por otra parte, el MDP constituye un factor relevante para la estructuración y articulación a futuro de mercados financieros con instrumentos más desarrollados y complejos, pues su entrada en funcionamiento servirá de base para el diseño de otros espacios financieros. De esta manera, se crearán las condiciones para profundizar y desarrollar el sistema financiero en un horizonte de más largo plazo.

Todo lo anterior, reportará ventajas para la economía desde el punto de vista de un mayor control de la emisión monetaria y de otro lado, contribuirá a reducir los niveles de dominancia fiscal.

Desde la óptica fiscal, una de las potencialidades más notables de la formación de un MDP se asocia con su contribución –de la mano de otras políticas- al *incremento de la disciplina y la transparencia de las finanzas públicas*, como consecuencia del establecimiento de compromisos de pagos con plazos de amortización y tasas previamente definidos.

En el epígrafe anterior se demostró que durante los últimos períodos se han producido notables diferencias entre el déficit aprobado mediante la Ley del Presupuesto y el real ejecutado (ver Gráfico 4). Esta situación demanda acciones urgentes que garanticen una reducción sustancial de dicha brecha. En parte, la existencia de un costo por concepto de endeudamiento implica un compromiso más efectivo para avanzar hacia una labor de tesorería en el Ministerio de Finanzas y Precios más precisa y consistente.

La decisión en 2013 de pactar fechas de vencimiento para la amortización del déficit, constituyó un importante primer paso hacia el ordenamiento fiscal, dado que facilita la realización de análisis integrales sobre la base del efecto inter-temporal de la financiación pública, es decir, su impacto en períodos fiscales futuros. Además de que contribuye a la utilización de la relación deuda pública/PIB como un indicador macroeconómico de la política fiscal.

No obstante, los principales resultados se alcanzarán en la medida en que se desarrolle el MSDP. Lo anterior está sustentado en la función del mercado secundario como formador y revelador del costo real del endeudamiento público, lo que permitirá establecer tasas de mercado para cada uno de los plazos de maduración de los títulos.

El MDP permitirá establecer reglas claras para el endeudamiento público y sus mecanismos de financiamiento, lo cual deberá devenir en mejores condiciones para determinar real y objetivamente las restricciones presupuestarias del gobierno.

A manera de resumen, se puede realizar una comparación entre las deficiencias que ha generado el uso continuado de la monetización y las bondades esperadas de la existencia de un Mercado de Deuda Pública doméstico (ver Tabla 3):

Tabla 3. Comparación entre efectos de la monetización y el MDP.

	Monetización	MDP
Emisión monetaria	Sobre emisión monetaria e inestabilidad en la oferta monetaria.	Control de la emisión de circulante (solo cuando se haya desarrollado el segmento secundario y los títulos sean adquiridos a través de los excesos de fondos del sector empresarial o de la población).
Conducción de la política monetaria	Dominancia fiscal y conflicto de intereses.	Aumento de los grados de libertad de la política monetaria, a partir del desarrollo y utilización de instrumentos indirectos (OMAs) y reportos.
Formación de tasas de interés	Financiamiento de los déficits fiscales a tasas de interés subsidiadas.	Formación sobre bases más objetivas de la tasa de interés interbancaria y de referencias de tasas de interés a diferentes plazos; contribución a la creación de una curva de rendimientos.
Disciplina fiscal	Ablandamiento de las restricciones presupuestarias y riesgo moral.	Contribuye al incremento de la disciplina y la transparencia de las finanzas públicas, a partir del establecimiento de reglas claras para el endeudamiento público y sus mecanismos de financiamiento.
Rentabilización	Solo para los bancos comerciales y a baja tasa de interés.	Cuando exista MSDP, nuevas oportunidades para que las instituciones financieras manejen su liquidez; opciones alternativas (más flexibles) a los depósitos bancarios para que determinadas empresas y parte de la población rentabilicen sus recursos líquidos.

Fuente: Elaboración propia

Sin embargo, resulta oportuno apuntar que en la medida en que se dilaten en el tiempo las acciones de política para dotar de funcionalidad a un posible mercado, se limita la capacidad de la emisión de bonos públicos de generar los beneficios potenciales.

Capítulo 3: El camino hacia un Mercado de la Deuda Pública en Cuba

Luego de sistematizar los aspectos conceptuales y empíricos relacionados con las transacciones de títulos que se realizan en espacios organizados para tal finalidad, y revisar el entorno institucional en que se desenvuelven las finanzas públicas en Cuba; se impone realizar propuestas de políticas y/o transformaciones para la implementación del Mercado de Deuda Pública doméstico, enfocado fundamentalmente en las etapas iniciales.

Para alcanzar este propósito resulta conveniente dedicar un primer espacio a las condiciones básicas que fundamentan la posibilidad de crear en Cuba un mercado para transar los títulos públicos, y en un segundo momento abordar las principales limitaciones existentes para que el MDP inicie formalmente sus operaciones; así como aquellas que lo harían diferente a otros en economías emergentes (a partir de las características peculiares de la economía cubana). En base a estos elementos, en el tercer epígrafe se esbozará una propuesta de acciones de política que constituirá una primera aproximación a un mercado para comercializar los títulos de deuda pública en Cuba.

3.1: ¿Es posible pensar en un Mercado de Deuda Pública en Cuba?

Durante los últimos años una de las acciones fundamentales del sistema financiero ha estado orientada al diseño, formación y desarrollo de mercados financieros que tributen al cumplimiento de los Lineamientos 46, 47 y 48³⁵, relacionados esencialmente con el control de la emisión monetaria. En paralelo, el cumplimiento del Lineamiento 56³⁶ de la

³⁵ L.46: Dirigir la política monetaria a regular la cantidad de dinero en circulación y los niveles de créditos, a partir de lo establecido en el plan, con el fin de contribuir a lograr la estabilidad cambiaria y del poder adquisitivo de la moneda, así como el desarrollo ordenado de la economía.

L.47: En correspondencia con la política monetaria, establecer reglas adecuadas de emisión y utilizar oportunamente los indicadores que permitan su control.

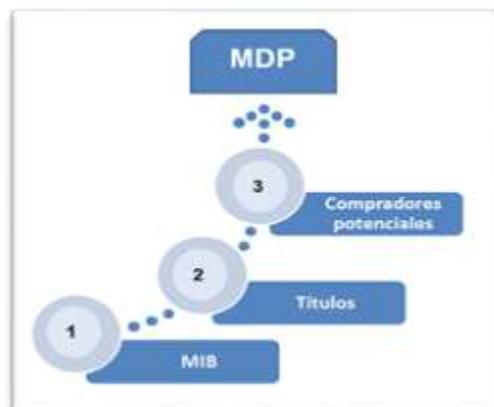
L.48: Estructurar un sistema de tasas de interés más racional y fundamentado, así como potenciar el uso de los instrumentos de política monetaria para administrar desequilibrios coyunturales, a partir del fortalecimiento de las relaciones entre las instituciones del sistema bancario nacional. (Partido Comunista de Cuba, 2011).

³⁶ L.56: La política fiscal deberá contribuir al incremento sostenido de la eficiencia de la economía y de los ingresos al Presupuesto del Estado, con el propósito de respaldar el gasto público en los niveles

política fiscal, asociado con la necesidad de garantizar un adecuado equilibrio financiero doméstico, ha constituido uno de los principales incentivos del MFP para instrumentar nuevas vías de financiación de los déficits públicos.

De esta manera, ha existido una voluntad expresa de las autoridades nacionales para transitar hacia mecanismos financieros, que contribuyan a desarrollar las relaciones monetario-mercantiles y a asignar los recursos mediante vías más eficientes. En este sentido, existen en el país determinadas condiciones y gradualmente se han ido creando otras, que garantizan los cimientos para tales propósitos. Como reflejo de ello, actualmente se aprecian en Cuba tres condiciones básicas para constituir en el corto y mediano plazo un MDP (ver Esquema 6), las que serán abordadas seguidamente.

Esquema 6: Requisitos para la formación de un Mercado de Deuda Pública



Fuente: Elaboración propia

En el caso del MDP, tal como se defendió en el primer capítulo, un prerrequisito para su implementación es la *existencia, al menos de manera incipiente, de un mercado interbancario* que permita lograr una adecuada articulación con el resto de los mercados financieros.

Desde 2011 la Resolución 91 del Banco Central de Cuba definió los elementos generales sobre la operatoria del mercado interbancario, a través del establecimiento del Servicio Permanente de Créditos o sobregiros en cuentas de los bancos en el BCC

planificados y mantener un adecuado equilibrio financiero, tomando en cuenta las particularidades de nuestro modelo económico. (Partido Comunista de Cuba, 2011).

a tasas penalizadas y el Servicio Permanente de Depósitos o depósitos en el BCC a tasas inferiores a las de mercado. Ambos servicios constituyen el techo y el piso del corredor interbancario, respectivamente.

Sin embargo, este soporte legal no garantizaba el funcionamiento práctico del MIB debido a los mecanismos empleados para gestionar los fondos libres del sistema bancario. Lo anterior demandó la eliminación del mecanismo de compra/venta de Deuda Pública, unido al establecimiento de nuevas regulaciones. Con ello se logró generar una base de incentivos para el funcionamiento del mercado y eliminar una fuente de emisión monetaria no controlada por el banco central, lo cual propició que el MIB iniciara sus operaciones en diciembre de 2014.

Desde el punto de vista regulatorio se definieron elementos claves orientados a la organización del mercado: (i) horarios de funcionamiento, (ii) reglas de negociación y colocación de ofertas, (iii) estandarización de plazos para la negociación, (iv) procedimientos operativos para la formalización de los financiamientos, su amortización y registro contable, y (v) reglas para la intervención del banco central, entre otros aspectos organizativos (González & Lage, 2015).

Desde el inicio del período de prueba del MIB se ha observado una tendencia favorable en su evolución (ver Gráficos del 5 al 8). El número de ofertas ingresadas al mercado y la proporción de ofertas calzadas en relación al total de ofertas han aumentado paulatinamente. Igualmente, la tasa de interés promedio ponderada mensual ha mostrado cierta estabilidad, ubicándose en un valor cercano al centro del corredor (1,5%) y los volúmenes de las operaciones se han ido incrementando (Cruz, 2016).

Gráfico 5: Ofertas totales y calzadas en el MIB

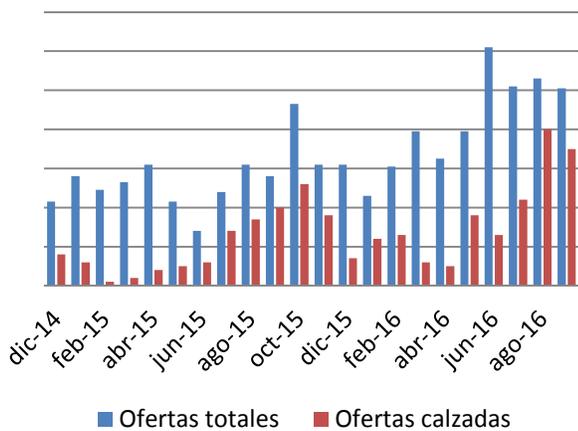


Gráfico 6: Plazo promedio ponderado por montos (Días)

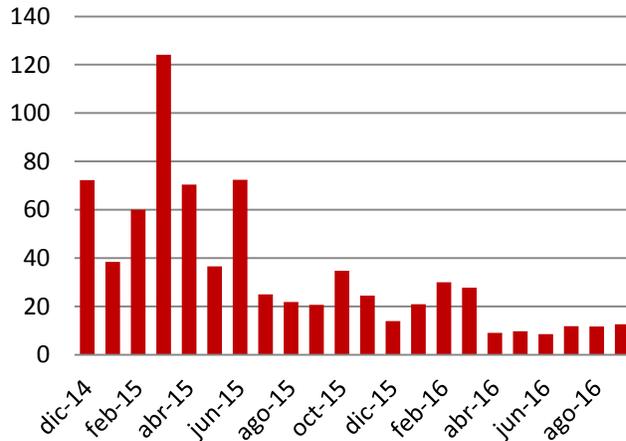


Gráfico 7: Tasa de interés promedio ponderada

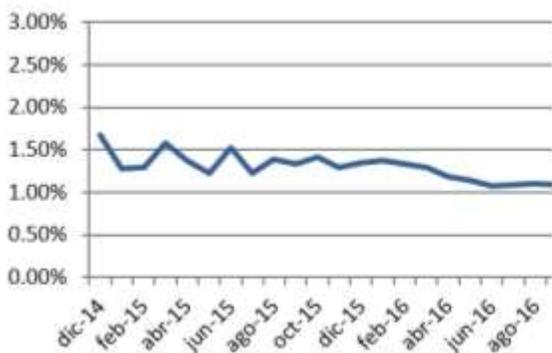
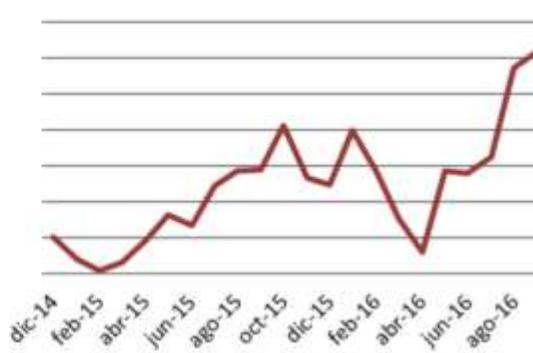


Gráfico 8: Monto total transado en el MIB



Fuente: (Cruz, 2016).

De esta manera, el funcionamiento del MIB hasta el momento ha contribuido, en cierta medida, a que los actores involucrados adquieran experiencias y *know-how* sobre los mecanismos de negociación y regulación en espacios de esta naturaleza. Esto último constituye una externalidad positiva para la creación a futuro del MDP.

En tanto, otro elemento indispensable es la *existencia de títulos que puedan ser transados*, cuando las regulaciones y estructuras de mercado generen los incentivos para ello. En el país se ha avanzado en la creación de una cartera, aún pequeña, de títulos públicos llamados Bonos Soberanos.

A partir de 2014 se han realizado varias emisiones o colocaciones de Bonos Soberanos³⁷ denominados en pesos cubanos, a tasas de interés fijas o cupones cuyo promedio anual es de 2,5%. Asimismo, se han incluido diversas series, en función del período de maduración de los títulos, que abarcan los plazos entre 1 y 20 años.

Actualmente estos títulos se encuentran en poder del Banco Central de Cuba, el Banco Metropolitano, el Banco Popular de Ahorro y en menor medida del Banco Nacional de Cuba, que adquirió en 2015 parte de los bonos destinados a financiar el déficit previsto para ese ejercicio fiscal.

En paralelo, debe contarse con *recursos líquidos para la adquisición de los títulos de deuda y potenciales compradores*. En la actualidad existen en la economía varios agentes con niveles de liquidez que pudieran emplearse para estos fines y que, en consecuencia, encontrarían una alternativa para su rentabilización. Además, en el caso de los no bancarios, esta posibilidad permitirá mitigar el impacto sobre la emisión monetaria de la compra de títulos por parte de instituciones bancarias.

Durante los últimos diez años más del 30% de los pasivos a la vista en pesos cubanos del sistema bancario no ha logrado canalizarse hacia fines productivos, manteniéndose como excesos de liquidez (ver Gráfico 9). Estos niveles superan sustancialmente el ratio de 5% exigido por el Banco Central de Cuba a mantenerse como encaje obligatorio o legal por parte de los bancos comerciales³⁸.

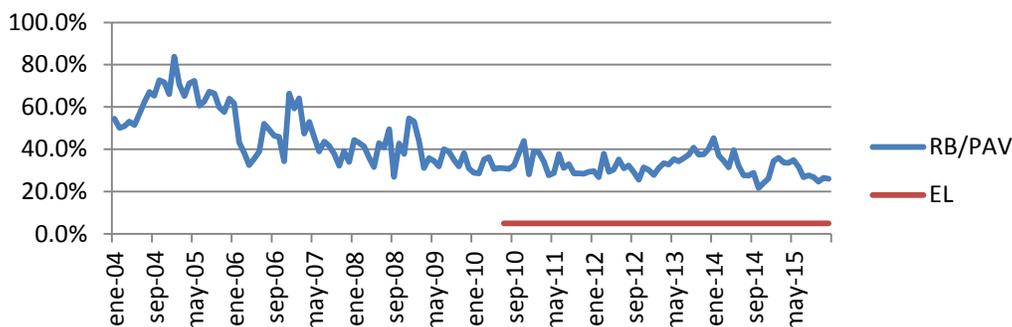
³⁷ Art 48 El déficit fiscal para el 2014 se financia mediante la emisión de bonos soberanos de la República de Cuba. (...) La cuantía del déficit fiscal a financiar mediante la emisión de los bonos soberanos, está en correspondencia con las necesidades de liquidez de la cuenta del Presupuesto Central y es, como máximo, el déficit fiscal aprobado.

Art 49 Se faculta al Ministro de Finanzas y Precios a emitir los bonos soberanos de la República de Cuba, para financiar el déficit fiscal del año 2014, con un plazo de amortización desde uno (1) hasta veinte (20) años y una tasa de interés promedio del dos y medio por ciento (2,5 %) anual.

Art 50 Los bonos que se emitan para financiar el déficit fiscal referido en el artículo anterior, serán adquiridos por el Banco Central de Cuba y por instituciones financieras bancarias cubanas. (Asamblea Nacional del Poder Popular, 2014)

³⁸ El encaje legal se estableció mediante la Resolución 32/2010 del Banco Central de Cuba, con lo cual quedó establecido un 5% para los depósitos en CUP y 5,5% para los depósitos en CUC.

Gráfico 9: Evolución de la razón de reservas bancarias /pasivos a la vista versus tasa de encaje legal (enero 2004 - diciembre 2015), en pesos cubanos (%)

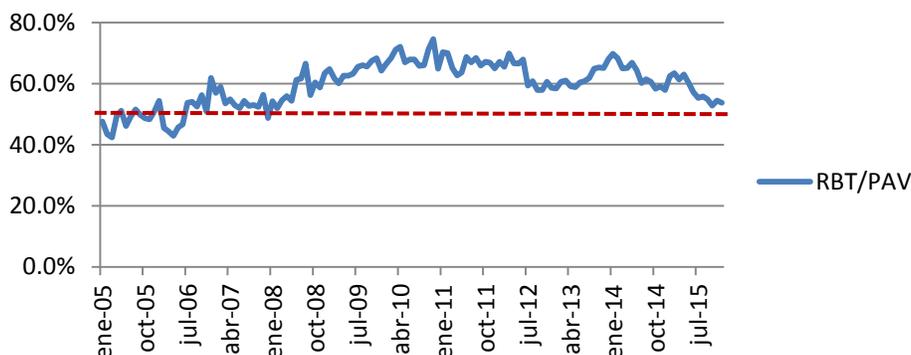


Fuente: Elaboración propia, a partir de estadísticas de la Dirección de Política Monetaria del Banco Central de Cuba y Resolución 32/2010 BCC

Dicha situación responde en lo fundamental a la combinación de una débil demanda de créditos (en condiciones de lento crecimiento de la economía, empresas con alto grado de endeudamiento y/o descapitalización y familias con bajos ingresos), la acumulación de monetizaciones en períodos anteriores y la promoción del ahorro a plazos en la población (González & Lage, 2015).

Teniendo en cuenta que en un futuro cercano deberá ocurrir el proceso de unificación monetaria, se producirá un incremento de las reservas disponibles para las transacciones con títulos públicos. Resulta interesante analizar la evolución de las reservas bancarias del sistema en moneda total (ver Gráfico 10), lo que refleja que durante la mayor parte del período seleccionado el exceso de reservas ha sido superior al 50% de los pasivos a la vista.

Gráfico 10: Evolución de la razón de reservas bancarias totales/pasivos a la vista (enero 2005-diciembre 2015) (%)



Fuente: Elaboración propia, a partir de estadísticas de la Dirección de Política Monetaria del Banco Central de Cuba

De esta manera se demuestra que las reservas del sistema bancario, sobre todo después de la unificación monetaria, pudieran ser suficientes para asumir el financiamiento al Presupuesto; sin comprometer el otorgamiento de créditos al proceso inversionista, la actividad empresarial, las formas de gestión no estatal y la población³⁹.

No obstante, de presentarse problemas de liquidez, el BCC los detectaría a través del monitoreo constante que realiza en el MIB y por esta vía, utilizando los instrumentos de intervención a su disposición, podrá restablecer los niveles necesarios para garantizar las negociaciones en el MDP.

Adicionalmente, se conoce que un grupo de empresas, entre ellas las de seguro, mantienen un volumen importante de fondos inmovilizados sin posibilidades de rentabilización. La práctica internacional refleja que las empresas de seguros constituyen uno de los actores más importantes en los MDP, pues su actividad les permite realizar inversiones a largo plazo con los títulos públicos.

Existen otras entidades que ante opciones de rentabilización más flexibles que los depósitos a plazos fijos, pudieran liberar una mayor cantidad de recursos líquidos para invertir en activos de más corto plazo o intercambiables como los títulos de deuda soberana.

Mientras, las empresas en perfeccionamiento empresarial cuentan con excedentes de liquidez en sus balances, que se encuentran depositados en el sistema bancario a plazo fijo y se rentabilizan solo a una tasa de interés de 1%.

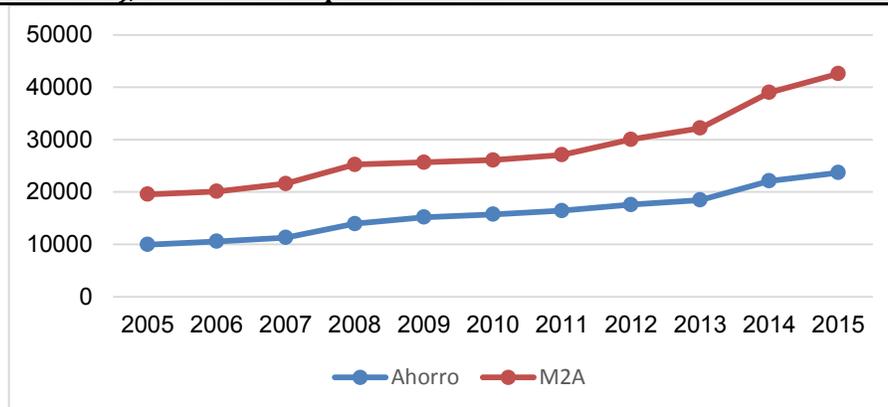
Estos grupos de entidades podrían devenir en actores importantes dentro del mercado de valores públicos, principalmente en el segmento secundario, teniendo en cuenta que muestran capacidades reales para invertir, ello si se generan los incentivos adecuados para estimular la demanda por los títulos.

Asimismo, las estadísticas oficiales demuestran que el sector de la población presenta posibilidades de inversión en títulos públicos. Durante los últimos años una parte importante, más del 50%, de la liquidez en pesos cubanos en manos de la población

³⁹ Cabe aclarar que ello será posible si se realizan varias colocaciones durante el ejercicio fiscal, para evitar fuertes tensiones sobre los indicadores monetarios.

(M2A) ha sido depositada en los bancos comerciales (ver Gráfico 11). Esta opción podría convertirse en una alternativa para diversificar las formas de canalizar los ahorros de la población.

Gráfico 11: Evolución de la liquidez en pesos cubanos en manos de la población (M2A) y el ahorro ordinario (2005-2015), en millones de pesos cubanos.



Fuente: Elaboración propia, a partir de los datos de los Anuarios Estadísticos de Cuba de la Oficina Nacional de Estadística e Información (varias ediciones).

Los tres elementos desarrollados en este epígrafe constituyen condiciones necesarias para iniciar el proceso de tránsito hacia un Mercado de Deuda Pública en el país; sin embargo, no son suficientes para que un espacio de esta naturaleza pueda iniciar sus operaciones. En este sentido, se requiere implementar un conjunto de transformaciones estructurales e institucionales, lo cual a su vez demanda un diagnóstico de las deficiencias sobre las cuales debieran diseñarse las acciones de política.

3.2: Limitaciones para el inicio de las operaciones en el marco del Mercado de Deuda Pública

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 inicie sus operaciones. Las cuales, además, podrían condicionar en cierta medida el funcionamiento de un mercado potencial. Por ello, este apartado persigue el objetivo de sistematizar las principales limitantes en tal sentido.

Una de las limitaciones esenciales es la *inexistencia de un mercado secundario y que los tenedores sean solo bancos*. Lo anterior implica que persista el impacto sobre la oferta monetaria (similar a un proceso tradicional de monetización). Este elemento fue explicado y representado por (Lage & García, 2014) mediante un esquema (ver Esquema 7) que simula el balance consolidado del sistema financiero, con lo cual se observa cómo el funcionamiento de los mercados de deuda evita la expansión de la

emisión monetaria.

Esquema 7: Balance de bancos comerciales	
Activo	Pasivo
1) ↓ Reservas ↑ Bonos soberanos	↑ Cuentas del Gobierno
2) ↓ Bonos soberanos ↑ Reservas	↓ Depósitos
ΔBM = 0	ΔM = 0

Fuente: Tomado de (Lage & García, 2014)

En el momento 1 (mercado primario), los bancos comerciales utilizan sus reservas bancarias para comprar títulos de deuda soberana (incrementar su cartera de activos). Las cuentas del gobierno aumentan en el monto del financiamiento del déficit (Bonos Soberanos).

En el momento 2 (mercado secundario), los bancos comerciales venden los bonos en su posesión al público (empresas y familias), con lo que se restaura el nivel inicial de reservas bancarias. La base monetaria, en lo relativo al movimiento de las reservas bancarias, no ha variado. El público, por su parte, ha comprado los bonos a partir de los fondos existentes en sus depósitos bancarios⁴⁰. Por tanto, lo que ha ocurrido en la práctica es una recomposición de fondos desde los depósitos bancarios hacia las cuentas del Presupuesto, sin impacto sobre la oferta monetaria. El mercado de deuda

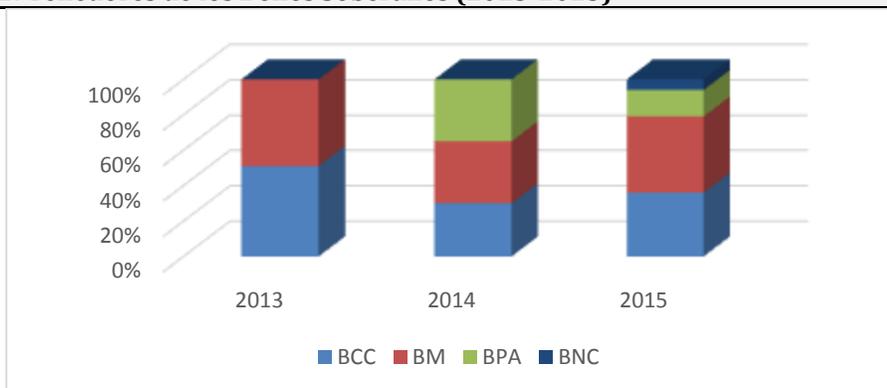
⁴⁰ Para simplificar el análisis se ha asumido en el ejemplo que el público solo tiene depósitos bancarios (no mantiene efectivo) y que las cuentas del gobierno no están en el banco central sino en los bancos comerciales. Desmontar estos supuestos haría más compleja la explicación, pero arrojaría idénticas conclusiones (Lage & García, 2014).

soberana ha operado en base a una asignación más eficiente de recursos en la economía.

Ello refleja que de existir únicamente el mercado primario (donde participen solo bancos) no se evitaría la creación de dinero producto del financiamiento del déficit, pues el proceso terminaría en el momento 1, una situación similar al efecto que tendría la participación exclusiva del sector bancario en el MSDP. Si bien no se produce una emisión primaria, el financiamiento del déficit expande la oferta monetaria, dado que ocurre una disminución temporal de las reservas, y el monto de reservas utilizado para financiar el déficit una vez se coloca en depósitos del gobierno, vuelve a constituirse en reservas y así sucesivamente (efecto del multiplicador monetario); generándose una emisión de dinero.

Dadas las particularidades del sistema financiero cubano, se cuenta con un *limitado número y variedad de tenedores*, lo que resta competitividad a un posible mercado secundario (ver Gráfico 12). Hasta la fecha los títulos solo han sido adquiridos por el banco central y algunos bancos comerciales, dado que estos bonos están denominados en pesos cubanos.

Gráfico 12: Tenedores de los Bonos Soberanos (2013-2015)



Fuente: Elaboración propia, a partir de información recibida del Banco de Inversiones.

El proceso de unificación monetaria permitirá que se incorporen nuevos actores, con la entrada de aquellos bancos que en la actualidad no operan en pesos cubanos. No obstante, ello no será suficiente para que se establezcan adecuadas condiciones de competencia entre los agentes.

En la actualidad la mayoría de los títulos se encuentran en poder de BPA y BM; lo que brindaría poder de mercado a dichas instituciones financieras en comparación con el resto. De esta manera, bajo condiciones de mercado estas dos instituciones pudieran funcionar como oligopolios, en lugar de creadores de mercado, de no establecerse institucionalmente reglas o mecanismos que contribuyan a incrementar la competencia.

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 MSDP 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).

En adición, se evidencia otro problema: *el peso de la demanda de fondos del Presupuesto del Estado dentro de la demanda de créditos de los bancos*⁴¹. Esto hace que los bancos tengan un nivel de exposición muy grande con un solo cliente (concentración de riesgos), lo cual probablemente demandará la emisión de normas particulares de supervisión, y que los bancos sufran un ablandamiento de la restricción presupuestaria, como se defendió en el epígrafe 2.2.

Otra de las problemáticas asociadas con este asunto radica en la forma en que se formaliza el financiamiento presupuestal, a partir de *escasas colocaciones durante el año fiscal*, lo cual genera una fuerte demanda de fondos en determinados períodos. Así, se producen presiones sobre las variables monetarias y los fondos libres del sistema financiero.

Los elementos abordados en los párrafos anteriores justifican además la 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.

La adquisición de los títulos emitidos ha sido de manera administrada, en correspondencia con la ausencia de condiciones operativas, legales e institucionales

⁴¹ Esta situación es altamente compleja y en la práctica no se vislumbra una solución aparente.

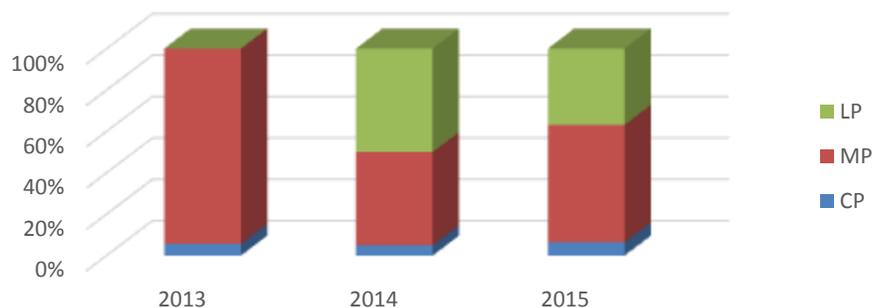
para la negociación de los bonos. Cabe señalar que en los Memorandos se establece que los Bonos Soberanos pueden ser traspasados y negociados entre los tenedores. Sin embargo, esta opción no se ha puesto en práctica, esencialmente, porque *no existen incentivos* (productos atractivos, promoción, capacitación, garantías, etc.), *reglas de competencia* compatibles con las características de un mercado, ni *facilidades* (infraestructura y normas claras para la operatoria y registro).

Dentro de los elementos que limitan los incentivos a realizar transacciones con los títulos, más allá de su adquisición primaria se encuentran: (i) no existen plazos convencionales para el vencimiento, (ii) se han fijado plazos muy largos teniendo en cuenta que se trata de un mercado que está en fase de formación, (iii) no se cuenta con valores cuya maduración sea inferior a un año, (iv) la estructura actual de las tasas de interés y (v) factores de carácter cultural que limitan la capacidad de los potenciales operadores.

En este sentido, los títulos han sido emitidos desde 1 hasta 20 años, lo cual implica una *amplia diversidad de vencimientos* que lastra la posibilidad de concentrar la demanda en títulos específicos que pudieran constituir referencias en materia de plazos; adicionalmente, esta situación complejiza la realización de mecanismos de colocación competitivos como las subastas y puede contribuir a la segmentación del mercado, reduciendo los niveles de competencia.

Otra de las deficiencias radica en la *mayor concentración de vencimientos a mediano (de 2 a 10 años) y largo plazo (de 11 a 20 años)*, tal como demuestra el Gráfico 13:

Gráfico 13: Estructura por plazos de los Bonos Soberanos (2013-2015)



Fuente: Elaboración propia, a partir de información recibida del Banco Central de Cuba.

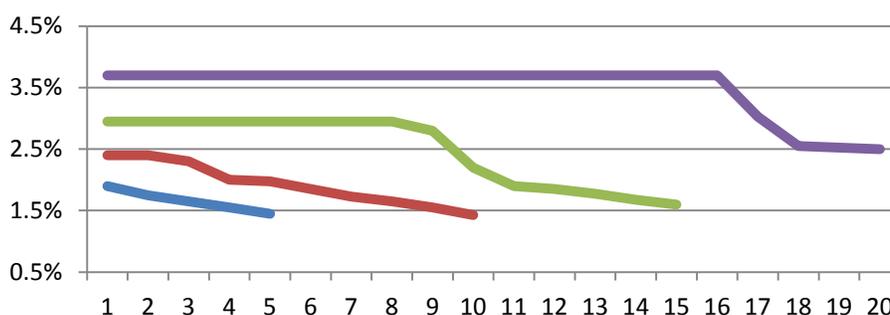
Esta situación limitaría los incentivos que pudieran tener los agentes, incluidos los bancos del sistema, para participar en un mercado secundario; pues mientras más alargado es el período de vencimiento del título, existe una mayor incertidumbre con relación a la capacidad futura del gobierno para honrar sus obligaciones.

Igualmente, en la medida en que exista un menor nivel de transacciones en el MSDP los títulos de largo plazo representan una inversión poco flexible e incierta, dado que ante problemas de liquidez o rentabilidad el tenedor no podrá deshacerse con facilidad de este activo y por tanto no estará dispuesto voluntariamente a comprarlo como una alternativa de inversión frente a los depósitos a plazos.

Lo anterior cobra una mayor implicación en la economía cubana, debido a que existe una limitada cultura financiera y a que los agentes no cuentan con experiencia en la realización de operaciones con activos y mercados de esta naturaleza.

Por último, y no menos importante, otro de los principales puntos débiles para formar un MDP en Cuba desde el punto de vista de los incentivos, es la *estructura de las tasas de interés que se definieron en el momento de emisión*. En este sentido, en todos los casos los títulos abonan mayores tasas de interés durante los primeros años, rendimiento que va disminuyendo hacia la fecha de maduración (a modo de ejemplo, ver Gráfico 14). La explicación a tal elemento radica en mantener para cada año en una misma emisión un costo o tasa de interés promedio de 2,5%.

Gráfico 14: Estructura de tasas de interés de Bonos Soberanos a 5, 10, 15 y 20 años (%)



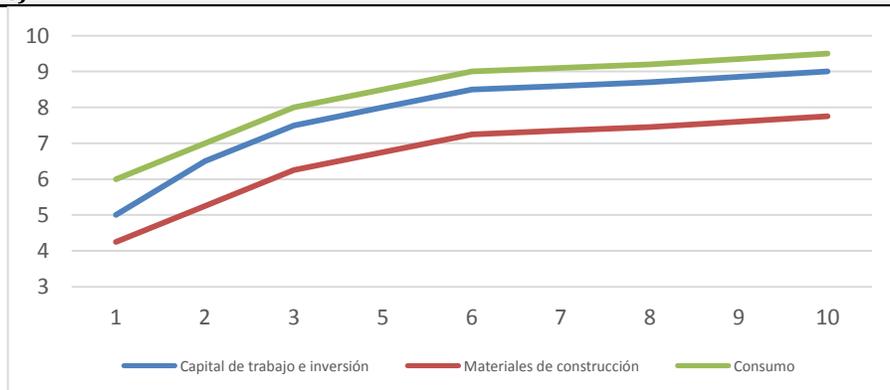
Fuente: Elaboración propia, a partir de información recibida del Banco Central de Cuba.

Esta estructura no genera un estímulo para demandar los títulos en las etapas avanzadas; si no que por el contrario transmite un incentivo a la venta a partir del momento en que el rendimiento comienza a decrecer, e intentar acceder a títulos que devenguen condiciones más ventajosas de tasas de interés. A partir de lo anterior, desde su emisión estos Bonos están trasladando señales contra intuitivas a los posibles miembros del mercado.

Dicha situación niega un criterio convencional recogido en la literatura especializada que refleja que las tasas de interés de corto plazo son usualmente menores a las de largo plazo debido al mayor riesgo de inflación y la prima por riesgo de madurez inherente en los vencimientos más largos.

En tanto, se debe apuntar que las tasas de interés son inferiores a las tasas activas fijadas por el Banco Central para otorgar financiamientos a los agentes de la economía, lo cual se puede apreciar al comparar los Gráficos 14 y 15. Ello, unido a que el rendimiento de los títulos es en términos nominales y a una tasa inferior a los niveles de inflación, implica que el gobierno está accediendo a recursos financieros en condiciones ventajosas (en un contexto de represión financiera), lo que limitaría los incentivos que pudieran tener las instituciones bancarias y otros agentes para adquirir los Bonos Soberanos, de existir un mercado.

Gráfico 15: Tasas de interés activas en pesos cubanos aplicables a personas jurídicas y naturales (promedio, %)



Fuente: Elaboración propia, a partir de Circular 2/2012, Tesorería del Banco Central de Cuba.

La ausencia de incentivos provoca que los títulos no sean líquidos, lo que obliga a que las colocaciones sean necesariamente administrativas, es decir condena ex ante el funcionamiento natural del mercado.

Un elemento neurálgico que podría condicionar el funcionamiento del mercado son *las restricciones institucionales* que persisten en torno a la financiación pública. De un lado, existen debilidades en las reglas para la formulación, ejecución y control del presupuesto. De otro, se cuenta con cierto vacío institucional con relación a la administración de la política de endeudamiento fiscal. Ello imprime un nivel de opacidad y desconfianza en la ejecución y manejo de la política fiscal.

Adicionalmente, se cuenta con *deficiente información pública que permita evaluar el desempeño financiero del gobierno*, lo cual constituye una debilidad tanto para la propia gestión del Ministerio de Finanzas y Precios, como para los potenciales compradores de los títulos.

En la práctica, solo es posible obtener información a partir de:

- Presentación del anteproyecto de Ley del Presupuesto en Asamblea Nacional del Poder Popular.
- Ley del Presupuesto del Estado.
- Informe de Liquidación del Presupuesto del Estado, presentado a la Asamblea Nacional del Poder Popular.
- Anuario de la Oficina Nacional de Estadísticas e Información (básicamente un esquema resumen del Presupuesto del Estado).

Sin embargo, esta información solo hace referencia al déficit primario⁴². Tomando en consideración que el MFP ha asumido un compromiso de pago de intereses, debe incluirse en el análisis el componente financiero⁴³. En otras palabras, no basta con realizar un análisis de la posición fiscal (déficit), sino que también hay que tener en cuenta las afectaciones que surgen desde la vía financiera.

⁴² En el déficit primario se incluye impuestos netos menos gasto público, pero se excluyen los pagos de intereses.

⁴³ El componente financiero incluye el pago de intereses por la deuda adquirida, así como la deuda de períodos anteriores, lo que es también conocido como el componente heredado. En la práctica constituye una fuente de vulnerabilidad.

A pesar de que se han emitido Bonos Soberanos para financiar los déficits fiscales recientes, ello no se ha acompañado de un adecuado marco prudencial para la gestión de la deuda pública, ni de la construcción de un conjunto de indicadores dirigidos a orientar mejor el curso de la política fiscal; con lo cual aún *persiste un vacío en torno a la incorporación del análisis desde la perspectiva de sostenibilidad de la deuda*.

En paralelo, aun y cuando las emisiones de los títulos de deuda pública han estado acompañadas por la elaboración de un “Memorando de Emisión y Colocación de Bonos Soberanos”⁴⁴, que establece los términos y condiciones, el marco jurídico regulatorio del Emisor y la Emisión, además de proveer a los receptores de información general sobre la Emisión propuesta; en rigor la base normativa y la información jurídica se encuentran muy dispersas, dado que se incluye:

- Constitución de la República de Cuba;
- Ley del Presupuesto del Estado para el año correspondiente;
- Código de Comercio;
- Decreto Ley 192/1999 “De la Administración Financiera del Estado”;
- Decretos Leyes 172 y 173/1997, sobre la creación del BCC y sobre los bancos e instituciones financieras, respectivamente;
- Decreto Ley de Contratación Económica 304;
- Decreto Ley 223, sobre la jurisdicción y competencia de las Salas de lo Económico de los Tribunales Populares;
- Decreto Ley 226 del Registro Mercantil;
- Resolución del MFP que regula la emisión y colocación de Bonos Soberanos en pesos cubanos (CUP), para financiar total o parcialmente el déficit fiscal aprobado en la Ley del Presupuesto del Estado del año correspondiente, y la contratación de Banco de Inversiones como Agente de la Emisión de Bonos Soberanos.

⁴⁴ En el Anexo 4 se presenta un resumen de los elementos que contiene un “Memorando de Emisión y Colocación de Bonos Soberanos”.

En otras palabras, *no existe un marco legal y procedimientos en una norma única* que regulen y organicen las transacciones en condiciones propias de mercado. Es decir, no existe un cuerpo legal lo suficientemente sólido y abarcador que logre estructurar los instrumentos y arreglos institucionales que se requieren para la formación de un MDP en el país.

En la actualidad, *no existe en el país un ente coordinador de política macroeconómica*, que garantice una adecuada coordinación y armonía entre las acciones de las políticas fiscal y monetaria. En Cuba se creó un espacio institucional conocido como GASFI⁴⁵ (Grupo de Análisis del Saneamiento de las Finanzas Internas), en el que participan los principales organismos que intervienen en el equilibrio monetario doméstico; sin embargo, la labor de este grupo está muy sesgada a la planificación de las acciones que deben desarrollarse para mantener el equilibrio monetario solo en el sector de la población.

De esta manera, persiste una deuda institucional alrededor de la coordinación macroeconómica, lo cual deja incompleto el proceso de producción de la política macroeconómica, provocando limitaciones en la capacidad de análisis y la generación de consensos.

El nuevo contexto que vive el país demanda un sentido más amplio en la labor de coordinación macroeconómica, que permita diseñar mecanismos efectivos en pos de una mayor integralidad entre las políticas monetaria y fiscal, donde se establezcan procedimientos de planificación financiera para la economía, de manera que se fortalezca la capacidad analítica y propositiva tanto del MFP como del BCC.

⁴⁵ El GASFI está presidido por el Ministro de Economía y Planificación y Vicepresidente del Consejo de Ministros. En este espacio se reúnen mensualmente directivos del más alto nivel del Ministerio de Economía y Planificación, del Ministerio de Finanzas y Precios, del Ministerio del Comercio Interior (MINCIN), del Banco Central de Cuba y del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

En estos encuentros se analizan las propuestas relacionadas con las políticas salariales y otros ingresos de la población, las decisiones vinculadas a los precios regulados y a otros aspectos que inciden en las diferentes fuentes de emisión monetaria y que afectan la liquidez en manos de la población; asimismo, se verifican las potencialidades de la oferta minorista estatal, las alternativas para dinamizarla y el aseguramiento necesario para garantizar el adecuado cumplimiento de lo previsto en el plan de ventas del MINCIN (Pérez, 2011).

Por otra parte, el Ministerio de Finanzas y Precios, en su condición de emisor de los títulos, nombró al Banco de Inversiones S.A. (Bancol) como estructurador de sus emisiones, además de agente de colocación, pago, registro y traspaso. Hasta el momento el Bancol realiza la inscripción de los títulos y los tenedores, mantiene un registro electrónico actualizado de la tenencia de los Bonos y ha creado los procedimientos para realizar los traspasos entre tenedores, de presentarse la necesidad.

Sin embargo, existe una *insuficiente infraestructura* que permita apoyar los procesos que se desarrollan en los Mercados de Deuda Pública. No está creada una plataforma electrónica para ejecutar los procesos de negociación, ni los mecanismos de liquidación y compensación; todo ello resulta vital para dinamizar el Mercado y crear un ambiente de seguridad y confianza que genere incentivos para operar. Asimismo, existen deficiencias en el desarrollo del Sistema de Pagos.

En el Esquema 8 se realiza un resumen de los principales elementos identificados que pudieran limitar el funcionamiento de un posible Mercado de Deuda Pública en el país, los cuales han sido ordenados manteniendo la lógica aplicada en el segundo epígrafe del primer capítulo, con el propósito de facilitar el proceso propositivo en el epígrafe siguiente.

Esquema 8: Limitaciones para el desarrollo del Mercado de Deuda Pública en Cuba

Condiciones de mercado

- Limitado número y variedad de participantes.
- Inexistencia de un mercado secundario.
- Peso de la demanda de fondos del dentro de la demanda de créditos de los bancos.
- Pocas colocaciones en el año.
- Escasos incentivos, inexistencia de reglas de competencia y de facilidades para los procesos de compra/venta.
- Amplia diversidad de vencimientos en los títulos emitidos, con una mayor concentración hacia el mediano y largo plazo.
- Estructura de las tasas de interés.

Entorno institucional

- Restricciones institucionales.
- Deficiente información pública que permita evaluar el desempeño financiero del gobierno.
- Inexistencia de un marco legal y procedimientos.
- Deficiente e insuficiente coordinación macroeconómica.

Infraestructura

- Ausencia de plataforma electrónica para ejecutar los procesos de negociación y de mecanismos de liquidación y compensación.
- Limitaciones en desarrollo de Sistema de Pagos.

Fuente: Elaboración propia

3.3: Superando limitaciones...

Una vez identificadas las principales deficiencias que limitarían la puesta en marcha de un Mercado de Deuda Pública en el país, se impone proponer un conjunto de acciones de política que contribuyan a superar estos obstáculos; no obstante, cabe señalar que en algunos casos las posibles soluciones sobrepasan el alcance de la investigación, pues dependen de características estructurales de la economía doméstica.

3.3.1: Condiciones de mercado

En el epígrafe 3.1 se defendió la existencia de requisitos mínimos indispensables para avanzar hacia un Mercado de Deuda Pública en el país; a pesar de ello, resulta necesario diseñar acciones adicionales para perfeccionar estas condiciones; fundamentalmente en lo relacionado con la cantidad y variedad de inversores y la generación de incentivos para demandar los valores.

El MDP tendrá durante los primeros años escasos participantes, es decir, será un mercado pequeño y poco atomizado; sin embargo, resulta prioritario encaminar las acciones hacia la incorporación de otros agentes diferentes de los bancos. Por tanto, deben centrarse las políticas en generar los incentivos para atomizar el mercado y promover la creación del MSDP, garantizando la concurrencia de una variedad de agentes, con intereses de negociación diversos.

Dada la estructura actual del sistema bancario, se recomienda que en las etapas iniciales del mercado BPA y BM funcionen como operadores primarios (mercado primario) y creadores de mercado (mercado secundario). Estas dos entidades cuentan con disponibilidad de liquidez para adquirir títulos públicos y con limitadas oportunidades para rentabilizar sus activos.

No obstante, a futuro esta condición debe revisarse. La experiencia de algunas economías como la peruana y colombiana señala que con una determinada periodicidad se debe analizar el desempeño de estos actores en su función de dinamizadores del mercado y de ser necesario se podrá modificar la lista de

operadores/creadores de mercado⁴⁶. Se propone que este proceder se realice cada año y que en la medida de lo posible se amplíe la suscripción a tres o cuatro bancos, para evitar el desarrollo de comportamientos o prácticas oligopólicas.

Bajo esta condición, ambas entidades tendrán el compromiso de mantener una demanda constante a través de requerimientos mínimos, previamente establecidos, en cada una de las colocaciones de Bonos Soberanos, cuando se trata de emisiones primarias. En tanto, para el caso del mercado secundario deberán mantener posturas compradoras y vendedoras durante una parte representativa del horario de operaciones en cada sesión, con el propósito de facilitar la existencia de contrapartidas en el mercado y, por tanto, incrementar la liquidez.

Uno de los incentivos más importantes para incrementar los niveles de demanda de los títulos y la competencia es la autorización legal para que los bancos puedan hacer uso de sus tenencias de Bonos Soberanos como colaterales en las operaciones del MIB.

Con relación a los títulos, se recomienda continuar, al menos en el corto y mediano plazo, con la práctica de concentrar el financiamiento exclusivamente para agentes domésticos, en moneda nacional y a tasa de interés fija. Ello se sustenta en que esta opción contribuye a la reducción de la vulnerabilidad de las finanzas públicas y en la posibilidad de crear un escenario que permita paulatinamente ganar en experiencia en la utilización de activos de esta naturaleza.

En paralelo, deben reducirse los tipos de plazos a los cuales se emite y acercarse a las estructuras convencionales a nivel internacional, que usualmente fija plazos de referencia a tres y seis meses y a uno, tres, cinco, diez y 20 años.

Aun y cuando es entendible que no deben emitirse solamente títulos a corto plazo, para evitar fuertes presiones sobre la tesorería del Ministerio de Finanzas y Precios y generar riesgos de refinanciamiento; es recomendable que se realice una recomposición de los plazos, apostando por una mayor concentración de títulos a corto

⁴⁶ Igualmente debe evaluarse el desempeño del resto de los actores importantes del mercado que podrían ser aspirantes a operadores primarios/creadores de mercado para poder elegir los sustitutos. Las experiencias prácticas de este tipo de proceder muestran resultados muy favorables, pues se incrementan los niveles de competencia, tanto de los agentes seleccionados como de los aspirantes.

plazo y en la medida en que se vaya alcanzando un dinamismo en el MSDP iniciar una estrategia de alargamiento progresivo de los plazos. Esto podría devenir en un incentivo para la adquisición de los Bonos y para fomentar las transacciones en el segmento de segunda mano.

Una posibilidad podría ser que el Ministerio de Finanzas y Precios comenzara a emitir títulos con un período de maduración inferior para intercambiarlos con los que ya existen a plazos más largo, con lo cual se reestructurarían los plazos vigentes.

Asimismo, resultaría favorable que el MFP apostara por otras modalidades de títulos (sin que ello implique crear diversificaciones en los plazos de vencimiento), incluyendo otros activos como los Bonos Cero Cupón o Bonos de Descuento; que no pagan intereses, sino que son vendidos a un precio inferior a su valor nominal (con un descuento) y en el momento de su vencimiento se amortiza por su valor nominal. Esto evitaría el pago periódico de intereses por parte del gobierno. En varios países dicha opción es empleada fundamentalmente para los títulos de corto plazo, cuyo vencimiento es en general entre tres y 18 meses.

Una opción adicional podría ser la emisión de títulos que no fueran genéricos, es decir, valores asociados a financiar una determinada actividad en particular o proyectos específicos; por ejemplo, las acciones de la Zona Especial de Desarrollo del Puerto del Mariel o desagregando por tipo de gobierno (gobierno central y gobiernos locales).

Los Bonos Soberanos deberán emitirse mediante un programa de emisión, entendiéndose como tal las emisiones compuestas por series, realizadas a través de actos escalonados por tramos a lo largo del período fiscal. Ello debe entenderse como un incremento en la frecuencia de las emisiones/colocaciones de los títulos, para evitar fuertes tensiones sobre los niveles de liquidez del sistema financiero y estimular la demanda de títulos.

La fecha de colocación de cada tramo deberá ser comunicada al mercado como hecho relevante, por lo menos con una semana de antelación; con el propósito de que los agentes puedan contar con este insumo para realizar su programación financiera o de tesorería y acomodar sus expectativas.

En el caso del mercado secundario, algunas experiencias muestran que resulta conveniente establecer periodicidades específicas para las operaciones con cada tipo de título; por ejemplo, en Uruguay están definidos días específicos para licitar los títulos en función de su plazo de vencimiento. Lo anterior contribuye a una mejor conducción de las expectativas de los agentes y, sobre todo, a una planificación más precisa en las tesorerías de las instituciones participantes en el mercado.

Los mecanismos de señalización constituyen otro de los elementos claves en la estructuración del MDP, especialmente en las etapas iniciales donde no estarán creadas todas las estructuras institucionales e incentivos para operar bajo condiciones de mercado. Esta posibilidad puede constituir un referente importante para reestructurar los sistemas de tasas de interés, uno de los puntos más relevantes desde la perspectiva de los incentivos.

Como un primer mecanismo, se sugiere que un por ciento pequeño de la colocación, según se defina, se realice bajo condiciones de mercado con una versión simple de subasta competitiva⁴⁷ y el resto se continúe asignando bajo criterios administrativos. Se propone un mecanismo de subasta a sobre cerrado, cuyo modo de adjudicación sea a precio único. Ello, servirá como base de entrenamiento y mecanismo de formación de precios y expectativas, que deberá ir transitando en la medida de lo posible hacia la eliminación de las compras forzosas, aunque pueda mantenerse un tramo no competitivo.

Un segundo mecanismo de señalización a proponer son una especie de encuestas o consultas a los bancos comerciales. El banco central realizará periódicamente una consulta sobre qué monto y a qué tasa estarían dispuestos los bancos a realizarle préstamos al Presupuesto a los diferentes plazos (plazos que deben coincidir con los de los títulos). Esta opción, utilizada por ejemplo en Uruguay, brinda una idea de a cómo se comercializarían los títulos bajo mecanismos competitivos.

⁴⁷ En el Anexo 2 se realiza una revisión de algunas de las principales opciones de subastas.

3.3.2: Entorno institucional

En este particular se requiere un reordenamiento en el marco institucional del entorno monetario y fiscal a fin de mejorar la gestión macroeconómica, lo cual deberá en gran medida contribuir a garantizar un ambiente de estabilidad macroeconómica. Es por ello que las acciones de política deben encaminarse a avanzar aún más en el orden estructural e institucional del mercado. Así como, resulta necesaria una actualización desde la perspectiva legal y organizativa.

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. En tanto, es oportuno el establecimiento de metas plurianuales de saldo fiscal, compatibles con el equilibrio macroeconómico y basadas en criterios de estabilidad monetaria y sostenibilidad de la deuda (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.

En paralelo, se requieren medidas que garanticen la sostenibilidad de las finanzas públicas, lo cual demanda acciones multifacéticas en el plano estructural e institucional, así como en materia de diseño de políticas macroeconómicas (Hidalgo & Doimeadiós, 2016). La sostenibilidad debe analizarse en un horizonte a más largo plazo, evitando supeditar la trayectoria de la deuda pública a los resultados fiscales anuales; internalizar las restricciones presupuestales inter-temporales contribuirá entre otros beneficios a la responsabilidad fiscal y a la equidad intergeneracional (Hidalgo, 2015).

En la práctica, resulta necesario definir, validar y aprobar un conjunto de indicadores para medir la sostenibilidad fiscal, lo que al menos debe incluir tres aspectos: déficit primario/PIB y estructura del financiamiento por plazos y tenedores⁴⁸.

En igual sentido, sería de utilidad que comenzaran a construirse y publicarse en los Anuarios Estadísticos de la ONEI información sobre la Deuda Pública (monto total y por plazos), esto permitirá contar con mejores herramientas para analizar la sostenibilidad de la deuda en un horizonte inter-temporal. Asimismo, los tenedores de los títulos, sobre todo aquellos que funjan como creadores de mercado deberán tener acceso a una información más desagregada y detallada sobre la dinámica de la deuda pública, con el objetivo de contar con mayores elementos para la toma de decisiones de inversión.

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, Normativa de autorizaciones y registros, Instructivo del Mercado de Deuda Pública (Procedimientos operativos del Mercado de Deuda Pública para los participantes), Normas contables del Mercado de Deuda Pública, y un Régimen Regulatorio y de Supervisión del MDP.

Estos son requisitos muy amplios que sobrepasan el alcance de la presente investigación; no obstante, en este epígrafe se profundizará en algunos de estos elementos.

En principio, se debe formular una Ley específica para el MDP⁴⁹ que permita ordenar y recoger en un solo cuerpo legal todas las disposiciones referentes a este espacio. Luego de repasar las prácticas de varios países de la región en el epígrafe 1.2, se constató que este tipo de legislación tiene por objeto regular los mercados de valores,

⁴⁸ Teniendo en cuenta que el tema de la sostenibilidad de las cuentas públicas no constituye el eje central de la investigación, se recomienda consultar (Hidalgo & Doimeadiós, 2012a), (Hidalgo & Cribeiro, 2015) e (Hidalgo & Doimeadiós, 2016), que abundan y alertan sobre el tema de la sostenibilidad fiscal en Cuba, además incluyen recomendaciones en este sentido. Asimismo, (Rodríguez & Álvarez, 2013) abordan esta temática.

⁴⁹ En el Anexo 5 se presenta una estructura tipo de las Leyes de Mercado de Valores, en función de las referencias de otros países.

las personas físicas o jurídicas que intervienen directa o indirectamente en ellos, los actos o contratos relacionados con tales mercados y los valores negociados.

Adicionalmente, la Ley debe dotar al MDP de mecanismos que permitan conocer con facilidad las características de los valores objeto de comercio, los términos de su oferta, demanda y operaciones correspondientes; así como, proveer un marco institucional adecuado para promover su desarrollo en forma competitiva, justa y eficiente. En adición, debe preservar los intereses del público y brindar protección tanto a los inversionistas como al agente emisor, por lo que debe quedar explícito el sistema de sanciones ante posibles incumplimientos de los contratos.

En resumen, la regulación del mercado debe ir orientada en dos sentidos: regulación de la estructura y regulación del comportamiento de los agentes.

En la práctica, deben autorizarse y definirse en primera instancia los procedimientos básicos para la negociación de los Bonos Soberanos. Para el caso de los bancos comerciales, deben establecerse garantías para la recompra de bonos en caso de que la economía ofrezca ofertas de inversión atractivas, lo cual pudiera concretarse a través de la Ventanilla de Descuento para Inversiones⁵⁰.

Asimismo, desde el punto de vista legal y organizativo, en la medida en que avance el proceso de formación del MDP se requiere la creación de una Superintendencia General de Valores. Esta instancia velará por la transparencia del mercado, la formación correcta de los precios, la protección de los inversionistas, la supervisión de los contratos y la difusión de la información necesaria para asegurar la consecución de estos fines, entre otras actividades que le sean impuestas por Ley. Esta acción no necesariamente debe cumplirse en las etapas iniciales, dado el bajo volumen de operaciones previsto.

⁵⁰ La Resolución 91/2011 del BCC estableció los servicios de ventanilla mediante: (i) el Servicio Permanente de Créditos, (ii) la Ventanilla Especial de Descuento para Inversiones y (iii) la Ventanilla para Financiamientos de Última Instancia. En particular, la Ventanilla Especial de Descuento para Inversiones está dirigida a apoyar las inversiones priorizadas por el Estado, de producirse condiciones de iliquidez en el Sistema o desbalances de plazos en los bancos. El acceso a este servicio de ventanilla es autorizado por el Comité de Política Monetaria del BCC.

Con relación a la coordinación macroeconómica, se requiere la institucionalización de un ente gubernamental con capacidad técnica, operativa y autonomía en la toma de decisiones sobre la política macroeconómica en general. La coordinación deberá diseñarse en dos niveles: la definición de las políticas y la implementación de las políticas⁵¹.

Esta instancia debe velar por una clara delimitación de roles dentro del proceso de planificación, promoviendo la conciliación de los objetivos y las principales decisiones de política, pero manteniendo la independencia de las autoridades monetarias y fiscales en el uso de sus instrumentos y la gestión de desequilibrios de corto plazo.

Uno de los elementos a incluir en la coordinación es el monitoreo y la evaluación del impacto de la financiación pública sobre el equilibrio monetario. Debe apuntarse que los financiamientos al Presupuesto implican una demanda muy grande de fondos para el sistema financiero. Sin embargo, dado el efecto multiplicador del dinero, esas necesidades de financiamiento se pueden asumir por el sistema si se distribuyen en montos menores en diferentes momentos del año. En consecuencia, la acción coordinada en este particular podría evitar incrementos innecesarios de la emisión primaria producto de la compra de Bonos por los bancos comerciales.

Igualmente, se deben coordinar los procesos de emisión de valores del gobierno y el banco central. Al respecto, en las etapas iniciales debería potenciarse el uso de los Bonos Soberanos como principal instrumento financiero para la regulación monetaria, con el propósito de evitar una segmentación de la oferta en períodos en los que la demanda será limitada. No obstante, a partir del monitoreo conjunto entre ambas autoridades pudiera detectarse la necesidad de apelar al uso de títulos emitidos por el

⁵¹ Todo ello con la finalidad última de garantizar un adecuado equilibrio monetario y financiero de la economía en su conjunto, en correspondencia con el Lineamiento 38 que establece: “lograr una mayor coordinación entre los objetivos del plan de la economía nacional y el diseño y alcance de las políticas monetaria y fiscal” (Partido Comunista de Cuba, 2011).

BCC⁵², siempre teniendo en consideración que debe evitarse la coincidencia en los plazos para no diluir la demanda.

Otro de los elementos a conciliar, en el período inicial, se vincula con la estructuración del sistema de tasas de interés de los Bonos con el propósito de generar incentivos para potenciar la demanda; dado que en esta etapa las mismas no se formarán en su totalidad bajo condiciones de mercado. Los mecanismos de señalización deberán constituir un referente fundamental para diseñar los sistemas de tasas de interés.

Se recomienda, además, que desde un inicio se programen encuentros periódicos entre el MFP, el BCC y los participantes del MDP (pudieran ser mensuales y luego, en la medida en que se profundice el mercado, espaciar estas reuniones); con el propósito de establecer un mecanismo de retroalimentación que permita sobre la marcha perfeccionar los procedimientos, contratos, mecanismos de negociación, incentivos, necesidades de demanda de títulos, etc.

3.3.3: Infraestructura

Uno de los puntos más débiles para el desarrollo del MDP en el país es la infraestructura; sin embargo, en las etapas iniciales, dado el bajo volumen de operaciones esperado no será necesario un amplio despliegue de recursos.

Ese período pudiera ser aprovechado para ir creando en paralelo las condiciones para a futuro llevar las transacciones a una plataforma electrónica, que incluya el sistema de registro y se acompañe de una cámara o depósito centralizado de valores que realice las funciones de compensación y liquidación automática. Igualmente debe crearse un programa de capacitación que permita incorporar los conocimientos necesarios sobre el mercado y el uso de la infraestructura.

Por el momento, se requiere perfeccionar el actual sistema de registro electrónico. De esta manera podrán inscribirse todos los títulos, incluidos los que pueda emitir el BCC, que sean objeto de la oferta pública, los modelos genéricos de contratos para la

⁵² En la práctica internacional, los bancos centrales emiten los títulos a plazos inferiores a un año.

compra y venta de los valores, el agente emisor y los operadores autorizados a participar en las transacciones del Mercado (para cada uno de los segmentos).

El Registro permitirá que se construya un archivo con la documentación e información de cada inscripción; así como, los cambios de titularidad de cada Bono, dado que es en este espacio donde se realizan los apuntes contables en las cuentas de deuda pública. Por tal razón, resulta necesario que permanezca actualizado y a disposición de los miembros del mercado; constituyendo un pilar para la seguridad y eficiencia de este espacio.

Luego, debe avanzarse en la formación de un sistema electrónico, que pudiera ubicarse en el BCC hasta tanto existan las condiciones para crear una Bolsa de Valores, que permita desarrollar un Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores (DCCLV). La función principal del sistema será la de recibir en depósito los títulos que sean emitidos, previa inscripción en el Registro, y facilitar así las operaciones de transferencia electrónica de dichos valores entre los agentes del Mercado, de acuerdo a los procedimientos que se establezcan a tales efectos.

En consecuencia, esta unidad procesará y registrará electrónicamente las operaciones de transferencia efectuadas en el MDP, adicionalmente coordinará y suministrará la información necesaria para la liquidación financiera de las operaciones; simplificando el proceso de depósito y facilitando la transferencia de títulos.

Las operaciones se ejecutarán a través del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (SLBTR), para lo cual se utilizarán las cuentas que los bancos mantienen en el Banco Central de Cuba. En la medida en que se vayan incorporando nuevos agentes, los bancos comenzarán a operar mediante dos tipos de cuentas (previamente definidas): una para sus propias transacciones y la otra para operar a cuenta de terceros (los nuevos inversores que no mantienen una cuenta propia en el BCC).

Esta propuesta permite que cuando se realicen las operaciones, de manera automática el BCC pueda acreditar/debitar la cuenta títulos y debitar/acreditar la cuenta corriente de las instituciones que funcionan como contrapartes.

Una de las bondades del DCCLV pudiera ser su papel como intermediario en las transacciones a través de la Cámara de Compensación y Liquidación; es decir, funcionar como garante en las operaciones, realizando el pago a la contraparte que vende, a la espera de la liberación de la liquidez desde la posición compradora. Lo anterior podría devenir en un fuerte incentivo para incluir nuevos participantes e incrementar el número de operaciones, al minimizarse el riesgo de impago. Así, se reducen los incumplimientos de las órdenes de pago, lo que guarda una estrecha relación con la liquidez y estabilidad de todo el mercado.

Cabe apuntar que el Depósito tendrá la autoridad para penalizar los retrasos en los pagos, apoyado en las medidas que queden establecidas en la legislación que ampare su creación. Por ejemplo, en el caso de Uruguay ante moras en los pagos los títulos son retenidos por el banco central en las cuentas del Depósito Centralizado y en función de la cantidad de incumplimientos se incrementan las penalizaciones; esta posibilidad constituye una garantía para los participantes y evita que se produzcan interrupciones en los sistemas de pagos.

Adicionalmente, resulta importante perfeccionar el sistema de pagos en el país para que contribuya a proteger contra los riesgos operativos y reducir los costos de transacción, lo cual constituye un complemento o soporte importante para el Mercado. Este tema no será abordado en esta investigación pues el BCC está desarrollando e implementando una política orientada a este propósito, que incluye una actualización y ampliación de las leyes, normas y procedimientos; así como una modernización de la infraestructura que soporta los sistemas de pagos.

En resumen, las acciones de política propuestas en la investigación para la formación de un MDP en Cuba se sistematizan en el Esquema 9, realizando un ordenamiento en cuanto a los horizontes temporales. Asimismo, debe apuntarse que se considera que las acciones más urgentes deberían centrarse en los elementos vinculados con las condiciones de mercado.

Esquema 9: Resumen de acciones de política propuestas:

	Condiciones de mercado	Entorno institucional	Infraestructura
Corto plazo	<ul style="list-style-type: none"> • Incorporar nuevos agentes diferentes de los bancos • Programa de operadores primarios y creadores de mercado • Incremento en la frecuencia de las colocaciones de los títulos • Simplificación y recomposición de los plazos de los Bonos Soberanos • Creación de mecanismos de señalización • Autorización para utilizar los títulos como colaterales en el MIB 	<ul style="list-style-type: none"> • Acciones para transparentar las finanzas públicas y reformas en política de gestión de deuda pública. • Construcción de indicadores de sostenibilidad • Creación de Ley del MDP y establecimiento de procedimientos básicos. • Definición de cronograma para la colocación de Bonos Soberanos 	
Mediano y largo plazo	<ul style="list-style-type: none"> • Establecimiento de mecanismos competitivos (subastas) para los procesos de compra/venta • Estrategia de alargamiento progresivo de los plazos de vencimiento 	<ul style="list-style-type: none"> • Institucionalización de una instancia gubernamental con capacidad técnica, operativa y autonomía en la toma de decisiones sobre la política macroeconómica • Perfeccionamiento de la Ley de MDP y los procedimientos • Establecimiento de la Superintendencia General de Valores 	<ul style="list-style-type: none"> • Perfeccionar el Sistema de Pagos • Perfeccionar el actual sistema de registro electrónico • Plataforma electrónica • Desarrollar un Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores

Fuente: Elaboración propia

Conclusiones

1. El interés en fomentar un mercado para la deuda pública puede estar sustentado por razones diversas. Generalmente, en el caso del gobierno la motivación parte de reducir, a través de la existencia de un mercado secundario líquido, sus costos de financiación; mientras que, para el banco central los incentivos se asocian con el desarrollo de instrumentos y mercados financieros.
2. Aunque no existe una receta única para desarrollar un Mercado de Deuda Pública, la experiencia demuestra que es necesario encaminar las acciones de política a: (i) el fomento de condiciones de mercado, a partir de la pre-existencia de un MIB y el diseño de instrumentos e incentivos, (ii) el ordenamiento del entorno institucional y (iii) la creación de una base de infraestructura sólida y confiable.
3. En Cuba las consecuencias de la monetización durante los últimos años no generaron directamente presiones inflacionarias, como consecuencia de las características particulares de la economía y en especial, de la segmentación de mercados. Sin embargo, introdujo otras distorsiones, entre ellas: (i) sobre emisión monetaria e inestabilidad en la oferta monetaria, (ii) agravamiento de la situación de inconvertibilidad monetaria, (iii) distorsiones en el sistema de pagos, (iv) dominancia fiscal, (v) financiamiento de los déficits fiscales a tasas de interés subsidiadas, (vi) ablandamiento de las restricciones presupuestarias y (vii) riesgo moral.
4. Las principales potencialidades de un MDP en Cuba son: (i) control de la emisión de circulante; (ii) fortalecimiento de la conducción de la política monetaria; (iii) formación sobre bases más objetivas de la tasa de interés interbancaria y de referencias de tasas de interés a diferentes plazos; (iv) contribución a la creación de una curva de rendimientos; (v) nuevas oportunidades para que las instituciones financieras manejen su liquidez; (vi) opciones alternativas (más flexibles) a los depósitos bancarios para que determinadas empresas y parte de la población rentabilicen sus recursos

líquidos e (vii) incremento de la disciplina y la transparencia de las finanzas públicas.

5. Existen en el país tres condiciones básicas que fundamentan la posibilidad de iniciar un tránsito gradual hacia la creación de un Mercado de Deuda Pública: (i) existencia, aunque incipiente, de un Mercado Interbancario, (ii) una cartera, aún pequeña, de títulos públicos y (iii) presencia de actores, además de los bancos comerciales del sistema, con disponibilidad de liquidez y limitadas opciones para su rentabilización.
6. A pesar de que existen condiciones básicas para iniciar el diseño de un MDP, resulta oportuno indicar los principales obstáculos a enfrentar se encuentran asociados a las condiciones de mercado: (i) limitado número y variedad de tenedores, (ii) tamaño y alcance del Presupuesto, (iii) escasas colocaciones de títulos durante el año fiscal, (iv) amplia diversidad de vencimientos en los títulos emitidos, con una mayor concentración hacia el mediano y largo plazo y (v) estructura de las tasas de interés. Adicionalmente, las restricciones institucionales representan un punto débil para avanzar hacia un MDP.
7. En el corto plazo las acciones más relevantes para que se inicien las operaciones del MDP se vinculan con: (i) la incorporación de nuevos agentes diferentes de los bancos, (ii) el desarrollo de un programa de operadores primarios y creadores de mercado, (iii) la simplificación de los plazos de los Bonos Soberanos, (iv) la creación de mecanismos de señalización, (v) la autorización para utilizar los títulos como colaterales en el MIB y (vi) reformas institucionales en las finanzas públicas y mecanismos de gestión de la deuda. En paralelo debe avanzarse en la creación de una Ley del Mercado de Deuda Pública, con el propósito de sentar las “reglas del juego” y de dotar de un carácter legal e institucional a este espacio y en los elementos básicos de infraestructura para incorporarlos en las etapas siguientes.

Recomendaciones

1. Poner la investigación a disposición de las autoridades correspondientes para que los aspectos esenciales fundamentados en este proyecto sean tomados como referente en el proceso de implementación del Mercado de Deuda Pública en el país.
2. Profundizar el estudio del marco institucional que se debe crear en Cuba para el funcionamiento del Mercado de Deuda Pública y en especial, lo relativo a las regulaciones, incentivos, penalizaciones y supervisión.
3. Realizar acciones de capacitación orientadas a aspectos prácticos del MDP, teniendo en cuenta los importantes aportes y experiencias que han sido trasladadas en encuentros similares vinculados con el MIB.

Bibliografía

1. Amante, A., & al., e. (2007). La búsqueda de liquidez en el mercado doméstico de deuda pública brasileña. Informe trimestral del BPI.
2. Asamblea Nacional del Poder Popular. (20 de enero de 2014). Ley 117 del Presupuesto del Estado. Gaceta Oficial No 5 Extraordinaria. La Habana, Cuba.
3. Banco Central de Cuba (junio de 1998). Resolución No 64/1998 “Sobre el Encaje Legal” (derogada).
4. Banco Central de Cuba (octubre de 1998). Resolución No. 98/1998 “Normas sobre el uso de Certificados de Depósitos a término en pesos convertibles y dólares estadounidenses” (derogada).
5. Banco Central de Cuba (diciembre de 2000). Resolución No 75/2000 (derogada).
6. Banco Central de Cuba (diciembre de 2004). Resolución 92/2004 “Cuenta única de ingresos en divisas del Estado” (derogada).
7. Banco Central de Cuba (junio de 2010). Resolución No 32/2010 “Encaje Legal” (deroga Resolución 64/1998).
8. Banco Central de Cuba (septiembre de 2010). Resolución No. 86/2010 (deroga Resolución 92/2004).
9. Banco Central de Cuba (septiembre de 2010). Resolución No. 87/2010 (deroga Resolución 98/1998).
10. Banco Central de Cuba (noviembre de 2011). Resolución No. 91/2011 “Mercado Interbancario”.
11. Banco Central de Cuba (enero de 2012). Resolución No. 1/2012 (deroga Resolución 75/2000).
12. Banco Central de Cuba (marzo de 2012). Circular No. 2/2012 (sustituye la Circular No. 6/2011).
13. Banco Central de Ecuador (octubre de 2013). Manual operativo del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores. From BCE: http://www.bce.fin.ec/documents/pdf/deposito_centralizado_de_valores/manualOperativo.pdf
14. Banco Central de Ecuador (octubre de 2013). Reglamento interno del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores. From BCE: http://www.bce.fin.ec/documents/pdf/deposito_centralizado_de_valores/reglamentoInterno.pdf
15. Banco Central de Honduras (17 de octubre de 2013). Reglamento de la Depositaria de Valores del Banco Central de Honduras. Honduras.
16. Banco de la República (agosto de 2000). Señoreaje, impuesto inflacionario y utilidades netas del Banco de la República. Recuperado el 10 de noviembre de 2015, de Banco de la República: http://www.banrep.gov.co/docum/Lectura_finanzas/pdf/15_0.pdf

17. Barceló, A. (2011). Una aproximación a la problemática cuasifiscal en Cuba. Tesis de Diploma. La Habana.
18. Bergara, M. (2015). Las instituciones y los procesos económicos. En Bergara, M. & Hidalgo, V., Transformaciones económicas en Cuba: una perspectiva institucional, pp. 15-50.
19. Bergara, M. (2015a). Uruguay: incentivos e instituciones en una década de reformas. En Bergara, M. & Hidalgo, V., Transformaciones económicas en Cuba: una perspectiva institucional, pp. 51-77.
20. Bergara, M., Ponce, J., & Zipitría, L. (2003). Instituciones, ablandamiento de restricciones presupuestales y bancarrota. Borrador. Uruguay.
21. Borio, C. (2004). Market distress and vanishing liquidity: anatomy and policy options. BIS Working Papers, nº 158.
22. Cedrón, A. & Chaviano, N. (n.d.). La evolución de la sostenibilidad presupuestaria en la República de Cuba. From CEPAL: <http://www.cepal.org/ilpes/noticias/paginas/6/13526/AdolfoCedron.pdf>
23. CEPAL. (diciembre de 1992). Estudio económico de América Latina y el Caribe, 1991 Cuba. México D.F.
24. CEPAL. (diciembre de 1993). Estudio económico de América Latina y el Caribe, 1992 Cuba. México D.F.
25. CEPAL. (septiembre 1996). Cuba: evolución económica durante 1995. México D.F.
26. CEPAL. (1997, 2000). La economía cubana. Reformas estructurales y desempeño en los noventas. México, Naciones Unidas/ Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Fondo de Cultura Económica.
27. CEPAL. (mayo de 1997). Cuba: evolución económica durante 1996. México D.F.
28. CEPAL. (julio 2003). Cuba: evolución económica durante 2002 y perspectivas para 2003. México D.F.
29. CEPAL. (2009). Cuba: desempeño durante el 2007 y el primer semestre de 2008. Estudio económico de América Latina y el Caribe. México D.F.
30. CEPAL. (2011). Cuba: evolución económica durante 2010 y perspectivas para 2011. México D.F.
31. CEPAL. (2014). Cuba, rasgos generales de la evolución reciente. Estudio económico de América Latina y el Caribe. México D.F.
32. Consejo de Estado de la República de Cuba (mayo 1997). Decreto Ley No 172 del Banco Central de Cuba.
33. Consejo de Estado. (8 de abril de 1999). Decreto Ley 192 “Ley de la Administración Financiera”. Ciudad de La Habana, Cuba.
34. Cruz, K. (2014). Experiencias institucionales en la utilización de operaciones de mercado. Revista del Banco Central de Cuba No 1, 8-9.

35. Cruz, K. (2016). Utilización de Operaciones de Mercado Abierto en el desarrollo del MIB en Cuba. Ponencia VI Evento Nacional de Eficiencia Bancaria. Banco Central de Cuba, La Habana, Cuba.
36. Delgado, F., & Vargas, J. R. (1991). El déficit cuasifiscal de la banca central en Costa Rica: 1985-1989. Santiago de Chile: CEPAL.
37. Doimeadiós, Y., Hidalgo, V., Licandro, G., & Licandro, J. (2011). Políticas macroeconómicas en economías parcialmente dolarizadas. La experiencia internacional y de Cuba. Montevideo: Zonalibro.
38. Fabozzi, F., Modigliani, F., & Ferri, M. (1996). Mercados e instituciones financieras. Ciudad de México: Prentice-Hall Hispanoamérica.
39. FMI, & BM. (2001). Directrices para la gestión de la deuda pública.
40. García, C., & al., e. (1999). Mercados de liquidez y de deuda pública en Centroamérica. BIS.
41. García, C., & Brenes, J. (1999). El proyecto de anotación en cuenta y de liquidación y compensación de valores de Costa Rica. Recuperado el 2 de abril de 2015, de Ministerio de Hacienda de Costa Rica: <http://www.hacienda.go.cr/centro/datos/Articulo/Apuntes%20para%20la%20liquidaci%C3%B3n%20de%20valores.pdf>
42. García, M. (2001). Cuba: desempeño económico en el período 1995-2000. Revista del Banco Central de Cuba No.2.
43. García, M. (2005). La economía cubana a inicios del siglo XXI: desafíos y oportunidades de la globalización. Serie Estudios y Perspectivas. CEPAL, México D.F.
44. García, M. (2009). Los precios administrados y los precios libres en Cuba. Tesis de Maestría, Universidad de la Habana, Facultad de Economía.
45. González, C. E., & Lage, C. (2015). Institucionalidad y banca en Cuba. Borrador. La Habana, Cuba.
46. Gray, S., & Talbot, N. (2009). Desarrollo de los mercados financieros. México: CEMLA.
47. Heredia, A., Cribeiro, Y & Calzado, Y. (2015). Herramientas analíticas para el monitoreo de la emisión monetaria en Cuba: una mirada crítica. Revista Cubana De Ciencias Económicas-EKOTEMAS- <http://www.anec.cu/ekotemas>. Vol. 1, No. 2, mayo - agosto 2015, pp. 1-11
48. Herring, R., & Chatuscriptak, N. (2000). The case of the Missing Market: The Bond Market and Why it matters for Financial Development. Wharthon Financial Institutions Center.
49. Hidalgo, V. (2015). Políticas macroeconómicas en Cuba: un enfoque institucional. En Bergara, M. & Hidalgo, V., Transformaciones económicas en Cuba: una perspectiva institucional, pp. 79-121.

50. Hidalgo, V., & Barceló, A. (2012). Cuasifiscalidad: un punto en la agenda sobre fiscalidad en Cuba. CONFIN Habana, 1-8.
51. Hidalgo, V., & Barceló, A. (2013). Cuasifiscalidad y entorno institucional: un punto para el debate sobre fiscalidad en Cuba. Revista Economía y Desarrollo, No1, 66-85.
52. Hidalgo, V., & Cribeiro, Y. (2015). Estrategia de crecimiento y equilibrio macroeconómico en Cuba. Economía y Desarrollo, 30-48.
53. Hidalgo, V., & Doimeadiós, Y. (2002). Dualidad Monetaria en Cuba: Causas e implicaciones de Política Económica. Revista Economía y Desarrollo 1, Universidad de la Habana.
54. Hidalgo, V., & Doimeadiós, Y. (2007). Apuntes sobre un marco de consistencia para el equilibrio financiero en la economía cubana. Documento de trabajo, Facultad de Economía. Universidad de la Habana.
55. Hidalgo, V., & Doimeadiós, Y. (2012). Fiscalidad, equilibrio externo e interno en la economía cubana: avances y desafíos. Economía y Desarrollo, 48-77.
56. Hidalgo, V., & Doimeadiós, Y. (2013). Equilibrio macroeconómico y crecimiento en la agenda de transformaciones del modelo económico cubano. En www.bvrie.gub.uy/local/File/JAE/2013/t_doimeadios_yaima_2013.pdf. Recuperado el 6 de mayo de 2015.
57. Hidalgo, V., & Doimeadiós, Y. (2016). Sostenibilidad fiscal. Prioridad en la agenda de transformaciones del modelo económico cubano. Investigación Económica, vol. LXXV, núm. 298, octubre-diciembre, pp. 155-184.
58. Hidalgo, V., & León, J. (2014). Marco de consistencia para el análisis y evaluación del desempeño macroeconómico en Cuba. Revista Economía y Desarrollo, Facultad de Economía, Universidad de La Habana, Cuba.
59. Hidalgo, V., & Pérez, C. (2010). Estabilidad y política monetaria en la economía cubana. Revista del Banco Central de Cuba, 10-21.
60. Jeanneau, S., & Pérez, C. (2005). Reducción de la vulnerabilidad financiera: el desarrollo del mercado interno de bonos gubernamentales en México. Informe Trimestral del BPI.
61. Karacadag, & al. (2003, junio). Managing Risks in Financial Market Development: The Role of Sequencing. IMF Working Paper. Recuperado el 12 de diciembre de 2014.
62. Lage, C. (2011). Principios para la medición de la emisión primaria en Cuba. Tesis de Maestría, Universidad de la Habana, Facultad de Economía.
63. Lage, C. (2016). Tesis en opción al grado de Doctor. Universidad de La Habana, Cuba.
64. Lage, C., & García, C. (2014). ¿Es bueno monetizar el déficit fiscal en Cuba? Revista del Banco Central de Cuba, Edición Especial. La Habana.

65. Lazen, V., (2005). El mercado secundario de deuda en Chile. Documento de Trabajo N° 5, Superintendencia de Valores y Seguros, Santiago de Chile.
66. León, M. (marzo de 2012). Algunas consideraciones sobre la monetización del déficit fiscal en Cuba desde una perspectiva institucional. Tesina, Diplomado de Administración Pública, Segunda Edición, CNSB. La Habana, Cuba.
67. Mesa-Lago, C. (2005). Social and economic problems in Cuba during the crisis and subsequent recovery. Revista de CEPAL, 177-199.
68. Ministerio de Hacienda. (2003). Aprueban el Documento de Trabajo “Estrategia de colocaciones y de operaciones de manejo de deuda pública”. El Peruano.
69. Ministerio de Hacienda. (2010). Estrategia para la implementación de un mercado de valores de deuda pública en la República Dominicana. Santo Domingo.
70. Mishkin, F. (2008). Moneda, banca y mercados financieros. México: Pearson.
71. ONEI. (varias ediciones). Anuario Estadístico de Cuba. La Habana, Cuba.
72. Palacios, J. (2013, agosto). Determinantes y restricciones estructurales del crecimiento económico en Cuba. Revista de CEPAL, 7-29.
73. Partido Comunista de Cuba. (18 de abril de 2011). Lineamientos de la Política Económica y Social del Partido y la Revolución. La Habana, Cuba.
74. Pattanayak, S. & Fainboim, I. (2011, agosto). La Cuenta Única de Tesorería: Una herramienta esencial para la gestión de tesorería del gobierno. Notas técnicas y manuales. Departamento de Finanzas Públicas. Fondo monetario Internacional.
75. Pedraza, L. (2013, diciembre). Intervención de Lina Pedraza durante la presentación de la Ley de Presupuesto para el año 2014. Granma, pág. 6 y 7.
76. Pellicer, M. (1992). Los mercados financieros organizados en España. Banco de España. Madrid: Banco de España.
77. Pérez, C. & Lage, C (2011). “Medición y control de la emisión primaria en Cuba”, Revista del Banco Central de Cuba No.1.
78. Pérez, C. & Lage, C (2012). “¿Por qué un mercado interbancario en Cuba?”, Revista del Banco Central de Cuba No.2.
79. Pérez, C. (2011). Metodología para la planificación y gestión de la política monetaria en el segmento de la población de la economía cubana. Tesis de Doctorado. Facultad de Economía Universidad de La Habana.
80. Pérez, C., Hernández, E. & Hidalgo, V. (2003). Mecanismos de transmisión de la política monetaria. Revista Economía y Desarrollo, Facultad de Economía, Universidad de La Habana, Cuba.
81. Pérez, O. & Torres, L. (2013). Cuba: la ruta necesaria del cambio económico. Editorial de Ciencias Sociales, La Habana, Cuba.

82. Pessoa, M. & Williams, M. (2012, noviembre). Gestión de caja gubernamental: Relación entre el tesoro y el banco central. Notas técnicas y manuales. Departamento de Finanzas Públicas. Fondo monetario Internacional.
83. Reinhart, C., & al, e. (junio de 2011). Represión financiera. Recuperado el 10 de noviembre de 2015, de Fondo Monetario Internacional: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2011/06/pdf/Reinhart.pdf>
84. Rodrigo, L. (2010). Del corto plazo al largo plazo: un esquema para la gestión de la deuda pública. Documento de Trabajo BCB-GOM/OL/05/2010, Banco Central de Bolivia.
85. Rodríguez, E., & Álvarez, O. (diciembre de 2013). Un análisis de sostenibilidad fiscal para la economía cubana. La Habana, Cuba: Fórum Científico Estudiantil, Universidad de La Habana.
86. Roselló, D. (2013). Mercado Interbancario en Cuba. Tesis de Diploma. La Habana, Cuba.
87. Sáez, F. (1992). El funcionamiento del mercado de deuda pública anotada en España. Madrid: Banco de España.
88. Turner, P. (2002). Bond markets in emerging market economies: an overview of policy issues. BIS papers No.11.
89. Vidal, P. (2006). "Estabilidad, Desdolarización y Política Monetaria en Cuba", capítulo del libro Reflexiones sobre Economía Cubana. La Habana.
90. Vidal, P. (2010). La estabilidad monetaria en Cuba: una síntesis. Revista Temas.
91. Vidal, P. (n.d.). Estabilidad y Política Monetaria en Cuba. Recuperado el 15 de septiembre de 2015, de Stone Center: http://stonecenter.tulane.edu/uploads/Pavel_Vidal_updated-1318949483.pdf
92. Vindas, K., & Jiménez, E. (mayo de 1996). Mercados, activos e innovaciones financieras. San José: Banco Central de Costa Rica.

Anexos

Anexo 1: Clasificaciones de los Mercados de Deuda Pública.

Criterios	Clasificación	
Forma de funcionamiento	<i>Directos</i> : el intercambio se realiza directamente entre demandantes y oferentes	<i>De intermediarios</i>
Grado de intervención de las autoridades monetarias	<i>Libres</i> : la formación de precios se determina por las fuerzas del propio mercado	<i>Regulados</i> ⁵³ : las autoridades influyen en la formación de los precios
Nivel de formalización de su operatoria	<i>Organizados</i> : existe un conjunto de normas y reglamentos que rige su funcionamiento	<i>No organizados</i> ⁵⁴ : las transacciones dependen de acuerdos e/ las partes
Volumen de operaciones	<i>Mayoristas</i> ⁵⁵	<i>Minoristas</i>
Perspectiva ⁵⁶ geográfica	<i>Domésticos</i> : la moneda en que están denominados los valores y la residencia de los participantes es nacional	<i>Internacionales</i>

Fuente: Elaboración propia

⁵³ También conocidos como mercados intervenidos o administrados. Las formas de intervención son múltiples, pudiendo citarse como ejemplos: la fijación de límites mínimos o máximos para las tasas de interés o los precios y la existencia de un coeficiente obligatorio de inversión.

⁵⁴ Estos se conocen como mercados “*over the counter*” (OTC).

⁵⁵ A diferencia de los mercados de productos físicos que comúnmente inician sus operaciones con base al segmento minorista, los mercados de títulos públicos, sobre todo en su etapa de formación, son mercados mayoristas dominados por bancos, otras instituciones financieras y empresas.

⁵⁶ Existen casos intermedios conocidos como mercados regionales, como el centroamericano que incluye además de los cinco países del área a República Dominicana y Panamá. Por lo general, estas asociaciones regionales se establecen cuando los mercados nacionales son muy pequeños para desarrollar individualmente y con eficiencia los MDP. En consecuencia, su constitución tiene como propósito operar con una amplia gama de valores en condiciones de mayor competencia y liquidez (García & al., 1999).

Anexo 2: Tipos de subastas.

Mc Afee & Mc Millan (1987) definen una subasta como una institución de mercado que cuenta con un conjunto explícito de reglas que determinan la asignación de recursos y los precios basándose en las posturas presentadas por los participantes⁵⁷.

En otras palabras, las subastas, son procedimientos por los cuales un vendedor presenta uno o varios productos (físicos o no) para su venta; y al mismo tiempo, permite a los compradores la oportunidad de efectuar ofertas (posturas). Por lo general suelen constituir juegos a dos bandas, en los que comprador y vendedor son agentes activos y tienen capacidad para realizar ofertas y definir estrategias.

Existen diversos criterios para clasificar las subastas, entre los más reconocidos se encuentran:

1. Por cómo se presenta la oferta:

Características	Sobre cerrado	Interactiva
Divulgación ofertas	Los que licitan no ven el resto de las ofertas hasta la apertura de sobres	Cada oferta se divulga al mercado sin esperar la apertura de sobres (monto y precio) pero no se identifica al que licita
Apertura de sobres / modificación de ofertas	En el horario límite/Las ofertas no pueden ser modificadas	Existe un horario límite pero el BC puede tomar ofertas en cualquier momento/Las ofertas pueden ser modificadas <i>on line</i>
Impacto/Utilidad	Evita comportamiento en manada/Es útil para retirar un monto	Pueden darse comportamiento en manada/Es útil para instrumentos de CP cuando el objetivo es marcar un precio más que retirar un monto

⁵⁷ Citado por (Durá, 2003)

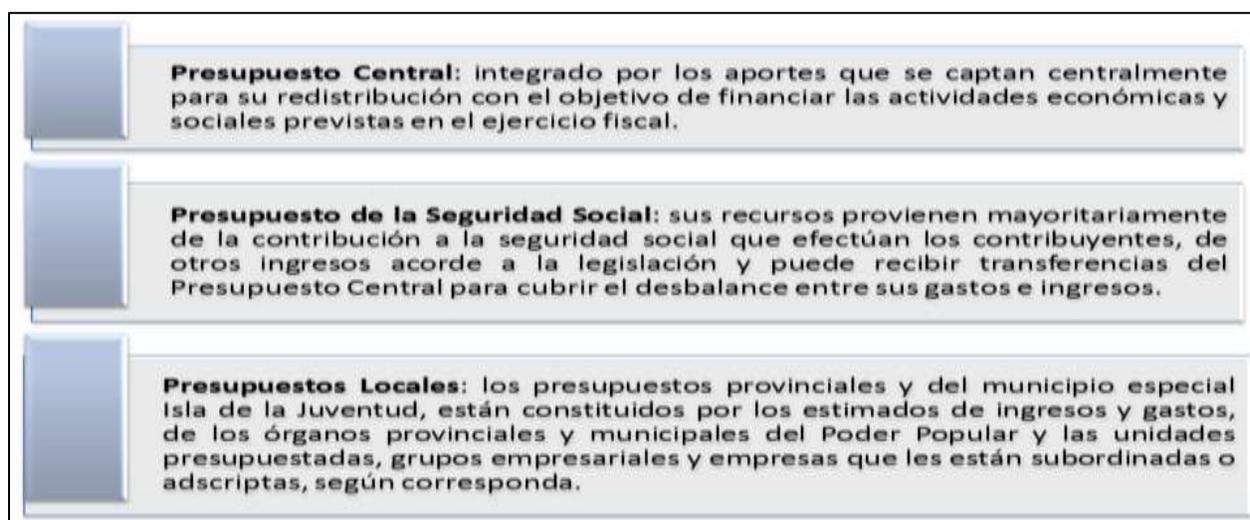
Características	Competitivo	No Competitivo
Ofertas	El que licita suscribe posturas de monto y precio	El que licita suscribe posturas de monto únicamente, no debe especificar precio
Monto licitado	Las ofertas son sobre un monto licitado que el BC puede duplicar en función de las mismas.	Este tramo es de un monto "igual al menor" entre el 20% de lo licitado y el 20% de lo adjudicado
Precio al que se aceptan las ofertas	Precio de corte. El BC agrega las ofertas recibidas y en base al criterio de adjudicación resuelve que ofertas aceptar y el precio (precio competitivo)	Precio competitivo

2. Por cómo se adjudican los títulos:

- a. Precio discriminatorio: una vez aceptado el precio de corte que satisface el monto subastado, cada participante incluido en la adjudicación paga el precio que propone en su puja. Este tipo de solución se conoce como la maldición del ganador, pues ganar puede ser una mala noticia para el participante, ya que implica que ha sobrevalorado el título respecto a sus rivales. Los participantes de la subasta tienen en cuenta la maldición del ganador, de forma que su estrategia óptima es realizar una puja por debajo del valor que asignan al título.
- b. Precio único o uniforme: en estas las adjudicaciones se realizan a un precio similar para todos los agentes. En este sentido, existen diversas variantes para determinar el precio de adjudicación, entre ellas: el promedio de los precios aceptados o el segundo mejor precio de la subasta. La subasta de precio uniforme suaviza la maldición del ganador, observándose pujas con un sesgo menor y, por tanto, exhibiéndose precios de subasta mayores que en las de precio discriminatorio.

Anexo 3: Estructura del Presupuesto del Estado en Cuba

El Presupuesto del Estado aprobado en la Asamblea Nacional del Poder Popular está organizado en tres niveles de balances, en función del tipo de actividad que se financia, los cuales se resumen en el siguiente esquema:



Fuente: Elaboración propia

Anexo 4: Estructura y contenido de los Memorando de Emisión y Colocación de Bonos Soberanos de la República de Cuba.

Los Memorandos son elaborados por el Ministerio de Finanzas y Precios, en calidad de emisor de los títulos y en representación del Estado cubano y el Banco de Inversiones S.A., como agente de colocación.

En un inicio se presenta una tabla resumen con los Bonos Soberanos por valor total en CUP, divididos por series y con el vencimiento final de la Emisión; seguido de una descripción general de la Emisión, las responsabilidades de las partes involucradas, algunas aclaraciones sobre las fuentes de información empleadas, etcétera.

En lo adelante el documento mantiene la siguiente estructura:

- Información General: incluye los temas relacionados con la autorización, los litigios, las cuentas, los documentos, la información post-emisión, los intereses de personas naturales y legales involucradas en la Emisión, las calificaciones, el agente de estructuración, registro y pago, y los factores de riesgo.
- Marco jurídico regulatorio del Emisor y la Emisión: se citan los Decretos, Leyes, Resoluciones y otras disposiciones legales que amparan la colocación.
- Condiciones de los Bonos Soberanos: reseña los elementos vinculados con: la forma y denominación, los traspasos, la entrega de nuevos certificados, las formalidades libres de gastos, el status, los compromisos, la tasa de interés y fechas de pago de intereses, la acumulación de intereses, el cálculo del interés fraccional, los pagos con respecto a los bonos soberanos, los pagos sujetos a leyes aplicables, los pagos parciales, el agente de registro y agente de pago, la amortización y compra, las cancelaciones, los impuestos, los casos de incumplimiento, la sustitución de certificados, los avisos, las reuniones de los tenedores de bonos soberanos, la legislación aplicable, los derechos de terceros, la propiedad de los bonos soberanos y las notificaciones.
- Uso de los Fondos: se explica brevemente para qué serán utilizados los fondos que se obtengan de la colocación de estos títulos.

- Descripción del Emisor: se detalla la información relacionada con el Ministerio de Finanzas y Precios y algunos elementos sobre el Presupuesto del Estado.
- Descripción del Estructurador: se explican las características y funciones generales del Banco de Inversiones S.A.
- La Economía Cubana: se realiza una descripción de los aspectos más relevantes de la economía cubana en la etapa revolucionaria, enfatizándose en la historia económica reciente. En este sentido se abordan las temáticas relacionadas con el producto, la inflación, la balanza de pagos, análisis sectoriales y el sistema monetario y financiero. Todo este resumen se acompaña de tablas estadísticas que complementan la información ofrecida.
- Información Financiera del Emisor (Liquidación Anual del Presupuesto del Estado): se presenta una tabla resumen del Presupuesto del Estado, seguido de un análisis de las estadísticas incluidas.
- Anexos:
 1. Proforma de la Planilla de Adhesión
 2. Proforma del Certificado de Bonos Soberanos
 3. Proforma de la Solicitud de Traspaso

Anexo 5: Estructura Ley del Mercado de Deuda Pública

Como consecuencia del desarrollo de los mercados financieros en la mayoría de los países se elabora una Ley para el Mercado de Valores, donde además de las transacciones con títulos públicos, se regulan las operaciones con una amplia variedad de títulos valores. No obstante, el estudio de varias de ellas (por ejemplo: República Dominicana, Honduras, Uruguay, Chile y España) permite realizar un esbozo de los elementos más relevantes a incluir en un proyecto de Ley para el Mercado de Deuda Pública en Cuba.

- Disposiciones generales: introduce el objeto y ámbito aplicación de la Ley, las características generales de la oferta de deuda pública, otras disposiciones. Adicionalmente, puede incluir una serie de definiciones o glosario.
- Mercado Primario de Deuda Pública: disposiciones generales, objeto y requisitos de oferta pública, requisitos de la autorización, formas de colocación.
- Mercado Secundario de Deuda Pública: disposiciones generales, organización, compraventas y reportos, requisitos de las transacciones e información pública.
- Participantes en el Mercado de Deuda Pública: agentes autorizados, intermediarios, cámara de compensación, depósito centralizado de valores.
- Compensación, liquidación y custodia de valores: inscripción, reglamentación de los registros, registro contable de valores, anotaciones en registro, transmisión de valores, titularidad, trámite de la liquidación, custodia de los valores.
- Superintendencia del mercado: creación, objeto, funciones y estructura interna.
- Infracciones y sanciones: responsabilidades, obligación de informar, intercambio de información, infracciones, las sanciones administrativas, las sanciones penales y civiles.

- Disposiciones transitorias: se pueden agregar además otras disposiciones de carácter temporal, que pudieran solo estar vigentes para las etapas iniciales o de formación del Mercado.
- Disposiciones finales.