



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
FACULTAD DE CONTADURÍA Y ADMINISTRACIÓN
DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO
MAESTRÍA EN FINANZAS

20067
2
25

**El Mercado Monetario, una opción de
financiamiento e inversión para las
instituciones cubanas**

TESIS
QUE PARA OBTENER
EL GRADO DE:
MAESTRO EN FINANZAS
PRESENTA:
LF. NELSON GARAYBURU DE LA FUENTE

Asesor:
MA. ALEJANDRO FERNÁNDEZ DE COSSIO

México, D.F., 30 de enero de 1999

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

1999



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

*A mis padres Amalia y Nelson.
por educarme en el espíritu de la superación.
por su confianza y apoyo.*

Índice General

	Pág.
Glosario	IV
Introducción	XV
Marco Teórico	XVIII
Metodología empleada	XXIX
Capítulo I: "Las reformas económicas en Cuba a partir de 1990".	1
I.1. Generalidades.	2
I.2. La inversión extranjera en Cuba.	14
I.3. La reforma tributaria.	19
I.4. La doble circulación monetaria.	26
I.5. Reestructuración del sistema bancario nacional.	32
I.6. Conclusión Capitular.	47
Capítulo II: "Panorama general de los elementos que integran los sistemas financieros".	51
II.1. Generalidades.	52
II.2. Las instituciones financieras.	56
II.2.1. El sistema bancario.	57
II.2.2. El sistema bursátil.	59
II.2.3. Otros intermediarios financieros.	62
II.2.4. Los órganos de regulación y vigilancia de las instituciones financieras.	64
II.3. Los activos financieros.	66
II.3.1. Características fundamentales de los activos financieros (liquidez, riesgo y rendimiento).	67
II.4. Los mercados financieros.	70
II.4.1. Principales criterios de clasificación de los mercados financieros.	72
II.5. Conclusión Capitular.	76
Capítulo III: El Mercado Monetario	80
III.1 Generalidades	81
III.2. Participantes en los mercados monetarios	87
III.2.1 El Ministerio de Finanzas	88
III.2.2 El Banco Central	88
III.2.3 Las empresas no financieras	92
III.2.4 Los bancos comerciales	93
III.2.5 Los bancos de inversión	95
III.2.6 Las sociedades de inversión	96
III.2.7 Las personas físicas	96
III.2.8 Las características de los inversionistas del mercado monetario	97
III.3 Principales instrumentos del mercado monetario	98
III.3.1 Instrumentos gubernamentales	100
III.3.2 Instrumentos bancarios	103
III.3.3 Instrumentos empresariales	106
III.4 Las operaciones del mercado monetario	106
III.4.1 Algunos elementos básicos de matemáticas financieras	106

III.4.2	Determinación del precio de los instrumentos que cotizan a descuento. Relaciones fundamentales entre las variables que intervienen en el precio	113
III.4.3	La venta de los instrumentos antes de su vencimiento	117
III.4.4	El fondeo de las posiciones de riesgo de las instituciones financieras mediante los acuerdos de recompra	121
III.5	Conclusión Capitular	126
Capítulo IV: Propuesta para el establecimiento de un mercado monetario en Cuba		129
IV.1	Generalidades	130
IV.2	El funcionamiento del mercado monetario cubano	134
IV.3	La participación de las empresas cubanas	141
IV.3.1	La empresa como inversionista	145
IV.3.2	La empresa como emisor de títulos	148
IV.4	El registro de las operaciones	152
IV.5	Conclusión Capitular	164
Conclusión GLOBAL		166
Anexos		168
Bibliografía		188

Glosario

A

acción: Certificado de propiedad parcial de una sociedad que da derecho al tenedor a una parte de las utilidades de la sociedad.

acervo de capital: El valor corriente de mercado de la planta, el equipo, los inventarios y los activos intangibles de una empresa.

acreditante de última instancia: Facultad del Banco Central para proporcionar fondos a los bancos con problemas que no pueden encontrar otras fuentes de financiamiento.

activo crediticio: Todo derecho que sobre el cliente tiene la institución financiera por cualquier tipo de financiamiento a éste concedido.

activo fijo: Es una forma genérica de nombrar a los inmuebles, maquinarias y equipos de las entidades. Son bienes tangibles que tienen por objeto a) el uso o usufructo de los mismos en beneficio de la entidad, b) la producción de artículos para su venta o para el uso de la propia entidad y c) la prestación de servicios a la entidad, su clientela o al público en general.

activo financiero: Documentos emitidos por entidades que requieren recursos financieros (emisoras) para formalizar los financiamientos que reciben. También se conocen con los nombres genéricos de valores, títulos o instrumentos financieros. Constituye un medio de mantener riqueza para quienes lo posean y un pasivo para quienes lo generan.

activos reales: Bienes físicos que forman la riqueza material.

ad valórem: (locución latina) con arreglo al valor.

ahorro: Lo que resta después del consumo. La actividad de no consumir.

almacenes generales de depósito: Tienen por objeto el almacenamiento, guarda y conservación de bienes o mercancías y la expedición de certificados de depósito y bonos de prenda.

arbitraje: Compra y venta simultánea o casi simultánea, de un mismo valor, moneda, metal, producto o cualquier bien en general en dos distintos mercados a precios diferentes con el objetivo de obtener una utilidad aprovechando el diferencial en los precios.

arrendadoras financieras: Son sociedades que se obligan mediante contrato a adquirir determinados bienes para conceder su uso o goce temporal, a plazo forzoso a una persona física o moral, obligándose ésta a realizar pagos parciales que cubran el costo de adquisición de los bienes, gastos financieros y otros gastos.

asociación económica internacional: Unión de uno o más inversionistas extranjeros dentro del territorio nacional para la producción de bienes, la prestación de servicios, o ambos, con finalidad lucrativa en sus dos modalidades, que comprende las empresas mixtas y los contratos de asociación económica internacional.

B

balanza comercial: Las exportaciones de mercancías de un país menos sus importaciones de mercancías. También llamada saldo del comercio exterior o de la cuenta comercial.

banca universal: Bancos que prestan diferentes servicios financieros aparte de la actividad bancaria tradicional, como operaciones de factoraje y arrendamiento financiero, entre otros. En México las instituciones que prestan estos servicios financieros especializados se agrupan en Grupos Financieros.

bancos corresponsales extranjeros: Bancos con los que se firman acuerdos de corresponsalia, sobre la base de seguridad y confianza mutua, para poder intercambiar operaciones. Los acuerdos establecen, entre otros aspectos, el tipo de operaciones que se intercambiarán, los costos, las formas de comprobación y las formas de pago.

bienes de capital: Bienes que se usan para producir otros bienes o servicios a lo largo del tiempo.

bienes de consumo: Bienes que se agotan con bastante rapidez, como la comida y la ropa.

bienes intermedios: Bienes que son producidos por una empresa para que otra los use en un procesamiento ulterior.

bienes primarios: Bienes que son producidos por el sector primario de la economía (agricultura, ganadería, silvicultura, caza y pesca).

bolsa de valores: Organización para la compra y venta de valores que normalmente reúne los requisitos de un mercado organizado: lugar físico, intermediarios, autoridades y reglas de inscripción, operación e información.

bonos: Instrumentos de deuda a largo plazo (obligaciones) emitidos por empresas y gobiernos, los cuales ofrecen determinado retorno de interés más la devolución al vencimiento del valor nominal.

brecha fiscal: ver déficit fiscal.

C

CAME (Consejo de Ayuda Mutua Económica): Organismo internacional de integración económica formado por los países socialistas europeos (excepto Yugoslavia), Mongolia, Vietnam y Cuba. Se desintegró a inicios de los años noventa como resultado de la desaparición del bloque socialista en Europa Oriental.

carta de crédito colateralizada: Es un convenio por medio del cual un banco (emisor), obrando por solicitud y de conformidad con las instrucciones de un cliente autoriza a otro banco para que efectúe un pago a un tercero contra la entrega de los documentos exigidos en el convenio y previo el depósito del importe correspondiente por parte del banco emisor.

casa de bolsa: Intermediario institucional en una bolsa de valores.

Cfr: Abreviatura de la palabra latina *confer*, que significa comparece. Se utiliza para indicar una obra que se ha de consultar

Club de París: Comité integrado por los principales bancos acreedores de los países subdesarrollados, con el cual los países deudores deben negociar los aspectos relacionados con su deuda oficial.

cobro documentario: Acuerdo entre importador y exportador para utilizar uno o varios bancos como intermediarios para el cobro y pago de la operación, enviándose los documentos comerciales y financieros a través de estos bancos.

coeficiente de liquidez: Relación entre la masa de dinero en circulación y el Producto Interno Bruto.

colocación primaria: Operación mediante la cual una emisora otorga títulos a cambio de fondos que recibe, ya sea en calidad de préstamo o aportaciones de capital. También se conoce como venta de mercado primario.

consumo intermedio: Son las adquisiciones de bienes no duraderos y de servicios requeridos para la producción de mercancías y/o servicios. En las empresas y organismos, contiene la elaboración de productos que son autoconsumidos por los mismos, durante el proceso de producción.

contrato de asociación económica Internacional: Pacto o acuerdo entre uno o más inversionistas nacionales y uno o más inversionistas extranjeros, para realizar conjuntamente actos propios de una asociación económica internacional, aunque sin constituir persona moral distinta a las partes.

control de cambios: Control de las autoridades monetarias sobre la importación y exportación de divisas, con el fin de asegurar reservas suficientes de divisas para atender a los pagos corrientes al extranjero, conforme un orden de prioridades. Esta medida tiene dos elementos fundamentales: 1) la prohibición o la restricción de la exportación de capital, es decir la necesidad de obtener una autorización previa para comprar divisas y 2) la obligación de ceder al Estado las divisas extranjeras provenientes de transacciones comerciales o financieras con el extranjero.

corretaje de valores: Actividad de compra y venta de valores por cuenta de un tercero.

costo de oportunidad: Lo que se sacrifica o se abandona, cuando se toma una decisión o se hace una selección.

crédito sindicado: Cuando un conjunto de bancos se asocian para otorgar un préstamo a un prestatario.

crac bancario: Quiebra, bancarrota del sistema bancario.

cuasidinero: Sustitutos próximos del dinero para transacciones, como las cuentas de depósitos a la vista (cuentas de ahorro y de cheques).

cuota azucarera: Límite de volumen de azúcar que cada año compraba Estados Unidos a Cuba a precios preferenciales.

D

déficit fiscal: Cuando los gastos del presupuesto son superiores a sus ingresos. También llamado **brecha fiscal**.

depósito de valor: Un activo que se puede usar para transportar el poder adquisitivo de un período a otro.

depósitos a la vista: Aquellos fondos depositados en un banco, en moneda nacional o divisas pagaderos a requerimiento del depositante.

depósitos a plazo: Aquellos fondos depositados en un banco, en moneda nacional o divisas cuyo vencimiento a un plazo determinado, se acuerda por las partes.

descuento: Sustracción de un préstamo, en el momento en que se otorga, el monto de los intereses que le corresponden cuando el préstamo tiene que ser devuelto.

deuda oficial: Deuda del Gobierno de un país con otros gobiernos. Puede ser bilateral o multilateral. La **deuda oficial** bilateral incluye los préstamos intergubernamentales, los créditos de ayuda al desarrollo y los créditos a la exportación con seguro de gobierno.

deuda pública: Deuda del gobierno.

divisa: Créditos expresados en monedas extranjeras y pagaderos en el extranjero, que pueden consistir en haberes en bancos extranjeros, o en letras de cambio o cheques y pagaderos en el extranjero.

E

economía capitalista: Una economía donde la mayor parte del capital y de la inversión es propiedad privada. En este tipo de economía el principal regulador es el mercado mediante la interacción de la oferta y la demanda.

economía de escala: Cuando un incremento de la escala de producción conduce a costos promedio más bajos por unidad producida.

economía real: Se refiere a la creación de riqueza por las **entidades** económicas, es decir la producción y comercialización de bienes y servicios.

economía socialista: Una economía donde la mayor parte del capital es propiedad del gobierno y no de los ciudadanos particulares. Este tipo de economía se caracteriza generalmente por el carácter centralizado de la planeación.

embargo comercial: Prohibición de realizar actividades comerciales con un país, generalmente como represalia por acciones que el país que decreta el embargo considera afectan sus intereses.

emisión monetaria: Aumento de la cantidad de dinero en circulación.

emisor de valores: Entidades que requieren financiamiento y acuden al **mercado de valores** para obtenerlo.

empresa: Organización que convierta recursos (insumos) en productos: Es la unidad primaria en la economía.

empresa mixta: Compañía mercantil cubana que adopta la forma de sociedad anónima por acciones nominativas, en las que participan como accionistas uno o más accionistas nacionales y uno o más accionistas extranjeros.

empresas de factoraje financiero: Son empresas que celebran contratos con personas morales o físicas que realizan actividades empresariales, las primeras adquiriendo de la segunda derechos de crédito relacionados a proveeduría de bienes, de servicios o de ambos, con recursos provenientes de operaciones pasivas como préstamos y créditos bancarios, de seguros y afianzadoras del país o de entidades financieras del exterior.

entidad: Unidad identificable que realiza actividades económicas, constituida por combinaciones de recursos humanos, recursos naturales y capital, coordinados por una autoridad que toma decisiones encaminadas a la consecución de los fines para los que fue creada. Las entidades pueden ser públicas, mixtas o privadas.

entidad empleadora: Organización cubana con personalidad jurídica, facultada para otorgar con una empresa mixta o de capital totalmente extranjero, un contrato mediante el cual le facilitará a su solicitud, los trabajadores de distintas calificaciones que necesite, quienes mantendrán su vínculo laboral con dicha organización.

especulación: Proceso de compra de instrumentos de inversión cuyo valor futuro y nivel de ganancias esperados son inciertos..

F

factoraje financiero: Venta de cuentas por cobrar a una institución financiera conocida como el "factor". Es un método de financiamiento.

fideicomiso: Arreglo en el cual los accionistas de empresas independientes acceden a ceder el control de sus acciones a cambio de certificados de fideicomiso que les dan el derecho a compartir las utilidades comunes.

G

ganancia de capital: Diferencia entre el precio de compra y el precio de venta de un título; en el caso de que el precio de compra sea mayor al precio de venta se obtendrá una pérdida de capital.

globalización: Proceso de integración de mercados nacionales asociado con la innovación y desregulación de la época de la posguerra, manifestada por un aumento en los flujos de capital transfronterizos y que se refleja en el aumento de la interacción internacional y entre sí de ideas, información, capital, bienes y servicios y personas.

Gran depresión: Período de grave contracción económica y gran desempleo en los Estados Unidos que inició en 1929 y prosiguió durante toda la década de 1930.

grupo financiero: Conjunto de entidades financieras integradas por una sociedad controladora y que puede agrupar además bancos, empresas de factoraje financiero, empresas de arrendamiento financiero, casas de cambio, entre otras.

I

impuesto de circulación: Impuesto que en Cuba se determina en la esfera de circulación mayorista y que grava fuertemente bienes no esenciales como el tabaco y las bebidas alcohólicas.

inflación: Aumento del nivel general de precios.

ingeniería financiera: Es la parte de la gestión financiera que trata de la combinación de instrumentos de inversión y financiamiento, en la forma más adecuada para conseguir un objetivo preestablecido.

ingreso: Es la suma de todos los salarios, sueldos, utilidades y rentas de los miembros de la sociedad en un período dado.

institución financiera: Toda entidad jurídica constituida con arreglo a las leyes cubanas o extranjeras, cuyo objeto social sea realizar actividades de intermediación financiera. Organismos que canalizan el ahorro de personas, empresas y gobierno a préstamos o inversiones.

institución financiera no bancaria: Toda entidad jurídica constituida con arreglo a las leyes cubanas o extranjeras que cuente con corredores o agentes de negocios en dinero, que realicen actividades de intermediación financiera (con excepción de la captación de depósitos, actividad reservada a los bancos).

instrumento financiero: Ver activos financieros

intermediario financiero: Bancos y otras instituciones que actúan como vínculo entre quienes tienen dinero para prestar y quienes quieren pedir dinero prestado

inversión: Aportación de recursos para obtener un beneficio futuro

Inversión en títulos o valores: Operación mediante la cual una entidad adquiere títulos a cambio de los fondos que otorga.

inversión extranjera directa: Son aquellas inversiones en las que el inversionista extranjero participa de forma efectiva en la gestión de una empresa mixta o de capital totalmente extranjero y las que constituyen aportaciones suyas en contratos de asociación económica internacional.

inversión extranjera indirecta: Inversiones en acciones, o en otros títulos y valores, públicos o privados, que no tienen la condición de inversiones directas.

inversión financiera: Aportación de recursos líquidos para obtener un beneficio futuro.

inversionista en valores: Entidades superavitarias en ahorro que invierten ese superávit en inversiones financieras.

J

joint ventures: Acuerdos mediante los cuales los exportadores comparten los riesgos de la producción y venta de la **empresa** importadora participando en el capital de ésta, ya sea mediante el suministro del "know-how", equipos de producción o inyectando capital. El capital aportado se recupera por medio de una participación en las utilidades o las ventas.

L

letra de cambio: Es una orden incondicional por escrito, dirigida por una persona (girador) a otra persona (girado), firmada por el girador y requiriendo al girado a pagar a la vista o a un tiempo fijo o futuro determinable, una suma definida de dinero o a la orden de, o a una persona especificada o al portador (beneficiario).

Ley Helms-Burton: Ley de carácter extraterritorial aprobada por el congreso de los Estados Unidos y ratificada por el presidente de ese país a principios de 1996, la cual busca recrudecer el **embargo comercial** impuesto por ese país a Cuba, mediante la adopción de sanciones y otras medidas coercitivas contra aquellos países, **empresas** o personas que comercien con Cuba.

liquidez: Con relación a **mercados**, la facilidad de comprar o vender una **inversión financiera**. En el caso de la venta implica su realización sin sufrir pérdidas.

liquidez monetaria: Cantidad de dinero disponible por la población cubana para realizar transacciones. Se calcula como el efectivo en circulación más el **ahorro** ordinario.

M

medios de producción: Expresión marxista utilizada en los países socialistas para definir tierra y capital.

mercado: Institución donde compradores y vendedores interactúan y se dedican al intercambio. También se utiliza para definir una plaza o país de especial importancia en un orden comercial.

mercado de capitales: **Mercado de valores** donde se comercian valores de largo plazo.

mercado de valores: **Mercado** organizado para la compra y venta de valores.

mercado financiero: Mecanismo o lugar a través del cual se produce un intercambio de activos financieros y se determinan sus precios.

mercado libre campesino: Se establecieron en Cuba a inicios de la década de los años ochenta con el fin de que los productores agropecuarios privados vendieran parte de su cosecha a la población a precios establecidos según la oferta y la demanda.

mercado monetario: **Mercado de valores** en que se comercian valores de corto plazo y fácil realización.

mercado negro: Trato clandestino de artículos o **divisas** cuya venta pública prohíbe la ley.

mercados emergentes: Mercado de capitales de un país en vías de desarrollo en el cual se pueden realizar inversiones financieras.

modelo: Enunciado formal de una teoría. Por regla general un enunciado matemático de la relación entre dos o más variables.

moneda libremente convertible: Cuando los medios de pago expresados en esa moneda pueden ser libremente convertidos por el poseedor en cualquier otra moneda.

monetización del déficit fiscal: Financiamiento del déficit del gobierno mediante la emisión monetaria.

monoexportador: Que exporta un solo producto.

monoproductor: Que produce un solo producto.

N

nacionalización: Proceso a través del cual pasan a ser propiedad colectiva ciertos medios de producción pertenecientes a particulares. Asimismo, es el proceso en virtud del cual aparecen como nacionales o se convierten de hecho en nacionales las empresas fundadas con capital extranjero.

O

oferta monetaria: Cantidad de dinero en circulación.

op. cit.: Abreviatura de la expresión latina *opere citato*, en la obra citada.

operación offshore: Operación crediticia en forma de depósito y otros instrumentos denominados en divisas que no corresponden a su jurisdicción legal.

organizaciones auxiliares de crédito: Son instituciones o entidades que participan en la actividad financiera del país, facilitando las operaciones de crédito y coadyuvando a un mayor financiamiento en el sistema financiero.

P

pagaré: Promesa de pago firmada por el prestatario y entregada al prestamista.

período especial: Término utilizado en Cuba para nombrar el período de crisis económica iniciado en 1989.

plan quinquenal: Planes elaborados en los países socialistas, integrantes del CAME, que contenían lineamientos y directrices generales para los cinco años siguientes.

poder adquisitivo de la moneda: Capacidad de compra de una moneda, es decir los bienes y servicios que se pueden comprar con ella.

política monetaria: Instrumentos utilizados por el gobierno para controlar la oferta monetaria y las tasas de interés.

política monetaria expansionista: Un incremento de la oferta monetaria que pretende incrementar el producto interno bruto.

posición financiera: Situación creada mediante contratos del mercado monetario en la que las variaciones que puedan producirse en los tipos de interés pudieran crear beneficios o pérdidas para el agente que interviene en las operaciones.

préstamos blandos: Créditos otorgados en condiciones muy favorables para el deudor como largos plazos de amortización y bajos intereses.

producto interno bruto a precios constantes: Se le define como la producción que se obtiene en cada ejercicio, eliminando las variaciones de los precios al valuarse cada uno de los productos y servicios prestados, por el precio de un año de referencia al que se le denomina año base. En Cuba el año base es 1981.

producto interno bruto a precios corrientes: Se le define como el valor de la producción libre de duplicaciones y corresponde a la suma del valor agregado que se genera durante un ejercicio. Es, asimismo, la diferencia entre el valor de la producción bruta menos el valor de los bienes y servicios (**consumo intermedio**) que se usan en el proceso productivo; su cálculo toma como referencia los precios de los bienes y servicios vigentes de cada año, a los que se les denomina precios corrientes.

producto social global (PSG): Indicador de la actividad económica en los países miembros del CAME. Se calculaba como el valor total de los bienes y servicios producidos en un periodo contable, valuado a precios de productor, en el lugar donde se efectúa la producción. Se puede determinar también como el Producto Interno Bruto (PIB) más el **consumo intermedio**.

R

redescuento: Operación mediante la cual el Banco Central le presta recursos a otros integrantes del sistema financiero.

relación de términos de intercambio: Indicador que permite comparar la evolución de los precios de los productos de importación y los de exportación. La **relación de términos de intercambio** se deteriora cuando los precios de los productos de importación aumentan con mayor dinamismo que los precios de los productos exportados.

rendimiento: Beneficio que produce una inversión por medio de ganancias de capital, interés o dividendos, normalmente expresado como un porcentaje del monto invertido.

renta fija: Instrumento de inversión que proporciona un **rendimiento** predeterminado a una plazo predeterminado.

renta variable: Término que se aplica a las acciones porque su **rendimiento** varía según las utilidades generadas por la empresa correspondiente y los dividendos decretados por la asamblea de accionistas.

riesgo: Posibilidad de que el **rendimiento** esperado de una inversión no se realice.

S

saldo del comercio exterior: Diferencia entre exportaciones e importaciones de mercancías y servicios en un período dado.

sistema financiero: Conjunto de instituciones, medios y mercados, cuyo fin primordial es canalizar el ahorro que generan las entidades superavitarias hacia las unidades deficitarias.

software: Instrucciones para la computadora. Una serie de instrucciones que realiza una tarea en particular se llama programa o programa de software.

statu quo: (pal.lat) Estado actual de una situación.

sui géneris: (pal.lat). Excepcional, único en su clase.

subsídios a las empresas estatales: Comprenden las transferencias por cuenta corriente que otorga el Estado a las empresas, se utilizan para compensar pérdidas corrientes de operación, que en la mayoría de los casos son producidas por la aplicación de políticas oficiales de mantener los precios a un nivel tal, que no permiten a las empresas cubrir sus costos corrientes de operación.

superávit comercial: Cuando las exportaciones de bienes y servicios son superiores a las importaciones de bienes y servicios.

suscripción de valores: Colocación de títulos en el mercado. Implica la preparación de los documentos necesarios para la emisión, desde el proyecto hasta el registro legal, así como la venta o colocación entre corredores e inversionistas.

T

tasa de descuento: Tasa que se utiliza para calcular el precio de compra-venta de un instrumento del mercado monetario.

tasa de interés: Pago anual de intereses sobre un préstamo expresado como porcentaje de éste, es igual a la cantidad de intereses recibidos por año dividido entre el monto del préstamo.

tasa de interés activa: Tasa de interés que cobra el banco por los préstamos que otorga.

tasa de interés pasiva: Tasa de interés que paga el banco por los préstamos que recibe.

tipo de cambio: Precio de una moneda expresado en términos de la unidad de otra moneda.

título: Ver activo financiero.

U

UBPC (Unidad Básica de Producción Cooperativa): Forma de organización de la producción agropecuaria en Cuba basada en la propiedad cooperativa sobre los medios de producción.

unión de crédito: Son **organizaciones auxiliares de crédito** creadas para apoyar el desarrollo de las micro, pequeñas y medianas empresas socias de la Unión aglutinando el poder de gestión de las mismas.

unidad presupuestada: En Cuba son organizaciones vinculadas al presupuesto, al cual aportan todos sus **ingresos** y de donde reciben todos los recursos para solventar sus gastos.

V

valor nominal: En el **mercado monetario** es el importe que será liquidado por el emisor de un título en el momento de su vencimiento. Monto principal de instrumentos de **renta fija**.

valores financieros: Ver activos financieros.

Z

zona franca: Espacio dentro del territorio nacional, debidamente delimitado, sin población residente, de libre importación y exportación de bienes, desvinculado de la demarcación aduanera, en el que se realizan actividades industriales, comerciales, agropecuarias, tecnológicas y de servicios, con aplicación de un régimen especial en relación a los sistemas aduanero, bancario, tributario, laboral, migratorio y de orden público.

Introducción

A finales de la década de los años ochenta, los países socialistas de Europa Oriental determinan, por voluntad mayoritaria de su población, cambiar su sistema económico, político y social adoptando una economía capitalista, llamada por muchos "economía de mercado". Este proceso, seguido a partir de 1991 por las repúblicas surgidas de la desintegrada Unión Soviética trajo como consecuencia cambios radicales en las relaciones económicas comerciales, financieras y políticas que durante treinta años se habían consolidado entre Cuba y los países socialistas de Europa.

El derrumbe del socialismo europeo representó para Cuba consecuencias que aun estamos lejos de poder cuantificar, pero entre ellas cabe señalar: la desintegración del Consejo de Ayuda Mutua Económica (CAME), organismo de cooperación que brindaba amplias facilidades comerciales y de créditos a Cuba; la pérdida de mercados ampliamente conocidos y con los cuales se realizaba el 85% del comercio exterior de la isla; el retiro de la colaboración en el campo de la tecnología y la investigación; al tiempo que, se suspenden los paquetes de créditos que en condiciones blandas permitían el financiamiento a largo plazo de la economía nacional.

Mientras la isla perdía sus socios comerciales y sus aliados políticos, el mundo se adentraba cada vez más en el proceso de globalización, con sus efectos de interacción e interdependencia recíproca entre todos los países, en el cual Cuba, como miembro de la comunidad internacional, necesita participar.

Ante esta situación, nueva y difícil, el Gobierno cubano se vio obligado a realizar transformaciones importantes en el campo económico y financiero, transformaciones lentas pero irreversibles, para tratar de insertar a la isla en el nuevo orden internacional y eliminar paulatinamente prácticas que se introdujeron con la integración de la economía cubana a la del resto de los países socialistas.

• En este contexto, se hace imperiosa la necesidad de desarrollar un mercado financiero que permita canalizar más eficientemente el ahorro interno hacia el financiamiento de las necesidades de la sociedad. Como un primer paso hacia el establecimiento de un mercado financiero más amplio y diversificado, considero la reglamentación y entrada en operaciones de un mercado monetario, también conocido como mercado de dinero.

Son varias las razones para considerar adecuado comenzar la modernización del sistema financiero a partir de la introducción de un mercado monetario. Entre otras se pueden citar: el corto plazo de las operaciones, que permite adoptar las medidas correctivas que se requieran para adecuar permanentemente los instrumentos a las necesidades de los participantes; la posibilidad de realizar operaciones en un mercado extrabursátil, el hecho importantísimo para Cuba, de que operar en el mercado monetario no implica ningún cambio en la estructura de propiedad de las entidades, además de que constituye el eslabón más sencillo de todo el mercado financiero.

Por otra parte, hasta el presente casi la totalidad del ahorro interno se concentra en depósitos a la vista, ya sea en cuentas de ahorro (hay 49 por cada 100 habitantes, en las cuales se concentra el 57% del total de la masa monetaria en poder de la población, a pesar de que pagan una tasa de interés real de apenas un 2% anual) o en cuentas de cheques de las organizaciones. Por lo tanto, no existen instrumentos de inversión financiera que estimulen el ahorro en la sociedad y a las entidades en particular a reducir los excesos de liquidez y alcanzar

la mayor eficiencia en el uso del efectivo. Con la introducción de un mercado monetario, se podrán diseñar los instrumentos apropiados para contribuir a cambiar esa situación.

Para presentar la investigación, el primer capítulo da una caracterización de la Cuba de hoy, detallando las transformaciones que se han operado en diversas áreas de la actividad económica y financiera y que abren el camino a nuevas medidas para continuar perfeccionando el sistema.

El segundo capítulo aborda un panorama general de los sistemas financieros, a partir de su función básica de constituir canales ágiles y eficientes de transferencia de recursos de los sectores superavitarios a los deficitarios en la economía. Partiendo de la experiencia de países con sistemas financieros más desarrollados se evalúa la situación actual del sistema financiero cubano después de la reestructuración del sistema bancario nacional comentada en el primer capítulo.

El análisis de los mercados monetarios es la columna vertebral del tercer capítulo. Se presentan los principales participantes en estos mercados a nivel internacional, así como las instituciones que podrían intervenir en un futuro mercado monetario cubano, tanto en calidad de inversionistas como de emisores de títulos. Asimismo, se proponen los principales instrumentos financieros que podrían participar en un mercado monetario en Cuba y las diferentes operaciones que se harían con ellos. Por último, se dedica un epígrafe especial para mostrar matemáticamente algunos elementos necesarios para comprender las relaciones fundamentales entre las variables que intervienen en el precio de los instrumentos.

El cuarto y último capítulo incluye una propuesta para el inicio de operaciones de un mercado monetario en Cuba. Teniendo en cuenta que las instituciones financieras deberán ser líderes en ese proceso, se propone comenzar por un mercado interbancario de depósitos, al tiempo que se crean las condiciones objetivas y subjetivas necesarias para la participación de las empresas en el doble carácter de inversionista y emisor de títulos. Se analiza además, la infraestructura que se ha creado dentro del sistema bancario que podría facilitar el funcionamiento del mercado, así como otros sistemas de apoyo que sería necesario implementar. Se concluye el capítulo con la exposición de algunas consideraciones a tener en cuenta para el registro y contabilización de las operaciones.

La introducción de un mercado monetario en Cuba es una opción interesante para dar una utilización más eficiente a los recursos temporalmente libres de la sociedad y ajustar desfases de liquidez, brindando la posibilidad, en nivel empresarial, de recibir beneficios por prestar sus fondos, lo cual influiría positivamente en una mejor administración de su efectivo.

Durante toda la investigación me ha guiado el supuesto, ya aplicado con anterioridad en Cuba, de que la introducción de ciertos mecanismos de mercado no se contraponen al predominio de la propiedad estatal sobre los principales medios de producción y al papel fundamental de las técnicas de control de una economía planificada.

Para la realización de este estudio, se utilizó la metodología de investigación que se hallará más adelante.

El trabajo aporta un estudio, por primera vez, de la problemática referente a la introducción de un mercado monetario en Cuba y a la aplicación, por tanto, de un mecanismo propio de países con economías de mercado a la problemática interna de una nación donde la economía socialista mantiene su predominio.

El autor enfrentó la dificultad de escribir sobre un tema escasamente conocido para casi todo un país (Cuba), y la de proponer, además, la creación misma de un mercado monetario. Si

la propuesta es aceptada, la responsabilidad asumida es enorme. Por el contrario, si no es aceptada, todo el esfuerzo de meses de este trabajo no se materializaría en algo práctico, excluyendo, claro está, el obtener el grado de maestría. No obstante, ante la duda se sobrepuso el optimismo y la voluntad de investigar más profundamente para enriquecer todo lo posible el trabajo y de perseverar después, en la vida real, para lograr la materialización del proyecto.

Concluyendo el estudio, siento la satisfacción de haber logrado algo que puede contribuir, con su grano de arena, a construir un país más moderno y más eficiente.

Un mercado monetario en Cuba, como cualquier otro mecanismo financiero, no va a resolver por sí solo los problemas del país. Éstos sólo se solucionarán con el trabajo y el esfuerzo de todos. El asunto está en nuestras manos; de cada quien depende si se queda como pasivo espectador o si opta por enfrentar el reto de la innovación y el cambio.

NGF

Ciudad Universitaria, México, D.F., 31 de enero de 1999

Marco Teórico

La economía puede definirse como el estudio de la administración de los recursos, proporcionados por la naturaleza y las generaciones anteriores, por parte de los individuos, las empresas o el Estado. El análisis de la economía ha generado, desde su comienzo formal hace unos doscientos años, múltiples corrientes de pensamiento, agrupadas alrededor de un cuerpo de principios y un método de investigación. En el Siglo XX, dos corrientes principales de pensamiento han matizado la teoría económica; la primera que adoptó el nombre de su creador, John Maynard Keynes (1883 - 1946) y la segunda conocida como neoclásica¹ o neoliberal.

Los aportes de Keynes a la teoría económica fueron fundamentales, por lo que se le considera uno de los más famosos e influyentes economistas de este siglo. Keynes fue de los primeros en atacar la doctrina, vieja de un siglo, de que las fuerzas económicas que actúan en una economía capitalista tienden a producir la ocupación de todo el que desee trabajar a los salarios dominantes. Por el contrario, sostuvo que en los ajustes de la economía de posguerra, la libre competencia debía modificarse o complementarse con procedimientos artificiales, como la regulación estatal del tipo de interés, la dirección monetaria, y grandes gastos estatales, si se quería conseguir la ocupación total. Rechazando el punto de vista dominante entre los economistas de que el poder adquisitivo crece con la producción, sostuvo que éste debe anticiparse a la producción. Se oponía al ahorro, porque no todo lo que se ahorra se invierte. De ahí que insistiera en que todos debían gastar hasta el límite, debiendo el estado cuidar de las fallas y del seguro de vejez.²

Dados los objetivos de esta investigación, es conveniente analizar el papel del dinero y de la preferencia por la liquidez, o, lo que es lo mismo, la demanda especulativa de dinero en el sistema keynesiano.

Los antecedentes de los estudios de Keynes sobre el papel del dinero se remontan a la llamada teoría cuantitativa del dinero, fundamentalmente a los estudios de Irving Fischer (1867 - 1947), quien dedujo en 1911 un marco matemático para exponer las conclusiones de la mencionada teoría. La teoría cuantitativa destacaba la tenencia del dinero por el motivo transacción; en especial, los saldos de caja para atender las transacciones se consideraban relacionados positivamente con la renta y con una proporción constante de la misma. Es decir: "un aumento de la demanda de dinero por el motivo transacción, o un aumento de la cantidad media de los saldos de caja que los individuos mantienen como porcentaje de la renta, significan que la velocidad, o el índice de rotación de una unidad monetaria en la renta nacional, ha disminuido".³

Keynes no estaba en desacuerdo en que la gente mantuviera dinero por el motivo transacción o en que la demanda por ese motivo estuviera relacionada con la renta. Sin embargo, argumentaba que los individuos mantienen el dinero al menos por otra razón importante: para especular en los mercados financieros. En otras palabras, mientras que los economistas clásicos⁴ consideraban que los individuos mantienen dinero por el motivo

¹ Se usa el término "neoclásico" porque muchas de las hipótesis y conclusiones de este grupo de economistas se parecen a las de los economistas clásicos, es decir, de quienes escribieron antes de Keynes.

² Cfr. Ferguson, John M., *Historia de la economía*. México: Fondo de Cultura Económica, 1998. p. 244.

³ Ekelund, Robert B. y Hébert, Robert F., *Historia de la teoría económica y de su método*. Madrid: McGraw Hill, 1992 (3ra. ed.), p. 557.

⁴ El período clásico del pensamiento económico se extendió aproximadamente desde la aparición de "La riqueza de las naciones" en 1776, obra cumbre del llamado "padre de la economía" Adam Smith (1723 - 1790) hasta 1873. Aunque existieron diferencias entre las ideas de los miembros de la escuela clásica, en general sostuvieron principios que incluían la creencia en la libertad natural; es decir un tipo de economía donde las personas y las empresas persiguen su

transacción e incluso por el motivo precaución, Keynes argumentaba que mantendrían dinero para especular en los mercados financieros y llamó a esa función como "preferencia por la liquidez".

Keynes señala que por parte de la sociedad hay una demanda de dinero con fines especulativos y que a esta se le presenta la alternativa de mantener bonos o mantener dinero. Keynes teorizó que a tipos de interés altos (que significan precios bajos de los bonos, puesto que existe una relación inversa), los individuos preferirían mantener bonos. Sin embargo, a medida que disminuye el tipo de interés, aumenta el precio de los bonos y su compra se hace menos atractiva, pues el rendimiento del bono se reduce. Por otra parte, con la disminución del tipo de interés, es más atractiva la venta de bonos, a causa del aumento del precio de éstos (plusvalías). Así pues, los individuos preferirán mantener una parte cada vez mayor de sus activos en forma de dinero (y menos en forma de bonos) a medida que disminuye el tipo de interés.

La función de preferencia por la liquidez incluye un elemento desarrollado por Keynes y que denominó "trampa de liquidez".

En su obra magna "Teoría general sobre el empleo, el interés y el dinero", publicada en 1936, Keynes argumenta que el tipo de interés podría disminuir tanto (y el precio de los bonos ser tan alto) como para hacer que todos creyeran que los bonos eran una mala inversión y por lo tanto preferirían mantener el activo más líquido, el dinero. Una situación semejante se presentaría cuando la sociedad considera que, a determinado tipo de interés, la tenencia de bonos es riesgosa y en ese caso mantendrá saldos en dinero en lugar de hacerlo por motivos especulativos. Esta situación fue definida por Keynes como la trampa de liquidez.

Keynes argumentaba que aunque el tipo de interés estuviese determinado por una combinación de factores monetarios y reales en el sistema económico, la existencia de la demanda especulativa de dinero significaba que el mecanismo por medio del cual el dinero influye en la renta y en el empleo en el sistema económico no era tan simple y predecible como creían los economistas clásicos. En especial, uno de los mayores impactos del dinero sobre el gasto, la renta y el empleo se producía mediante su efecto sobre los tipos de interés. Los tipos de interés más bajos significaban, generalmente, niveles más altos de inversión y consumo (puesto que los tipos de interés más bajos hacen que el consumo presente sea más atractivo que el consumo futuro, es decir, el ahorro). De esa forma, la política monetaria podría disminuir el tipo de interés y con ello aumentar el gasto hasta un nivel de pleno empleo.

La situación se describe mediante el siguiente ejemplo: Partiendo de un incremento de la oferta monetaria y suponiendo que los precios permanezcan constantes se reduce el tipo de interés. Suponiendo además que los consumidores e inversionistas reaccionen ante el tipo reducido, la demanda aumentará, y la renta y el empleo aumentarán también. El resultado esperado no se producirá si existe desempleo en el punto donde el tipo de interés ha bajado, porque cuando la oferta monetaria para fines especulativos aumenta, el tipo de interés no cambia. La sociedad mantendrá todos los nuevos activos en forma de saldos monetarios. Como el tipo de interés no baja, la inversión y el consumo (al menos por esta razón) no se verán afectados. Dada la situación de la trampa de liquidez, Keynes concluía que la política monetaria (por lo menos la que opera a través del tipo de interés) era impotente ante la depresión económica y el desempleo.⁵

propio interés, sin dirección ni regulación central, y la importancia del crecimiento económico como medios para mejorar la condición de la existencia del hombre.

⁵ Cfr. Ekelund, Robert B. y Hébert, Robert F., *Historia de la teoría económica y de su método*. Madrid: McGraw Hill, 1992 (3ra. ed.), p.560.

Keynes consideraba que las condiciones monetarias y psicológicas que rodeaban a la depresión económica parecían favorecer la existencia de la trampa de la liquidez. Por esa razón, entre otras, apoyó una política fiscal enérgica, en oposición al recurso exclusivo de la política monetaria para lograr la estabilización económica.

Asimismo, Keynes no consideraba que los mecanismos del sector privado constituyeran una salvaguarda frente al desempleo prolongado y argumentaba, sobre la base de sus desarrollos teóricos, que el gobierno debía usar sus poderes para gravar con impuestos y para gastar, a fin de influir en el ciclo económico. El gasto gubernamental lo consideraba una inyección directa de inversión pública en el flujo de la renta, que podía financiarse mediante impuestos, por la venta de bonos o por otros medios. Los efectos generadores de renta y empleo de estas alternativas permitirían, según Keynes, lograr la estabilidad económica.

Las ideas keynesianas fueron aplicadas con éxito en Estados Unidos en los años posteriores a la Gran Depresión y en general, muchos países adoptaron las sugerencias de Keynes, fundamentalmente las relacionadas con aumentar el gasto público en situaciones de déficit fiscal.

La teoría de Keynes se basaba en un gobierno activo, que debía desempeñar un papel importante en el combate contra la inflación y el desempleo y que utilizara la política monetaria y fiscal para administrar la economía. Por lo tanto, en ocasiones, el término "keynesiano" se usa para referirse a los economistas partidarios de la intervención activa del gobierno en la economía.

El enfoque keynesiano de la política económica se mantuvo hasta mediados de los años sesenta, sin embargo mientras las sugerencias de Keynes sobre el gasto con déficit fueron seguidas fácilmente durante los periodos de recesión, los presupuestos con superávit o equilibrados durante los periodos de inflación han sido sumamente raros. En otras palabras, los mismos principios keynesianos que convirtieron la economía en una economía a prueba de depresiones la inclinaron a la inflación. Los acontecimientos de los años sesenta, fundamentalmente la guerra de Vietnam, financiada en gran medida con déficit, llevó a grandes tasas de crecimiento de la oferta monetaria, que acarrearón graves y persistentes problemas de inflación. Como era de esperarse, estos acontecimientos de las últimas décadas han llevado a una confrontación de la economía keynesiana y un resurgimiento del interés por el monetarismo, que no es otra cosa que un refinamiento de la teoría cuantitativa neoclásica.

Uno de los principales fundamentos del monetarismo es que la inflación sostenida (es decir la inflación que prosigue durante muchos periodos) es un fenómeno puramente monetario. Por lo tanto, según esta corriente, la inflación no puede continuar de manera indefinida sin incrementos en la oferta monetaria.

Por ejemplo, considerando un nivel de gasto gubernamental que aumenta constantemente, sin el correspondiente incremento de impuestos. Los incrementos del gasto aumentan la demanda, lo cual conduce a un incremento del nivel de precios. Con una oferta monetaria fija, los incrementos de precios conducen a una tasa de interés cada vez más alta, pero el punto al que puede llegar este proceso no tiene límite. Como los impuestos no cambian, el gobierno debe financiar los incrementos del gasto mediante la emisión de bonos, y la cantidad de bonos que el público está dispuesto a tener sí tiene límites, sea cual fuera el grado al que llegue la tasa de interés. En el punto donde no se pueda convencer al público de que tenga más bonos, el gobierno no podrá endeudarse más para financiar sus egresos. Por lo tanto, el gasto gubernamental (con sus consecuencias inflacionarias) podrá continuar sólo si el Banco Central está dispuesto a incrementar la oferta monetaria (es decir, a comprar bonos del gobierno).⁶

⁶ Cfr. CASE, Karl E. y FAIR, Ray C., *Fundamentos de Economía*. México: Prentice-Hall, 1993 (2a.ed.), p.927.

El principal vocero del monetarismo durante los últimos años ha sido el premio Nobel Milton Friedman, cuyas ideas han formado una generación de "monetaristas". La mayoría de los monetaristas, incluyendo a Friedman, echan la culpa de la mayor parte de la inestabilidad de la economía norteamericana al gobierno de ese país, argumentando que la inflación que ha registrado Estados Unidos con los años se podría haber evitado si la Fed⁷ no hubiera aumentado la oferta monetaria con tanta velocidad.

Es interesante señalar que la mayor parte de los monetaristas no son partidarios de una política activa de estabilización monetaria. Es decir, no son partidarios de ampliar la oferta monetaria durante épocas malas y de frenar el crecimiento de la oferta monetaria durante épocas buenas. En términos generales, los monetaristas suelen ser muy escépticos en cuanto a la capacidad del gobierno para administrar la economía y por tanto están en contra de las políticas de estabilización⁸, pues argumentan que los rezagos de tiempo⁹ hacen difícil controlar la economía.

Friedman lleva muchos años respaldando una política de crecimiento monetario constante y lento. En concreto, sostiene que la oferta monetaria debe crecer a un ritmo igual al promedio del Producto Interno Bruto a Precios Constantes. Es decir, el banco central debería seguir una política constante que acomode el crecimiento real y no la inflación.

Así pues, el keynesianismo y el monetarismo se contraponen. Como se comentó antes, la mayoría de los keynesianos son partidarios de que se apliquen instrumentos coordinados de la política monetaria y la fiscal para reducir la inestabilidad de la economía; es decir, para combatir la inflación y el desempleo. Sin embargo, cabe señalar que no todos los keynesianos son partidarios de un gobierno activo. Algunos economistas keynesianos rechazan la posición monetarista estricta de que sólo el dinero cuenta, y son partidarios de la opinión de que las políticas monetarias y fiscales hacen una diferencia, al tiempo que están a favor de una política gubernamental básicamente no intervencionista.

Hace veinte años, el debate entre los keynesianos y los monetaristas era la controversia central dentro de las distintas corrientes de la teoría económica. Sin embargo, actualmente el punto focal del pensamiento económico contemporáneo está dirigido a la corriente neoclásica, mejor conocida como neoliberalismo.

La corriente neoclásica se ha desarrollado a partir de dos fuentes diferentes, aunque relacionadas. Dichas fuentes son las críticas teóricas y empíricas de la economía tradicional o existente.

En el campo teórico cada vez ha habido mayor insatisfacción por la manera en que los modelos tradicionales tratan las expectativas. El propio Keynes reconocía que las expectativas desempeñan un papel importante en el comportamiento económico. El problema es que los modelos tradicionales, por regla general, han supuesto que las expectativas se forman de manera bastante ingenua. Por ejemplo, una hipótesis frecuente en cuanto a las expectativas de la inflación futura es que la gente forma sus expectativas al respecto presuponiendo que

⁷ La Reserva Federal (Fed), fundada en 1913, es el banco central de Estados Unidos.

⁸ La política de estabilización es un término general usado para describir la política monetaria y fiscal, que pretende aliviar las fluctuaciones del Producto Interno Bruto y el empleo así como conservar los precios dentro de la mayor estabilidad posible.

⁹ Por regla general, se reconocen tres tipos de rezagos de tiempo: los rezagos del reconocimiento, los rezagos de la aplicación y los rezagos de la respuesta. Un rezago del reconocimiento es el tiempo que los hacedores de políticas requieren para conocer que existe un auge o una atonía. Un rezago de aplicación es el tiempo que se requiere para poner en práctica la política deseada, cuando los hacedores de política han reconocido que la economía está en auge o atonía. Un rezago de respuesta es el tiempo que se requiere para que la economía se ajuste a las nuevas condiciones después de aplicada una política nueva.

continuará la inflación presente. Si resultan equivocadas, la gente ajusta sus expectativas mediante una fracción de la diferencia entre el pronóstico original y la tasa de inflación real

Este planteamiento tradicional de la formación de expectativas implica que la gente, de manera sistemática, pasa por alto información que le permitiría hacer pronósticos más exactos, incluso aunque el hecho de equivocarse tenga sus costos. Suponiendo que la gente esté dispuesta a aumentar su satisfacción al máximo y las empresas a aumentar sus utilidades al máximo también, entonces deberían formar sus expectativas de manera más inteligente. En lugar de presuponer ciega e ingenuamente que el futuro será como el pasado, deberían dedicarse, de manera activa, a pronosticar el futuro

La segunda fuente importante para el desarrollo de economía neoclásica está en la observación empírica del estancamiento con inflación registrado por la economía de Estados Unidos en la década de 1970.¹⁰ La teoría de la curva de Phillips de los años sesenta pronosticaba que la presión de la demanda eleva los precios, de tal manera que cuando la demanda es débil, por ejemplo en épocas de mucho desempleo, los precios deben ser estables, incluso a la baja. Las teorías neoclásicas fueron un intento por explicar la descomposición registrada en los años setenta cuando la inflación y el desempleo no se comportaban según pronosticaba la curva de Phillips. Así como la Gran Depresión de la década de 1930 fue el motivo para que se desarrollara la economía keynesiana, el estancamiento con inflación de la década de 1970 contribuyó a que se formulara la teoría neoclásica.

Una de las ideas que conforma la teoría neoclásica es la llamada hipótesis de expectativas racionales, la cual está basada en las ideas de los clásicos y en los conceptos monetaristas de Milton Friedman.

La idea básica de la teoría de las expectativas racionales es que los participantes en el mercado no ignoran ni desechan la información y las predicciones sobre el curso futuro de la economía y sobre la actividad económica. Más bien, anticipan racionalmente los efectos de las políticas gubernamentales y reaccionan en el presente de acuerdo con las expectativas que se han formado. En otras palabras, la gente conoce el "modelo real" de la economía y usa ese modelo para formar sus expectativas sobre el futuro.

Los defensores de esta teoría creen que los consumidores de bienes, servicios e instrumentos financieros, y los productores de estos instrumentos reaccionarán frente a las políticas fiscales y monetarias y detrás del gobierno mediante el aprendizaje (al menos en última instancia) de los efectos de estas políticas y sus acciones. Las reacciones de los consumidores y productores contrarrestarán total o parcialmente los efectos deseados de las políticas discrecionales, fiscales y monetarias del gobierno.

Por ejemplo, los participantes en el mercado aprenderán a través de la experiencia que los aumentos de la oferta monetaria, debidos a la actuación del banco central, serán seguidos generalmente por una tasa de inflación más alta, a la que siguen unos tipos de interés nominal más alto. Las acciones emprendidas en el presente de acuerdo con esta información, en todo o en parte, frustrarán los objetivos deseados del banco central. Si el banco central aumenta la oferta monetaria para aumentar el empleo (prescripción keynesiana para mitigar la recesión), pero los trabajadores y las empresas anticipan perfectamente los aumentos de precios resultantes, entonces los trabajadores demandarán aumentos de salarios nominales¹¹. Las empresas que anticipen el aumento de precios y el aumento de ingresos estarán dispuestas a conceder a los obreros el aumento de salarios nominales. En esta coyuntura, sin embargo, los

¹⁰ El estancamiento con inflación, también conocido como "estancflación" es la existencia simultánea de un desempleo elevado con precios que suben.

¹¹ Para obtener un aumento del empleo es necesario que disminuyan los salarios reales.

salarios reales se mantienen igual y la política deseada del banco central se neutraliza pronto. Los responsables de la política se oponen a los participantes del mercado. En última instancia, después de que se haya asimilado el aprendizaje y las expectativas se ajusten convenientemente, los responsables de la política influyen poco o nada en la economía.

La hipótesis de las expectativas racionales presupone que la gente conoce el "modelo real" que genera, por ejemplo, la inflación, es decir, sabe como se determina la inflación en la economía, y usa ese modelo para pronosticar las tasas futuras de la inflación. Si no existieran hechos fortuitos, impronosticables, en la economía, y si la gente conociera el modelo real que genera la inflación sus pronósticos en cuanto a las tasas futuras de inflación sería perfecto. El modelo, como es real no da cabida a errores y, por tanto, la gente que recurriera a el tampoco cometería errores.

Sin embargo, en la realidad, son muchas las circunstancias impronosticables que afectan la tasa de inflación. Así pues, por modelo "real" se quiere decir un modelo que, "en promedio" pronostica correctamente la inflación. En ocasiones, las circunstancias fortuitas pueden producir consecuencias positivas en la inflación, lo que significa que el modelo subestima la tasa de inflación y, en ocasiones, tienen repercusiones negativas, lo que significa que el modelo sobrestima la tasa de inflación. Sin embargo, los teóricos neoclásicos consideran el modelo correcto y por consiguiente, señalan que, en promedio, las expectativas racionales están en lo cierto, incluso aunque sus pronósticos no sean exactamente correctos siempre.

Por otra parte, la hipótesis de las expectativas racionales señala que si las empresas tienen expectativas racionales y si establecen precios y salarios sobre esa base, en promedio los precios y salarios serán establecidos en niveles que garanticen el equilibrio del mercado de bienes y de trabajo. Cuando una empresa tiene expectativas racionales, conoce la curva de demanda de su producto y la curva de oferta de trabajo que enfrenta, salvo cuando circunstancias fortuitas alteren esas curvas. Por tanto, en promedio, la empresa establecerá precios y salarios que compensen el mercado. La empresa conoce el modelo real y no establecerá salarios que difiera de los que espera que atraigan la cantidad de trabajadores que requiere. Si todas las empresas se comportan así, entonces, los salarios serán establecidos de tal forma que la cantidad total de trabajo ofrecida, en promedio, sea igual a la cantidad total de trabajo que demandan las empresas. En otras palabras, en promedio, no habrá desempleo.¹²

Según las ideas neoclásicas puede existir desequilibrio en el mercado de trabajo (sea en forma de desempleo o de exceso de demanda de trabajadores) porque las empresas pueden equivocarse en el comportamiento para establecer precios, en razón de expectativas erróneas. Si, en promedio, las empresas no cometen errores, entonces, en promedio, habrá equilibrio. En otras palabras, cuando las expectativas son racionales, el desequilibrio sólo se presenta de manera temporal como consecuencia de impactos fortuitos, impronosticables. Por lo tanto, según esta corriente de pensamiento el desequilibrio de cualquier mercado es un fenómeno temporal porque, en promedio, las empresas establecen salarios y precios que compensan el mercado.

Por tanto, la hipótesis de que las expectativas son racionales cambia, de manera radical, la concepción de la economía. Se pasa de un mundo donde el desempleo puede existir durante largos períodos a un mundo donde, en promedio, todos los mercados se compensan y donde existe el pleno empleo, y donde además, no se necesitan las políticas de estabilización del gobierno. El desempleo deja de ser un problema que preocupe a los gobiernos y si llega a existir

¹² Cfr. CASE, Karl E. y FAIR, Ray C., *Fundamentos de Economía*. México: Prentice-Hall, 1993 (2a.ed.) p.930

es sólo en razón de circunstancias impronosticables, que en promedio, no son significativas, por lo tanto, no hay motivo para que el gobierno trate de influir sobre el mercado de trabajo.

La teoría de las expectativas racionales es una ampliación de la hipótesis monetarista examinada anteriormente. Es una visión que procede de los fundamentos clásicos y neoclásicos del comportamiento de los mercados de trabajo y de productos. La vieja visión clásica destacaba la racionalidad de los participantes en el mercado, pero se trataba de una racionalidad basada en un supuesto de información perfecta y en la creencia de que los participantes en el mercado no podían ser manipulados por el gobierno ni sus responsables.

Como comentaba anteriormente, la política económica inspirada en la teoría neoclásica o neoliberal, en contraposición a las teorías keynesianas, está orientada a propiciar la mayor participación del sector privado de la economía para que éste sea el motor del crecimiento y, a través de ello, generar beneficio para el conjunto de la sociedad. Al prosperar el sector privado, la economía crecerá por lo que irradiará beneficios a todos los miembros de la sociedad. Se confía en que la solución de los problemas vendrá dada por la mayor participación del sector privado. De ahí que se privilegien los mecanismos y señales del mercado para que orienten la asignación de recursos y determinen la reestructuración de la economía, con el fin de alcanzar los objetivos de crecimiento y bienestar de la política económica.

En la actualidad las ideas neoliberales han alcanzado gran influencia internacional, estimulada por las recomendaciones, que inspiradas por esa corriente del pensamiento económico, formulan los organismos financieros internacionales a los países miembros, recomendaciones que muchas veces adoptan la forma de condiciones para acceder a las ayudas internacionales.

Las políticas neoliberales actuales se diseñan sobre la base de los siguientes propósitos generales:¹³

1. Desregularizar la actividad económica: En ello se inscribe tanto la menor participación del Estado en la administración y rectoría de la economía, como la apertura externa para trabajar en un contexto de economía abierta.
2. Permitir, con base en lo anterior, y a la política de saneamiento de las finanzas públicas, mayor participación en el mercado y en consecuencia al sector privado participar en la economía para que la regule y reestructure, dándole mayor poder frente al Estado y a la fuerza de trabajo.
3. Debilitar a los sindicatos frente al sector público y privado, debido a las altas tasas de desempleo que tal política origina.
4. Favorecer al sector financiero y especulativo para atraer capitales.
5. Concentrar más el ingreso en unas cuantas familias en la perspectiva de que ello se traduzca en mayor ahorro, inversión y crecimiento económico.

La aplicación de las políticas neoliberales en América Latina, que inició Chile después del golpe militar contra el gobierno constitucional de Salvador Allende en 1973, estuvieron precedidas por políticas expansionistas del gasto público, tanto en el desarrollo de sectores estratégicos como en obras de infraestructura, comunicaciones y transporte, así como en educación, salud y vivienda. Este hecho fue importante para reducir costos de producción, ampliar mercados y generar los recursos productivos y capital humano para impulsar la dinámica económica. La

¹³ Huerta González, Arturo, *Riesgos del modelo neoliberal mexicano*. México: Diana, 1992. pp. 101 - 102.

intervención del Estado (basada en las ideas keynesianas que matizaron el pensamiento económico entre 1930 y 1970) fue por lo tanto funcional a los requerimientos de acumulación y expansión del sector privado.

Ello se tradujo en un déficit público creciente, lo que obligó a los gobiernos a recurrir al crédito interno y externo para su financiamiento. La teoría neoclásica señala que el déficit público debe financiarse con crédito para evitar que sea inflacionario. De tal forma, el gobierno tiene que pagar a sus acreedores su propósito de intervenir en la economía más allá de sus ingresos. Dicha teoría se opone a que el gobierno recurra al impuesto inflacionario como mecanismo de financiamiento del déficit público¹⁴, ya que ello implica que el gobierno aumenta su participación en la economía a costa del resto de los agentes económicos, los cuales ven reducido su poder adquisitivo. De ahí que rechazan dicho financiamiento y enfatizan y teorizan sobre la importancia del financiamiento del déficit a través del crédito, en el sentido que le cueste al gobierno si quiere incrementar su participación en la economía.

El problema se presenta cuando los niveles de endeudamiento del sector público son crecientes y la dinámica impulsada no configura capacidad de pago, lo que determina recurrir a deuda para pagar deuda, por lo que al suspenderse el envío de créditos se manifiesta la crisis. Ello obliga a recurrir a una política de ajuste.

Para la teoría neoliberal, el antídoto a dichos problemas es reducir la participación del Estado en la economía y dejar al sector privado las acciones que el Estado venía realizando. De ahí, que la política de ajuste que pasa a predominar es la política contractionista y el saneamiento de las finanzas públicas (disminución del gasto e inversión pública y venta de empresas públicas).

De esa forma, el déficit público pasa a ser sustituido por una política de austeridad, ya que se culpa al déficit de ser el causante de la crisis económica, de la inflación y del déficit del sector externo.

Ante los problemas de inflación y del sector externo, la teoría neoclásica recomienda la política de contracción del gasto público para restringir la demanda y, por lo tanto, las presiones sobre tales problemas. Es decir, ante la falta de capacidad productiva interna para hacer frente a la demanda y para evitar presiones sobre los precios y sobre las importaciones, se procede a contraer la demanda para adecuarla a los niveles productivos internos. Por lo tanto, se evidencia que la contracción de la demanda no es el origen de la crisis económica, sino el resultado de la política contractionista que se instrumenta para evitar que se recrudezcan en el corto plazo las presiones sobre precios y sobre el sector externo que derivan de los problemas productivos internos.

La contracción del gasto y la inversión pública en América Latina originó superávit primario de las finanzas públicas, pero prosiguió el déficit financiero, debido a la presión que ejerce la carga del servicio de la deuda pública interna y externa. Sólo hasta que se logra controlar el tipo de cambio, reducir la tasa de interés y se procede a la venta de las grandes empresas públicas, es cuando disminuyen las presiones sobre las finanzas públicas y se logra el saneamiento de éstas.

La política de austeridad implementada, está orientada a restringir la participación del Estado en la actividad económica y a limitar su papel de rector de la misma, llevando a la desregulación de la economía y a ampliar la esfera de influencia del sector privado, para que

¹⁴ Es decir, a que el gobierno pretenda cubrir la diferencia entre sus ingresos y sus gastos mediante la emisión monetaria o incremento de la oferta monetaria, lo cual como ya vimos es un elemento que provoca presiones inflacionarias.

sean los mecanismos del mercado los que comanden la reestructuración y el crecimiento de la economía. El saneamiento de las finanzas públicas refleja el interés del gobierno de no excluir al sector privado y de crear condiciones de rentabilidad al sector financiero y al capital extranjero, así como de ampliar las fronteras de inversión a través de la venta de las empresas públicas.

El saneamiento de las finanzas públicas lleva al mayor predominio de los mecanismos de mercado en la regulación y reestructuración de la economía, por lo que se le da mayores espacios al sector privado para que sea éste el que guíe la dinámica económica. Se coloca al sector privado como el rector de la economía y a las ganancias como el motor del crecimiento.

Con las políticas neoliberales se trata de enfrentar los problemas económicos que la participación del Estado en la economía no fue capaz de resolver, pero al mismo tiempo la política de austeridad sobre la actividad económica ocasiona presiones negativas sobre el mercado de trabajo con el consecuente aumento del desempleo, lo que crea condiciones para disciplinar la fuerza de trabajo. Ello posibilita disminuir los salarios reales, incrementar la intensidad de la jornada de trabajo y reducir los derechos y prestaciones de los trabajadores, todo ello para proteger y aumentar las ganancias de las empresas.

Las corrientes neoliberales, que impulsan a la no intervención del Estado en la economía para dejarla al libre arbitrio de las fuerzas del mercado de economía abierta, favorecen la apertura de las economías al exterior en el marco del proceso de globalización.

La apertura externa genera un fuerte proceso de competencia con las importaciones, lo que lleva a depurar y reestructurar la planta productiva nacional para que adquiera los niveles de productividad necesarios para alcanzar su inserción eficiente en el contexto internacional.

El contexto de economía abierta obliga a cada país a ser tan competitivo como sus principales socios comerciales, de otro modo dicha política actúa en su contra, debido a que los productos de mayor productividad y competitividad, es decir, los bienes importados, desplazarían del mercado a los menos productivos, los nacionales. Mientras mayor sea la apertura externa, más se tiene que acentuar la política contraccionista para disminuir la demanda y las presiones de ésta sobre los precios y las importaciones, a fin de generar excedentes de producción susceptibles de ser exportados y obtener los recursos necesarios para cubrir las obligaciones financieras con el exterior.

La disminución de la inflación se plantea imprescindible para tener los niveles competitivos que exige la economía abierta, tanto para estimular exportaciones como para evitar el crecimiento generalizado de importaciones. Asimismo, la reducción de la inflación es crucial para eliminar expectativas devaluatorias y generar certidumbre sobre los niveles de rentabilidad de la inversión financiera y seguir atrayendo capitales, indispensables para financiar el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y reducir la inflación.

El contexto de economía abierta obliga a acentuar el proceso de privatización de las empresas públicas, debido a que la restricción financiera del sector público, junto con la posición de los acreedores de condicionar los créditos a la adopción de medidas de corte neoliberal y la necesidad de cumplir con el saneamiento de las finanzas públicas, impide modernizar dichas empresas públicas para que enfrenten el proceso de competencia externa. De ahí que se procede a su venta para que el sector privado las modernice.

A través de la venta de los activos públicos se pretende no sólo el saneamiento de las finanzas públicas, sino también atraer capitales para financiar el desequilibrio externo y suprimir de este modo la incertidumbre que pesaría sobre la economía nacional. Asimismo, se resalta la importancia del saneamiento de las finanzas públicas, colocándolo como elemento crucial de cambio y reestructuración de la economía para alcanzar un crecimiento sostenido.

Las políticas neoliberales tendientes a asegurar altas ganancias en la esfera financiera y especulativa para atraer capital y evitar su fuga, han acentuado la diferencia de crecimiento entre el sector financiero y el productivo, ya que generan un alto costo (y baja rentabilidad) en la esfera productiva. Al interior de este sector, también se acentúan las diferencias entre las grandes empresas autofinanciables en relación a las que dependen del crédito para su crecimiento.

La apertura externa, la privatización y la política de austeridad, desestiman el crecimiento de la esfera productiva y favorecen la inversión financiera y especulativa, lo que dificulta el crecimiento sostenido y menos vulnerable de la economía. El impacto diferenciado que tiene la política neoliberal desalienta el crecimiento generalizado de la inversión pero favorece la orientación de los recursos a la inversión financiera, fundamentalmente de tipo especulativo, por presentar ésta mayores niveles de rentabilidad respecto a la gran mayoría de los sectores productivos.

Las políticas dirigidas a priorizar la acción del mercado para regular y reestructurar la economía, tales como la política de austeridad y la apertura externa, han tenido efectos adversos sobre la esfera productiva y el crecimiento sostenido a largo plazo de la economía.

Al disminuir el Estado su participación en la economía y al supeditarse a las necesidades del mercado, éste no ha podido resolver los desequilibrios productivos, ni cubrir los segmentos que anteriormente atendía el sector público. El mercado, por sí sólo, no ha podido resolver los problemas y desequilibrios de la producción. El sector privado no puede asumir las funciones que le corresponden al Estado, por lo que no enfrenta los costos ni los riesgos que se derivan del impulso al desarrollo económico.

La búsqueda de un crecimiento económico guiado por el sector privado en general ha sacrificado:

1. El crecimiento de sectores estratégicos y prioritarios en favor del incremento del sector financiero y especulativo, lo cual básicamente no ha contribuido a un crecimiento económico sostenido.
2. Los niveles mínimos de bienestar para la mayoría de la población.
3. El control de la economía por nacionales, debido a que está siendo desplazado por el capital extranjero.

La inversión del sector público es orientada por objetivos diferentes a los que guían (o deben guiar) a la inversión pública. Ésta debe canalizarse a desarrollar obras de infraestructura y a sectores estratégicos que aseguren condiciones de crecimiento de largo plazo en la economía. En cambio, la inversión privada busca la alta rentabilidad y sólo invierte en los sectores que eran exclusivos del gobierno si ofrecen niveles de rentabilidad adecuados. El crecimiento que ello impulsa es más desequilibrado y con mayores presiones sobre el sector externo, haciendo que el crecimiento económico y la reducción de la inflación pasen a depender más de los factores exógenos, reflejando la mayor vulnerabilidad y fragilidad económica a que conduce.

La política de austeridad, así como la liberalización de la economía y la política de privatización han representado un alto costo en términos de mayor fragilidad de la economía y mayores niveles de concentración del ingreso, los cuales no se han traducido en mayor ahorro, comprometiendo el crecimiento generalizado de la inversión y de la economía.

En consecuencia, la política neoliberal, al señalar a la participación del Estado en la economía y al déficit público como causantes de los problemas de la economía, pasa a ser

evidenciada como ideológica, ya que, en general, éstos no se han resuelto con la mayor participación del sector privado y con el saneamiento de las finanzas públicas, sino que por el contrario, la economía se ha vuelto más vulnerable a los factores externos.¹⁵

¹⁵ Cfr. Huerta González, Arturo, *Riesgos del modelo neoliberal mexicano*. México: Diana, 1992. pp. 133-134.

Metodología empleada

La investigación realizada estuvo dirigida a analizar la conveniencia de introducir un mercado monetario en el sistema financiero de la República de Cuba. Teniendo en cuenta, que en Cuba hay un gran desconocimiento por los empresarios, e incluso por funcionarios de los niveles intermedios de las instituciones financieras, de lo que constituye un mercado monetario, así como de su mecánica de funcionamiento, consideré que no estaban creadas las condiciones para realizar investigaciones de campo en esta etapa. En este sentido, tuve en cuenta además, la dificultad para obtener la información necesaria para hacer ese tipo de investigación, pues apenas se está organizando, dentro de la estructura del Banco Central de Cuba, un área de estadísticas monetarias y financieras.

La investigación realizada fue de tipo documental, se siguió la metodología propuesta por el CP Francisco Perrea Román, profesor de asignatura en la División de Estudios de Posgrado de la FCA-UNAM, la cual contempla siete etapas:

Primera:	Diseño de la investigación.
Segunda:	Recopilación de la información.
Tercera:	Clasificación u ordenamiento de la información.
Cuarta:	Análisis e interpretación de la información.
Quinta:	Redacción de la obra.
Sexta:	Revisión y crítica del manuscrito.
Última:	Presentación final de la obra.

Diseño de la investigación:

En esta primera etapa del proceso de investigación me basé en la metodología propuesta por Roberto Hernández Sampieri en su libro "Metodología de la Investigación".

Cualquier proceso de investigación parte de una idea inicial. En este caso la idea de investigar sobre el mercado monetario, como una opción para Cuba, me surgió durante mi primer viaje a México en 1994, cuando fui enviado por el Banco Nacional de Cuba a estudiar, durante un año, en Nacional Financiera el sistema de banca de desarrollo mexicano. Al regresar a Cuba en 1995, fui encomendado por la dirección del Banco para investigar y proponer la organización de un área de tesorería en el banco, lo cual me permitió comprender la necesidad de desarrollar e introducir nuevos instrumentos financieros en el sistema bancario y financiero cubano.

Una vez concebida la idea a investigar, el siguiente paso fue plantear el problema de investigación con el cual me propuse afinar y estructurar más formalmente la idea de investigación.

El planteamiento del problema de investigación implica tres elementos relacionados entre sí: los objetivos que persigue la investigación, las preguntas de investigación y la justificación del estudio.

El objetivo global de la investigación es analizar la conveniencia de introducir un mercado monetario en el sistema financiero de la República de Cuba. A partir de este objetivo general se elaboraron los siguientes objetivos específicos que a su vez se corresponden con los objetivos capitulares:

1. Dar una visión panorámica de las medidas adoptadas por el gobierno cubano para adecuar la economía del país a las condiciones internacionales.

II. Analizar los elementos integrantes de los sistemas financieros

III. Caracterizar el mercado monetario.

IV. Proponer un programa para establecer un Mercado Monetario en la República de Cuba.

Una vez precisados los objetivos de la investigación se elaboraron algunas preguntas de investigación para ayudar a ver el problema de forma más directa. Las preguntas de investigación formuladas fueron las siguientes:

¿Las reformas implementadas en Cuba, para modernizar su sistema financiero, serán suficientes para adecuarlo a los nuevos requerimientos de las instituciones y entidades económicas del país?

¿Existirán impedimentos legales para que las entidades cubanas puedan participar activamente en un mercado monetario nacional?

¿Estará preparado el sistema financiera cubano, desde el punto de vista de infraestructura y capacitación de sus funcionarios, para asumir el reto de administrar y controlar las operaciones de un mercado monetario en Cuba?

El último elemento a considerar en el planteamiento del problema es la justificación del estudio. En este caso, la conveniencia de investigar sobre nuevos mecanismos (para Cuba) de captación de recursos financieros temporalmente libres y su canalización a sectores necesitados de la economía, se fundamenta en la necesidad de diversificar las formas de ahorro e inversión, a tono con las transformaciones económicas que se han dado, las cuales han estimulado el surgimiento de nuevos requerimientos financieros por parte de los entes económicos. Por otra parte, el estudio tiene relevancia social, desde el punto de vista de los beneficios que recibirán los participantes en el sistema financiero de Cuba al contar con nuevos mecanismos que estimularán una operación más eficiente de su efectivo disponible. Asimismo, la operación de un mercado monetario podría constituir un elemento que indirectamente ayudaría a resolver uno de los problemas, que desde el punto de vista financiero, actualmente afecta significativamente al sistema empresarial cubano, la acumulación de cuentas por cobrar.

El siguiente paso dentro del proceso investigativo fue la elaboración de un marco teórico, para analizar las teorías y enfoques teóricos válidos para el estudio.

Las particularidades de un país como Cuba, que a pesar de los cambios introducidos a su sistema económico, mantiene una economía mayoritariamente socialista, dificulta extraordinariamente la adopción de una teoría aplicable a sus condiciones nacionales. Las corrientes del pensamiento económico actual corresponden al sistema socioeconómico predominante, el capitalista, y no son completamente aplicables a un sistema donde el Estado mantiene un papel determinante en la administración de los recursos. Sin embargo, es muy interesante revisar que, aun en países capitalistas, se contraponen las corrientes que propugnan el dominio absoluto de los mecanismos de mercado y las que favorecen la intervención del Estado en la economía.

Una vez elaborado el marco teórico, definí que la investigación se iniciaría como exploratoria, ya que el objetivo era examinar un tema que no había sido abordado antes. Este tipo de estudio exploratorio sirvió para aumentar el grado de familiaridad con fenómenos relativamente desconocidos para Cuba.

El siguiente paso fue establecer una hipótesis es decir una guía precisa hacia el problema de investigación. En general, las hipótesis indican lo que estamos buscando o tratando de probar y pueden definirse como explicaciones tentativas del fenómeno investigado formuladas a manera de suposiciones.

Para elaborar mi investigación partí del supuesto que los mercados financieros estimulan la movilización de los recursos ociosos, disponibles en la sociedad, para su utilización en el financiamiento de la actividad productiva, contribuyendo así al aumento del Producto Interno Bruto.

A partir de este supuesto básico, la hipótesis que soporta esta investigación es la siguiente:

"En la República de Cuba es posible crear las condiciones para el funcionamiento de un Mercado Monetario, como un mecanismo para estimular la mejor organización del proceso de transferencias de recursos financieros entre los sectores superavitarios y los deficitarios en la economía nacional".

Como último paso de esta primera etapa seleccioné el diseño apropiado de investigación que fue no experimental, ya que no se manipularon deliberadamente las variables, es decir, se observaron los fenómenos tal y como se dan en su contexto natural, para después analizarlos.

Recopilación de información.

Las fuentes de información recopiladas fueron, básicamente, primarias, tratando de considerar fuentes provenientes de diferentes contextos (México, Estados Unidos, España y por supuesto Cuba).

La selección de fuentes de Estados Unidos es obligatoria en la mayoría de los estudios que abarquen temas financieros, por la importancia que tiene ese país dentro del sistema financiero y monetario internacional, mientras que la selección de fuentes mexicanas y españolas persigue el objetivo de analizar la experiencia de dos países que, después de mantener durante muchos años economías bastante cerradas, iniciaron procesos de apertura, tanto de sus economías como de sus sistemas financieros.

La recopilación de información se dividió en dos fases. Una primera fase contempló la búsqueda de información sobre el funcionamiento del mercado monetario en México, su marco legal, relación entre las operaciones del mercado monetario con la política monetaria, volumen de operaciones, participación de los oferentes y demandantes de fondos, etcétera. Las fuentes para recopilar esta información fueron, fundamentalmente, el Banco de México y la Bolsa Mexicana de Valores. Asimismo, se obtuvo información sobre el sistema financiero español en general, y sobre el funcionamiento de su mercado monetario en particular.

La segunda fase consistió en revisar la legislación mercantil y financiera cubana para determinar si existían limitaciones de orden jurídico que serían necesario modificar, asimismo obtuve información actualizada sobre los avances en el proceso de perfeccionamiento del sistema financiero cubano. Las principales fuentes consultadas en ese sentido fueron el Código de Comercio vigente en Cuba, los decretos leyes sobre el Banco Central y las instituciones financieras, así como abundante información generada en las diversas instituciones integrantes del sistema financiero cubano.

La información recopilada, y posteriormente utilizada en la investigación, se presenta al final de la obra en una lista de fuentes de información (bibliografía) que tiene por objeto:

1. Dar reconocimiento a los estudios precedentes que han hecho una contribución importante al estudio que se presenta.
2. Indicar las fuentes a que pueden recurrir los lectores que deseen asegurarse de la fidelidad de las citas, o ampliar sus conocimientos sobre los tópicos presentados en el estudio.
3. Demostrar que el autor ha recurrido a la literatura y los métodos de investigación apropiados para el caso.

La lista de fuentes de información abarca 84 referencias bibliográficas, de las cuales 31 son libros, 24 son artículos periodísticos o de revistas, 13 intervenciones de funcionarios relacionados con la actividad económica y financiera de Cuba o México, 6 informes de instituciones financieras cubanas, 5 materiales de apoyo de instituciones como la Bolsa Mexicana de Valores o el Instituto del Mercado de Valores (IMERVAL) y otros documentos como Leyes o Decretos Leyes de la República de Cuba.

Clasificación u ordenamiento de la información.

La información obtenida fue clasificada por temas, por ejemplo: aspectos jurídicos, fiscales, organizativos y financieros. Se elaboraron fichas bibliográficas con ideas, cifras o resúmenes según fue el caso.

La clasificación de la información tuvo por objeto reducir el material a grupos manejables, que permitieran analizar la materia, y organizar la exposición. La división del material en categorías o temas se hizo considerando las ideas siguientes.

1. Obedecer a un mismo criterio de clasificación en cuanto a tiempo, lugar, complejidad, importancia, etcétera.
2. Ser igualmente claras para todos los observadores competentes.
3. Ser precisas, es decir, tener límites bien definidos.
4. Ser mutuamente exclusivas y por lo tanto, no permitir que un mismo tópico pueda clasificarse indiferentemente en dos o más categorías.
5. Ser comparables o tener puntos comunes de referencia.
6. Ser adecuadas al propósito del estudio.

Análisis e interpretación de la información.

A partir de la información clasificada por temas procedi a analizar los diferentes elementos a tener en cuenta para implementar un mercado monetario en Cuba. Partiendo de la teoría y de la experiencia práctica del funcionamiento de estos mercados en México y España, se vinculó cada uno de estos elementos con las condiciones reales de Cuba.

Redacción de la obra.

La redacción de la obra obedeció a una estructura lógico-deductiva de capítulos y subcapítulos con un primer capítulo más general y una secuencia cada vez más particular siguiendo el método deductivo.

Cada capítulo consta al menos de cinco subcapítulos, incluyendo uno de generalidades y otro de conclusión capitular. El subcapítulo de generalidades es una especie de introducción al tema que se analizará en el capítulo, pero abarca además aspectos substanciales no abordados en los subcapítulos subsiguientes, mientras que la conclusión capitular ofrece un resumen de los elementos más interesantes tratados a lo largo del capítulo con un cierre en la forma de un párrafo conclusivo final.

Para la redacción de la obra me apoyé en algunas de las recomendaciones que al respecto destaca Ario Garza Mercado en su libro "Manual de técnicas de investigación".

1. Escribir con corrección, precisión y claridad.
2. Emplear un lenguaje personal, directo y simple, evitando la imitación deliberada, el rodeo innecesario y el lenguaje figurado como adorno superpuesto a términos más simples.
3. Expresarse con naturalidad, eludiendo tanto el tono solemne, pesado o aburrido, como el sarcástico y, en general, emotivo.
4. Conservar el tono del lenguaje escrito, evitando las preguntas retóricas, el uso de los signos de admiración, y los puntos suspensivos para indicar reticencia.
5. No exagerar y evitar el uso indiscriminado del énfasis y el uso de los superlativos. Cuidar el uso de las palabras *nunca*, *siempre*, *ningún*, *todo* y expresiones similares.
6. Concentrarse en el uso de sustantivos y verbos, reducir al mínimo los adjetivos y adverbios.
7. Imprimir coherencia y unidad a todo el escrito.
8. Imprimir continuidad al escrito, por medio de frases y párrafos apropiados para la introducción y la conexión de ideas.
9. Limitar la extensión del escrito a la medida que satisfaga las necesidades de exposición, de acuerdo con los objetivos de la investigación, evitando toda palabra, frase, oración, párrafo o capítulo, que no contribuya a la claridad y continuidad del escrito.
10. Hacer de cada párrafo una unidad que atraiga la atención sobre un tópico y la mantenga abierta hasta agotarlo.
11. Conceder a cada tópico la importancia relativa que merece, por medio de encabezamientos, párrafos y lenguajes apropiados.

En el cuerpo capitular de la investigación utilicé 230 notas separadas del texto con el fin de proporcionar información adicional sin interrumpir la secuencia lógica del escrito. Las notas empleadas son de tres tipos:

1. Las notas de contenido, que se refieren al fondo del asunto, en forma incidental.
2. Las notas de referencia cruzada, que llaman la atención del lector sobre otras partes del escrito.
3. Las notas de fuente de información, que complementan las citas, proporcionando los datos necesarios para localizar el origen de éstas.

El 70% de las notas empleadas corresponden a las dos primeras clasificaciones, enunciadas anteriormente, y fueron elaboradas por el autor. Las notas de fuentes de información pueden ser de dos tipos: las que hacen referencia a una obra de la cual se tomó la idea general y las citas textuales, estas últimas fueron utilizadas en los casos cuando:

1. Constituyen la mejor prueba para respaldar un hecho o una opinión.
2. La idea está expresada con gran claridad, brillo o brevedad.
3. Es de interés por sí misma, debido a su expresión o contenido.

Teniendo en cuenta, que por un lado, uno de los objetivos personales del autor con esta investigación es su difusión entre los funcionarios del sistema financiero cubano, muchos de los cuales no están familiarizados con algunos términos o expresiones ampliamente utilizados tanto en el marco teórico como en el cuerpo capitular de esta investigación y que por otro lado, se emplearon, fundamentalmente en el primer capítulo, expresiones poco difundidas en México, paralelamente al proceso de redacción de la obra se fue conformando un listado de vocablos o expresiones poco divulgadas y cuyo conocimiento pudiera ofrecer dificultades a cubanos o mexicanos. Este listado de vocablos y expresiones incluye más de 140 elementos y puede encontrarse en el Glosario que se presenta antes de la Introducción.

Para redactar la obra me auxilié de bibliografía para el manejo del idioma español

Revisión y crítica del manuscrito.

Teniendo en cuenta la dificultad para mantener la atención sobre todos los aspectos del escrito, si se pretende revisarlos al mismo tiempo, programé una serie de lecturas sucesivas, destinando cada una de ellas a aspectos relacionados entre sí, ya sea por su propia naturaleza, o por los instrumentos empleados para la revisión. En cinco operaciones distintas, la revisión se concentró en los siguientes aspectos:

1. Organización: defectos de relación, omisión, exceso, proporción, orden y unidad.
2. Citas y notas: fidelidad en la transcripción de hechos e ideas, exactitud en las cifras, uniformidad en el estilo bibliográfico.
3. Consistencia: coherencia entre la introducción y el resto del trabajo, las hipótesis, supuestos básicos o premisas y las conclusiones.
4. Sintaxis, ortografía, estilo: claridad, corrección, precisión, concisión, etcétera; extensión y complejidad de los párrafos, oraciones y frases que pueden reducirse a expresiones más simples, empleo de sinónimos, uniformidad en los encabezamientos, párrafos de transición y continuidad, uso de mayúsculas, etcétera.
5. Formato: márgenes, espacios, sangrías, estilo de los cuadros.

Al concluir cada capítulo, éste fue revisado por el director de tesis, quien hizo las observaciones y críticas correspondientes a cada caso. Una vez integrado el trabajo final, el asesor de la investigación realizó una nueva revisión general del manuscrito antes de considerar el trabajo terminado.

Paralelamente, el autor intercambió puntos de vista sobre los temas analizados con diversos expertos en la materia, tales como funcionarios de casas de bolsa, bancos, asesores

financieros y profesores de la maestría, con el objetivo de enriquecer con diversas opiniones los puntos tratados

Presentación final de la obra.

Sobre esta etapa no hay mucho que comentar y solo espero la designación de los sinodales correspondientes por la División de Estudios de Posgrado de la FCA - UNAM para someter a su consideración el presente trabajo investigativo

AGRADECIMIENTOS

Al Gobierno de México, por darme la oportunidad de vivir en esta tierra, conocer su cultura, convivir con su gente y nutrirme con nuevos conocimientos.

A la Universidad Nacional Autónoma de México, por permitirme durante tres años beber la savia del saber.

A mis profesores por su ejemplo y estímulo.

A mis compañeros del Banco Nacional de Cuba, por su colaboración y comprensión.

A la familia Martínez y a la familia Arroyo, por su solidaridad, apoyo emocional y ayuda material; por hacerme sentir en casa durante estos años.

CAPÍTULO I:
**“LAS REFORMAS ECONÓMICAS EN CUBA A PARTIR
DE 1990”**

1.1. Generalidades

La historia de Cuba en este siglo está marcada por la fuerte dependencia económica del exterior y se puede dividir en tres etapas: la etapa capitalista entre 1900 y 1960, la socialista pura entre 1960 y 1993 y un nuevo período que se está gestando a partir de 1993 donde conviven rasgos de ambos sistemas, aunque se mantiene el papel predominante del sistema socialista.

El período prerrevolucionario (1900-1959) se caracterizó por una estructura económica con marcados rezagos tecnológicos e insuficiente desarrollo industrial, con una dependencia total de las exportaciones de azúcar, las cuales estaban sujetas a la inestabilidad de los precios, la demanda de los mercados internacionales y a las variaciones en la cuota de compra del mercado norteamericano. A finales de los años cincuenta, la agroindustria azucarera representaba el 25% de la generación del producto interno bruto (PIB), aportaba el 80% del total de las exportaciones de bienes y brindaba empleo al 25% de la fuerza de trabajo.

A pesar del carácter monoprodutor y monoexportador de la economía cubana y de su dependencia del mercado norteamericano, en los primeros sesenta años del siglo XX el comercio exterior de mercancías tuvo un saldo favorable de más de cuatro mil millones de dólares, con períodos de altas y bajas. Por ejemplo, en los años de la Gran Depresión (1929-1933) las exportaciones cayeron a una tasa anual del 25% y las importaciones en un 33%, a partir de 1933 y hasta 1939 el saldo positivo del comercio exterior se mantuvo prácticamente constante en unos 40 millones de dólares, aumentando a 225 millones durante de la Segunda Guerra Mundial y la Guerra de Corea.

Sin embargo, a pesar de que el saldo del comercio exterior fue positivo a partir de 1933 y hasta 1957, en esos años tuvo lugar un proceso de disminución paulatina del superávit comercial, dado por un ritmo más lento de crecimiento de las exportaciones (7.6% promedio anual) con relación al crecimiento promedio de las importaciones (+0.2%).

La revolución de 1959 introdujo cambios trascendentales en la estructura económica, política y social del país. La nacionalización de los principales medios de producción alteró significativamente el régimen de la propiedad; el Estado comenzó a asumir un papel destacado en la actividad productiva, a la vez que se deterioraron los mecanismos de mercado en la coordinación de la economía. Precisamente, a fines de los años sesenta la participación del Estado en los activos fijos de las diferentes ramas era muy elevada: agricultura (37%), industria (85%), construcción (80%), transporte (92%) y comercio minorista (50%), sin contar con la absorción de los servicios bancarios, el comercio exterior y el mayorista¹.

Las medidas adoptadas por el Gobierno Cubano desde los primeros años del triunfo revolucionario, como las leyes de Reforma Agraria y la nacionalización de las grandes compañías extranjeras que dominaban la economía del país, no fueron aceptadas por el Gobierno de los Estados Unidos de Norteamérica, el cual después de múltiples sanciones, como la supresión de la cuota azucarera y la prohibición de la venta de petróleo norteamericano a Cuba, declaró en 1960 un embargo comercial total, que se mantiene hasta nuestros días.

En estas circunstancias, y con una economía dependiente de las exportaciones de azúcar y las importaciones de petróleo, Cuba se vió en la necesidad de buscar otros aliados comerciales capaces de enfrentar el poderío económico y militar de los Estados Unidos. Se inicia entonces el acercamiento entre Cuba y los países socialistas de Europa, fundamentalmente la Unión Soviética, que fructificó en una estrecha relación económica, política y comercial que duró treinta años.

¹ Rodríguez, José Luis, *Estrategia del desarrollo económico en Cuba*. La Habana: Ciencias Sociales, 1990, p. 4.

En línea con la política de acercamiento al campo socialista, a partir de 1961, el hilo conductor de la política económica fue la planeación. El primer plan pretendía la industrialización acelerada con prioridad en la demanda interna, sobre todo de bienes de capital e intermedios, así como la diversificación agrícola, la redistribución del ingreso y la reorientación de las relaciones económicas internacionales.

En 1964 se reorientó el programa económico, abandonando la política de sustitución de importaciones para dirigir los esfuerzos a la reconstrucción de las redes comerciales externas, conforme a las prioridades de la división del trabajo del ámbito socialista. En lo fundamental, se priorizó la producción de bienes primarios, si bien el país se benefició posteriormente de una relación preferencial negociada de precios de intercambio.

En el período 1967-1970 se deterioraron los procedimientos de dirección de la economía. En esa etapa se desarticulaban los mecanismos tanto del Cálculo Económico (CE) como del Sistema de Financiamiento Presupuestario (SFP) que anteriormente habían coexistido y aseguraban condiciones mínimas de asignación y de control de los recursos materiales, financieros y humanos. Se suprimieron las relaciones de cobros y pagos entre las empresas estatales, declinando la disciplina financiera de éstas. Desapareció el Ministerio de Hacienda y se redujeron las funciones del Banco Nacional de Cuba, medidas que provocaron indisciplina monetario-financiera. Por otro lado, se sustituyó el Sistema Nacional de Contabilidad por un Sistema de Registro Económico, eliminándose las prácticas presupuestarias anteriores en favor de controles administrativos directos.

Durante el período 1971-1975 se pusieron en práctica las medidas necesarias para la aplicación de un nuevo sistema de dirección y planificación de la economía, el cual tenía como objetivo lograr el autofinanciamiento de las empresas estatales y utilizar algunos mecanismos de mercado en la asignación de recursos. Estas nuevas modalidades de gestión resultaban compatibles con las normas del Consejo de Ayuda Mutua Económica (CAME), organismo al que ingresó Cuba en 1972.

En el decenio 1976-1985 se impulsó la industrialización del país, la integración económica con la comunidad socialista y el fortalecimiento de los controles macroeconómicos internos. Asimismo, se transformó el marco institucional para hacerlo compatible con las reformas económicas emprendidas. En 1976 se proclamó una nueva Constitución de la República de Cuba, luego de un plebiscito nacional. Se reestructuraron los Organismos de la Administración Central del Estado (Secretarías de Gobierno), creándose el Comité Estatal de Finanzas (CEF)² y se reorganizó el sistema de empresas estatales y de unidades presupuestadas. Por último se adoptó una nueva División Politico-Administrativa del país con 14 provincias y 169 municipios, en lugar de la anterior división territorial en 6 provincias que databa de la época colonial, lo cual propició una mayor descentralización gubernamental, facilitando el desarrollo más uniforme de las diferentes regiones del país.

En el quinquenio 1981-1985 la política económica estuvo dirigida a tratar de elevar la productividad y la eficiencia. Al inicio de los años ochenta se implantó el Mercado Libre Campesino, con la correspondiente desregulación de precios que imperó hasta su eliminación a mediados de ese período. Las reformas salarial y de precios se decretaron en 1981, la primera contribuyó a mejorar la relación salario-productividad, en tanto que la segunda influyó en el fortalecimiento de la autonomía de gestión de las empresas estatales.

² El Comité Estatal de Finanzas asumió algunas de las funciones del desaparecido Ministerio de Hacienda relacionadas con la rectoría de las actividades financieras y contables de toda la economía. El CEF jugaba un papel pasivo en relación a la política fiscal.

Durante todos estos años se estrecharon las relaciones políticas, comerciales y financieras entre Cuba y los países socialistas, en el marco de la integración económica auspiciada por el Consejo de Ayuda Mutua Económica (CAME). Es por ello, que resulta relevante analizar las condiciones en que se desarrollaba la colaboración de Cuba con los otros países miembros de ese organismo internacional.

Desde su integración al CAME, la estructura y el comportamiento del sector externo cubano se regían por planes económicos de largo plazo, negociados con los países miembros, que pretendían aprovechar complementariedades de clima y recursos. Se consideraba que "sólo mediante la cooperación y coordinación sistemáticas de (la) economía (cubana) con la del resto de la comunidad socialista, (se podrían) alcanzar los niveles de desarrollo y efectividad económica que (exigían) la producción y el progreso científico-técnico"³.

Si bien uno de los objetivos principales del Plan Quinquenal 1981-1985 había sido "producir el máximo posible de productos que sustituyeran importaciones" y "lograr un ritmo de crecimiento de las exportaciones superior al del Producto Social Global y al de las importaciones"⁴, cinco años después estas metas fueron complementadas con el interés por "avanzar en la integración económica con los países de la comunidad socialista". Esta política condujo a un proceso de industrialización complementario con las de otros miembros del CAME y, por ende, intensivo en capital y energéticos.

El comercio internacional se sujetó a contratos de largo plazo que reflejaban la organización internacional de la producción entre países socialistas, y los ingresos derivados de este intercambio, conjuntamente con préstamos blandos, financiaban la industrialización del país. Sin embargo, se mantuvo el carácter monoexportador y de monomercado, tradicional del comercio exterior cubano. Las exportaciones cubanas en ese período se concentraban en pocos productos (azúcar, cítricos, tabaco y níquel) de poco valor agregado (no se exportaba azúcar refinada), y el 85% del total se dirigía a los países miembros del CAME. A su vez, Cuba cubría con importaciones gran parte de sus necesidades de alimentos, hidrocarburos, insumos para la agricultura y bienes de capital.

La inserción en el sistema socialista reforzó el hecho de que la economía cubana fuera abierta⁵. Entre 1985 y 1990, las exportaciones representaron más del 30% del Producto Interno Bruto (PIB) y más de la mitad del territorio cultivado se dedicaba a la exportación (caña, azúcar, tabaco, cítricos). Por otra parte, a fines del decenio de 1980 las importaciones significaron otro 30% del PIB; se importaba más del 50% de las proteínas y de las calorías consumidas y más del 75% de los bienes de capital.

La dependencia de la economía cubana de las importaciones puede medirse por el hecho de que el coeficiente de abastecimiento foráneo de la demanda interna⁶ fue, en promedio, de 37% a precios corrientes durante el período 1985-1989, llegando a abarcar más de 90% en los cereales de consumo humano, los aceites y grasas, el frijol, los textiles y el calzado⁷.

El sistema de comercio administrado suponía que los precios se fijaran sobre un horizonte de largo plazo, con el objeto de facilitar la planeación productiva. Así se protegía a la economía de los vaivenes de la coyuntura internacional, aunque el país quedaba aislado de la competencia de los mercados. Aun en los casos en que los precios de contrato reflejasen

³ "Lineamientos económicos y sociales para el quinquenio 1986-1990". La Habana: Editora Política, 1986, p. 36.

⁴ "Lineamientos económicos y sociales para el quinquenio 1981-1985". La Habana: Editora Política, 1981, pp 36-37.

⁵ El carácter abierto de la economía cubana se refiere a su fuerte dependencia de las exportaciones e importaciones.

⁶ El coeficiente de abastecimiento importado se define como $M/(P+M-X)$, donde M son las importaciones, X las exportaciones y P la producción nacional.

⁷ Alvarez, Elena, "La apertura externa cubana". Revista *Investigación económica*. La Habana: Instituto Nacional de Investigaciones Económicas (INIE), marzo 1995; No 1.

cotizaciones internacionales, se manejaban de manera que los términos del intercambio no fluctuaran violentamente, permitiendo la introducción de medidas correctivas. El caso más conocido es el del petróleo, cuyo precio, a mediados del decenio de 1980, estuvo determinado por un promedio móvil de cinco años de cotizaciones internacionales. Gracias a estos mecanismos, Cuba quedó protegida durante más de una década de las fluctuaciones de los precios en los mercados internacionales, que fueron significativas si tenemos en cuenta que entre 1976 y 1989, el precio real del azúcar crudo, fob Caribe para exportación, bajó un 70%⁸.

La relación de términos de intercambio vigente con los países del CAME durante los años ochenta fue muy favorable para Cuba y superó a la correspondiente a los precios internacionales. Se calcula que ello significó ingresos 50% más elevados de los que se hubieran obtenido en caso de venderse a los precios prevalecientes en el mercado internacional. Por otra parte, el financiamiento blando del déficit comercial equivalía a otra transferencia oficial, con baja obligatoriedad de reembolso. Ambos efectos, se estima, aumentaron el ingreso disponible de Cuba durante el período 1980-1987 entre un 10 y un 20%⁹.

Por otra parte, el hecho de que el comercio con el exterior se llevara a cabo con mercados distantes generaba importantes costos de transporte y de almacenamiento, y a fin de minimizarlos fue preciso mantener escalas de producción superiores a las requeridas para satisfacer el mercado local.

En el período revolucionario se agudiza la tendencia que se venía presentando desde finales de la década de los años cincuenta en relación al deterioro de la balanza comercial. Entre 1960 y 1990 las tasas de crecimiento promedio anual de las exportaciones e importaciones (7.6% y 8.9% respectivamente) determinaron un déficit promedio anual del comercio exterior de mercancías de 788 millones de dólares, el cual alcanzó los 2,265 millones de dólares en los años comprendidos entre 1986 y 1990.

En los treinta años posteriores al triunfo revolucionario el déficit acumulado en la cuenta comercial (exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios) alcanzó los 23,555 millones de dólares en contraste con los 4,093 millones de superávit acumulados entre 1900 y 1960. Sobre esto influyeron dos factores fundamentales: en primer lugar, la ruptura de las relaciones económicas con los Estados Unidos y el embargo impuesto por ese país al comercio con Cuba que afectó sensiblemente el comercio exterior principalmente durante el período 1959-1969¹⁰ y en segundo lugar la reconstrucción de las relaciones externas con los países del CAME a partir de 1986, que afectó el flujo de financiamiento que sostenía el nivel de las importaciones.

En este sentido, los efectos de la ruptura de las relaciones comerciales con los países del CAME fueron más severos para el país que los que ocasionó la Gran Depresión, pues si bien entre 1929 y 1932 las exportaciones disminuyeron en un 70%, entre 1990 y 1993 descendieron en un 80%.

Durante el período 1959-1989, el Producto Interno Bruto aumentó a una tasa promedio anual del 4% y el Estado asumió un papel relevante en la producción de bienes y servicios, con total predominio de la planificación sobre los mecanismos de mercado en la regulación de la actividad económica. En estos años la economía experimentó trascendentales modificaciones de las bases productivas, se incrementó el acervo de bienes de capital y se expandió la

⁸ La exportación de azúcar constituyó en esos años la principal fuente de ingresos al país, por lo que el impacto de tal baja del precio internacional sobre las finanzas nacionales hubiera sido extremadamente fuerte.

⁹ Álvarez E., "La apertura externa...", op.cit.

¹⁰ De acuerdo con un estudio del Instituto Nacional de Investigación Económica de Cuba, entre 1962 y 1990, Cuba perdió como consecuencia del embargo 38 mil millones de dólares, lo que representa una cifra 20% más alta que el Producto Interno Bruto en 1989.

infraestructura física, se amplió la capacidad de embalses de agua y se modernizó la red ferroviaria, se construyeron autopistas, carreteras y caminos rurales, mientras que se alcanzaba una cobertura del 94% de hogares electrificados a finales de los años ochenta. La flota mercante incrementó su capacidad de 58 000 toneladas de peso muerto a un millón de toneladas. Este desarrollo, sin embargo, no estuvo exento de muchas de las deficiencias comunes a los países socialistas como el sobredimensionamiento de los proyectos, incorporación de tecnologías atrasadas y descuido de la competitividad.

En este período se realizaron, asimismo, importantes inversiones en el sector social para el desarrollo de los recursos humanos, particularmente en los sectores de salud, educación, cultura y deporte. La tasa de analfabetismo de los mayores de 10 años, calculada sobre la base de los censos de población de 1953 y 1981, bajó de 24 a 4%. El índice de desempleo disminuyó de 20% en 1958 a menos del 4% en 1989. La tasa de mortalidad infantil se redujo de más de 60 por 1000 nacidos vivos a 11.1 en 1989, en lo que influyeron tanto el aumento de los niveles nutricionales de la población como el progreso en los servicios de salud. La relación de médicos por habitante pasó de 1076 a 303, en tanto que la dotación de camas por hospital por 1000 habitantes ascendió de 4.2 a 7.3.¹¹

A mediados de los años ochenta casi se habían eliminado la pobreza y la indigencia tanto en las zonas urbanas como rurales. Coexistían un crecimiento económico razonable, un incremento del empleo y de los salarios, así como condiciones de estabilidad de precios. Aun cuando la capacidad adquisitiva del salario decayó en la segunda mitad del decenio de 1980, la generación de empleos y los programas públicos de educación, salud, seguridad y asistencia social, cultura, arte y deporte, atenuaron el deterioro social frente a la declinación económica.

A finales de la década de los ochenta, el mapa geopolítico del mundo empieza a cambiar. En Europa Oriental se derrumban los sistemas socialistas establecidos en varios países después de la Segunda Guerra Mundial y se sustituyen los métodos de planificación económica por modelos de desarrollo basados en el mercado. Unos años más tarde este proceso irrumpe en la Unión Soviética, con el agravante de su desintegración como estado multinacional y la pérdida de su influencia a nivel internacional como contrapeso del poder norteamericano en las decisiones de política mundial.

En este contexto, donde los países europeos integrantes del CAME abandonan las prácticas de comercio internacional mutuo basadas en la colaboración, la integración y la complementariedad, para sustituirlas por relaciones de competencia y libre mercado, la razón para la permanencia de un organismo multilateral de colaboración e integración como el CAME desaparecen y se acuerda por la mayoría de los países miembros la desintegración del organismo.

La desorganización de la red comercial del CAME obligó a buscar otros mercados para las exportaciones cubanas; si en 1989, el 80% del intercambio total se efectuaba con los países socialistas, hacia 1994 esta cifra se redujo al 12%. Esta reorientación del comercio significó un deterioro de 33% en la relación de los términos del intercambio entre 1990 y 1993.

La merma en los ingresos en divisas y la interrupción del financiamiento blando, de aproximadamente 700 millones de dólares anuales, fue grave para el funcionamiento de la economía cubana. Una vez más, el país tuvo que realizar un fuerte ajuste en sus relaciones económicas con el exterior, pero en esta ocasión, a diferencia del cambio realizado a inicios de los años sesenta, cuando se rompieron los vínculos con Estados Unidos, el ajuste tuvo que

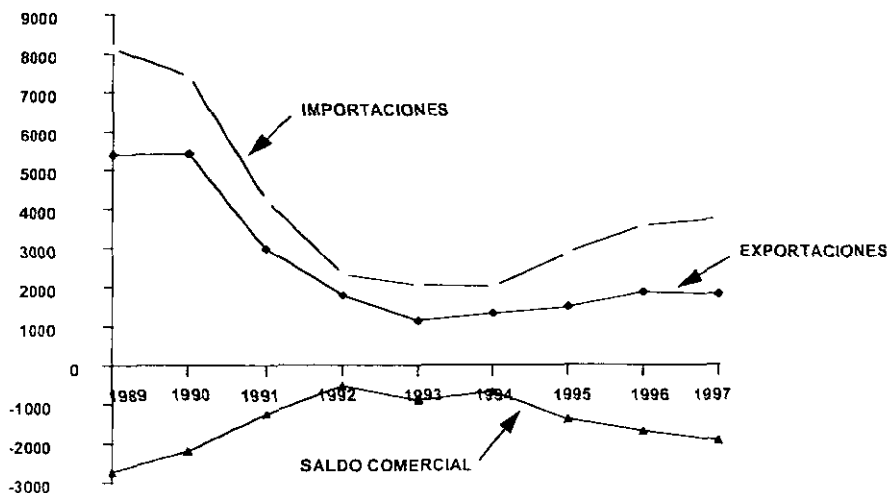
¹¹ Cf. ROSENTHAL, Gert, et al., *La economía cubana. Reformas estructurales y desempeño en los noventa*. México: Naciones Unidas / CEPAL, 1997, p. 36.

realizarse con la ausencia casi total del financiamiento externo (influida por el embargo norteamericano y por la moratoria de pagos al Club de París).

La desaparición del financiamiento externo y la pérdida del poder de compra de las exportaciones provocaron el colapso de las importaciones, las cuales disminuyeron en un 75% entre 1989 y 1993 (ver figura No.1). En esos años las compras externas de bienes declinaron anualmente a una tasa media del 29%. En algunos casos, las reducciones fueron espectaculares: materias primas (40%), maquinaria y equipo (39%) y productos semiterminados (30%). El combustible merece un análisis independiente:

En 1989 el país importó de la Unión Soviética más de 13 millones de toneladas de petróleo y derivados, sobre la base de acuerdos bilaterales beneficiosos para Cuba¹². Ese año la compra de combustible acaparó el 32% de las importaciones totales y fue equivalente al 48% del monto de las exportaciones. Cuatro años después, las importaciones de combustible (en volumen) se habían reducido en un 60%, para alcanzar un poco más de 5 millones de toneladas y habían aumentado su participación en el total de importaciones al 34%, mientras que por cada peso que ingresaba por concepto de ventas al exterior se destinaron 60 centavos para adquirir fuentes de energía. En promedio, entre 1989 y 1993 las importaciones de petróleo disminuyeron a una tasa anual del 28%.

Figura No.1: Balance Comercial de la República de Cuba (millones de dólares)



Fuente: Oficina Nacional de Estadísticas (ONE) y Banco Nacional de Cuba.

Al no poder adquirirse la misma cantidad de insumos importados, el volumen exportado disminuyó a una tasa anual promedio del 32.2% entre 1990 y 1993, por lo que el valor de las exportaciones de ese último año apenas representó el 20% de las ventas al exterior de 1990. La

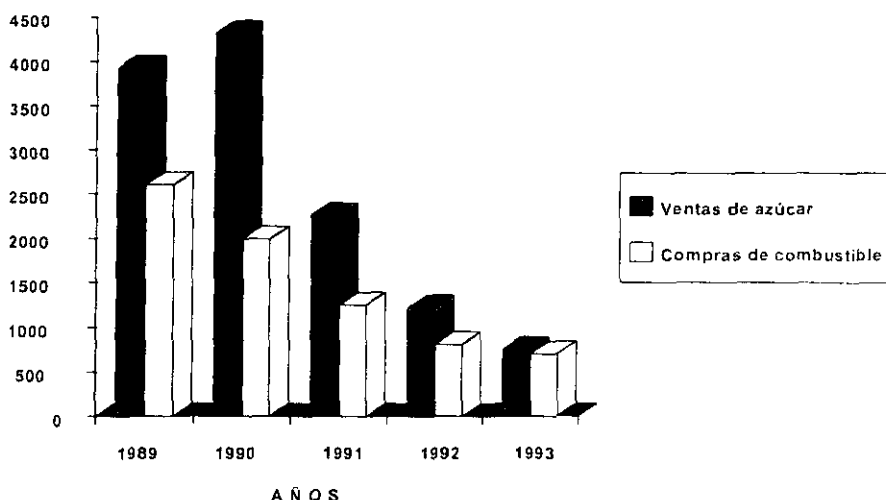
¹² Según los acuerdos suscritos con la URSS, Cuba podía reexportar a los mercados internacionales la cantidad de petróleo no consumida en el país. Como consecuencia, se implantó un programa de ahorro interno de combustible, el cual permitió ajustar el consumo interno a unos 7 millones de toneladas al año y reexportar, a los precios del mercado internacional, alrededor de 6 millones de toneladas anuales.

calda más importante, por cuanto representó más de la mitad de la pérdida total de ingresos externos. ocurrió en el valor de las exportaciones de azúcar¹³, que disminuyó en un 82.6%, con tasas anuales de reducción de casi 34%.

En este sentido, debe subrayarse que entre 1990 y 1992 la cantidad de azúcar exportada se redujo sólo 15%, mientras que su valor se desplomó casi 72%, pues al perder los precios preferenciales conveniados dentro del CAME, fue necesario realizar la venta a los precios comprimidos del mercado internacional¹⁴. En una segunda fase, el efecto acumulado de la falta de insumos importados para el sector azucarero determinó que en 1993 el volumen colocado en el exterior fuera 40% inferior al del año precedente.

La evolución que presentaron las principales mercancías que componen el comercio exterior cubano (azúcar y petróleo) en el período 1989-1993 fue completamente desfavorable para el país (ver figura No.2). Si en 1989, los ingresos por la venta de una tonelada de azúcar permitían adquirir 2.8 toneladas de combustible, para 1993 esta proporción bajó a 1.6 toneladas, lo que indica un deterioro de los términos de intercambio entre estos dos productos del 43%. Por otra parte, en 1989, los gastos en la compra de petróleo representaron el 66% de los ingresos por ventas de azúcar, relación que alcanzó el 91% en 1993.

Figura No.2: Relación entre las exportaciones de azúcar y las importaciones de combustible en el período 1989-1993 (millones de dólares)



Fuente: Oficina Nacional de Estadísticas (ONE) y Banco Nacional de Cuba.

Al desaparecer el financiamiento blando del CAME y permanecer cerrados los mercados internacionales de capital, el déficit del comercio tuvo que reducirse de más de 2700 millones de dólares en 1989 a menos de 700 millones en 1994. Dada la enorme escasez de divisas, el Ministerio de Economía y Planificación optó por asignarlas directamente entre unas 400

¹³ En ese período las ventas de azúcar representaron el 75% del valor total de las exportaciones.

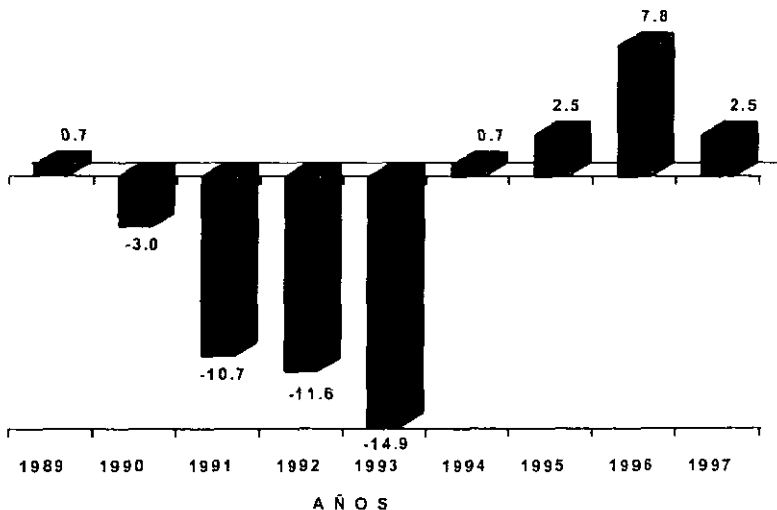
¹⁴ El precio promedio del azúcar exportada descendió de 51.4 centavos de dólar por kg en 1990 a 21.4 centavos en 1992.

entidades, que incluyen tanto empresas como organismos con cargo al presupuesto del Estado. Asimismo, se asignaron prioridades a las importaciones de alimentos, combustibles e insumos para la fabricación de artículos exportables.

Por otra parte, la contracción en la disponibilidad de petróleo incidió significativamente en la generación de energía eléctrica que declinó 26.8% durante el período 1990-1993 y en la producción de cemento (decreció 69.7% durante el mismo lapso). En general, entre los años 1989 y 1993 la escasa disponibilidad de insumos importados afectó severamente la producción: la agricultura se desplomó un 52%, la industria manufacturera 30% y la construcción 74%. En consecuencia, se redujeron también los volúmenes exportables como el azúcar que mermó 49% y el níquel 42%.

En un contexto externo de brusca reducción de la capacidad para importar, pérdida de mercados y agudización del embargo norteamericano¹⁵, un porcentaje importante de los grandes proyectos productivos iniciados entre 1972 y 1989, en el marco del patrón de inserción internacional con los países socialistas, se tornó inoperable y parte de los insumos importados de ese origen dejaron incluso de ofrecerse en los mercados internacionales. Comenzó entonces un proceso continuo y masivo de caída de la producción en los diferentes sectores económicos, que se reflejó en la contracción sostenida del Producto Interno Bruto entre 1989 y 1993.

Figura No.3: Tasas de crecimiento del Producto Interno Bruto



Fuente: Oficina Nacional de Estadísticas.

La caída del Producto Interno Bruto (PIB) fue impresionante, pues en tan solo cuatro años se derrumbó un 35%, con tasas promedio anuales de disminución del 8% (ver figura N.3). Con una población que creció en ese período a una tasa anual del 0.8%, la caída del PIB por habitante fue del 11% al año como promedio y en general el producto per capita de 1993 apenas representó el 63% del obtenido en 1989.

¹⁵ En 1992 se aprobó por el Congreso de Estados Unidos la Ley Torricelli con el fin de recrudecer el embargo contra Cuba.

Es en este contexto de crisis económica interna, de desaparición del bloque socialista y de globalización económica (aunque, paradójicamente, el embargo norteamericano pretende aislar a Cuba de esta corriente internacional) que se inicia un amplio proceso de reformas en el campo económico con el fin de adecuar al país a las nuevas realidades mundiales.

Uno de los sectores más afectados por la crisis fue, sin duda, el agropecuario¹⁶. Durante los años de la integración socialista, se lograron avances importantes en la mecanización de la siembra, riego, cosecha y transportación de la caña de azúcar y otros productos agropecuarios. Sin embargo, esta mecanización estaba sujeta a los suministros de refacciones y combustible por parte de países miembros del CAME y una vez rotos los vínculos con esos países, la agricultura cubana se encontró sin insumos para mantener los niveles de producción de la década de los años ochenta. Por otra parte, la mayor parte de la producción agropecuaria estaba concentrada en grandes empresas (alrededor de 300), las cuales basaban sus resultados más en la explotación extensiva que en la intensiva de la tierra y más en la abundancia de insumos que en la eficiente utilización de éstos.

Es por ello, que en septiembre de 1993, el Consejo de Estado de la República de Cuba promulgó el Decreto-Ley 142 sobre las Unidades Básicas de Producción Cooperativa (UBPC), el cual establece en uno de sus por cuantos lo siguiente:

Como parte del trabajo que se viene realizando en el período especial para hacer más eficiente la agricultura cañera y no cañera y con el propósito de aplicar fórmulas que incentiven y motiven a los hombres a entregar sus reservas productivas en función de lograr mayores volúmenes de producción con el menor gasto posible de recursos materiales, es necesario llevar a cabo importantes innovaciones en la agricultura estatal, incluyendo la creación de unidades básicas de producción agropecuaria y posibilitando la mejor utilización y conservación de toda la tierra de la cual sea poseionario, a fin de incrementar en ella la producción de alimentos.¹⁷

La creación de las UBPC busca, además de alentar el crecimiento de la oferta, descentralizar funciones y responsabilidades así como reducir los apoyos fiscales. Por otra parte, con su creación se inició el camino hacia formas de organización más pequeñas y con mayor autonomía.

El establecimiento de las UBPC cambió radicalmente la estructura de la propiedad de la tierra vigente en Cuba desde principios de los años sesenta¹⁸. Si en 1989 el Estado concentraba el 78% de la superficie cultivada del país y las cooperativas el 10%, para 1995 la participación estatal había descendido al 26% y la cooperativa se había convertido en la forma de propiedad dominante con el 59% de la superficie cultivada. Consecuentemente, se modificó la estructura del empleo a nivel de toda la economía, en 1989 el Estado abarcaba el 94.7% de los puestos de trabajo, para 1997 la proporción fue del 77%.¹⁹

Muy relacionado con la creación de las UBPC y con la búsqueda de incentivos para incrementar la producción de alimentos, en octubre de 1994 se formalizó la creación de los "mercados agropecuarios"²⁰. Hasta la fecha se han establecido mercados de este tipo en cada uno de los 169 municipios de país y alrededor de 30 en Ciudad de La Habana.

¹⁶ Entre 1989 y 1993 la producción agropecuaria disminuyó a una tasa promedio anual del 17%.

¹⁷ Decreto - Ley 142 sobre las Unidades Básicas de Producción Cooperativa (UBPC). La Habana: MINAG, 1993. p.1.

¹⁸ En 1959 y 1963 se proclamaron dos leyes de reforma agraria que configuraron un sector estatal dominante en la agricultura cubana.

¹⁹ Cfr. ROSENTHAL, Gert, et al., *La economía cubana. Reformas estructurales y desempeño en los noventa* México: Naciones Unidas / CEPAL, 1997. p.249.

²⁰ A inicios de la década de los años ochenta surgieron mercados agropecuarios, con características similares a los actuales, en todas las provincias del país, pero unos años después se descontinuaron por considerar el Gobierno que alentaban el surgimiento de "nuevos ricos".

Los mercados agropecuarios surgen como un medio para la comercialización de los productos de las cooperativas, los campesinos privados y los provenientes de empresas estatales, después de haber cumplido sus compromisos con el Estado. En estos mercados los precios se fijan libremente en correspondencia con la oferta y la demanda de los productos y las transacciones se realizan en pesos cubanos o en divisas, según el tipo de cambio del mercado informal. Los únicos productos excluidos de esas transacciones son los derivados de la ganadería vacuna (carne, leche y quesos), la papa, el café, el tabaco y el cacao. Por otra parte, los productores pueden acudir directamente a dichos mercados o recurrir a un representante comercial, con lo que de hecho se reconoce el papel de los intermediarios en el proceso de comercialización agrícola.

Las ventas en estos mercados están gravadas con un impuesto, diferenciado territorialmente, que se calcula sobre la base del precio que declare el vendedor y del volumen de productos que físicamente ingresan al mercado²¹.

Otra de las medidas adoptadas en esta etapa es la relacionada con la reforma y modernización del Estado.

Hasta 1989, la magnitud y funciones del sector público estuvieron muy relacionados con la participación del Estado en la planificación de la economía nacional y en la gestión de las empresas estatales. Asimismo, la estructura del gobierno central guardaba correspondencia con las exigencias de integración económica con los miembros del desaparecido CAME.

A partir del decenio de los noventa comenzó a instrumentarse un nuevo estilo en la organización estatal. El Decreto-Ley 147 (abril de 1994), acerca de los Organismos de la Administración Central del Estado (OACE) redujo de 50 a 32 el número de ministerios e instituciones con carácter de organismo central con el fin de adecuar sus funciones a las nuevas realidades y adaptarlas mejor a las relaciones de intercambio y colaboración que el país desarrollaba a nivel internacional.

De esa forma, se compactó el gobierno central y se le asignaron funciones a las nuevas instituciones de conformidad con la reforma económica. El diseño y control de las políticas macroeconómicas recayeron en los Ministerios de Economía y Planificación y de Finanzas y Precios, en tanto que el nuevo Ministerio de Inversión Extranjera y Colaboración Económica buscaría fomentar y encauzar el flujo de capitales externos hacia las diversas actividades productivas.

Teniendo en cuenta las reformas y los nuevos objetivos a perseguir, el Estado está asumiendo un papel menos protagónico en la economía, aunque continúa interviniendo de forma decisiva. La programación adopta nuevas características, privilegiando el objetivo de mantener los equilibrios macroeconómicos y descentralizar la gestión de las empresas y de los gobiernos locales.

Se perfilan así modalidades distintas de intervención del Estado en la economía, donde éste participa menos en la producción y se vuelve más fiscalizador de resultados; esto último en el doble sentido de la ejecución del presupuesto público y de la supervisión de las actividades productivas.

En este sentido, José Luis Rodríguez, ministro de Economía y Planificación, señalaba en su "Informe sobre los resultados económicos de 1996 y el plan económico y social para 1997", presentado ante la Asamblea Nacional:

²¹ En los mercados agropecuarios ubicados en la ciudad de La Habana sólo se paga un impuesto de 5% del valor de las ventas, en el resto del país el gravamen es mayor.

Particular importancia ha tenido en este año (1996) el perfeccionamiento de las actividades de control sobre la gestión económica. En ello han desempeñado un significativo papel los Controles Gubernamentales Integrales; la labor de la Comisión Central de Divisas y de la Comisión Gubernamental de Control; de la Comisión Central de Cuadros del Estado y de la Comisión de Apoyo de Ciudad de la Habana; el trabajo de la Oficina Nacional de Administración Tributaria y de la Oficina Nacional de Auditoría; las reuniones que regularmente ha realizado el Consejo de Ministros para examinar la marcha del plan; las que sistemáticamente se han efectuado para el chequeo de la zafra; para el análisis del saneamiento financiero interno; de la producción de alimentos; de las construcciones; así como de las numerosas normativas y regulaciones establecidas, todo lo cual ha permitido un trabajo más cohesionado y eficiente de todo el Gobierno en la esfera de la economía, y en el control de los recursos materiales y financieros.²²

Una vez concluida la reforma y modernización del aparato estatal, se inició, en 1996, un proceso de redimensionamiento empresarial dirigido a adecuar las instalaciones industriales al nivel de recursos disponibles para su más adecuada explotación. Este proceso comenzó en el sector textil y a diferencia de las políticas neoliberales aplicadas en otros países, se realiza con la participación de los trabajadores y asegurando el derecho al trabajo de todos los que resulten disponibles.

Una de las alternativas que se diseñaron para los trabajadores que quedan disponibles es el autoempleo o trabajo por cuenta propia.

A partir de 1993 y teniendo en cuenta que la actividad económica del país estaba afectada por la falta de recursos materiales de todo tipo, se decidió promover el trabajo por cuenta propia sobre la base de que éste se desarrolle en todo lo que resulte útil a la población, evitando que su ejercicio adopte formas nocivas. De esa forma se permite realizar esta actividad en 150 especialidades y se estudian reglamentaciones para autorizar la agrupación de los trabajadores privados en pequeñas y medianas empresas. Aun así, hay muchas restricciones: las entidades por cuenta propia no pueden contratar personal asalariado y en la práctica se encuentran marginadas del crédito bancario; los profesionales universitarios no pueden ejercer el trabajo por cuenta propia en la profesión o especialidad para la cual han sido graduados en las instituciones de nivel superior, que se reserva para el servicio público, sino exclusivamente en las actividades y oficios aprobados; además, las entidades estatales no pueden adquirir servicios ni productos de trabajadores por cuenta propia, excepto los servicios de transportación por tracción animal y las actividades vinculadas a la agricultura.

No obstante, al finalizar 1997 más de 175 000 personas, que representan aproximadamente el 4% de la población económicamente activa, estaban inscritas en la Oficina Nacional de Administración Tributaria como empleados por cuenta propia.

Otras medidas de gran importancia para el proceso de reformas emprendido desde 1993 y que se presentarán en los subcapítulos siguientes son la despenalización de la tenencia y circulación de divisas, la reforma fiscal, la mayor flexibilidad en la política hacia la inversión extranjera y la reestructuración del sistema bancario.

En su conjunto, las medidas adoptadas para hacer frente a la crisis económica ha dado resultados alentadores sintetizados en un crecimiento del Producto Interno Bruto del 14% entre 1993 y 1997 (con un aumento promedio anual del 3%); una reducción del déficit fiscal del 93% en cuatro años, con tasas anuales de disminución de casi 50% y reducción de la liquidez monetaria en manos de la población en un 15% (1 660 millones de pesos); mientras que el coeficiente de liquidez respecto al PIB disminuyó en 33 puntos porcentuales.

²² Rodríguez, José L., "Informe sobre los resultados económicos de 1996 y el plan económico y social para 1997" Periódico *Granma*. La Habana, jueves 26 de diciembre de 1996, p.5

No obstante los avances registrados en el sector interno de la economía, las relaciones comerciales y financieras con el exterior continúan tensas y constituyen uno de los principales problemas a resolver para que el proceso de recuperación económica adquiera mayor dinamismo.

En este sentido, si bien el intercambio comercial con el exterior aumentó en un 75% entre 1993 y 1997 como reflejo de la recuperación económica interna, el crecimiento de las exportaciones e importaciones no fue proporcional al aumento total del intercambio; las exportaciones se incrementaron en ese período en un 59%, mientras que el crecimiento de las importaciones fue del 84%, lo que representó un incremento del déficit comercial de 1047 millones de dólares. Ante la ausencia de fuentes externas de financiamiento para el desbalance comercial, en condiciones que no comprometan el proceso de recuperación económica, se ha elaborado un plan para 1998 que favorezca la disminución paulatina del déficit comercial; en este sentido, en ese año se espera un crecimiento de las exportaciones en relación a 1997 del 10.7%, con una tasa del 26% de aumento en las exportaciones no azucareras, mientras que las importaciones deberán crecer un 4.7% en relación al año anterior²³.

Entre 1993 y 1997, la política de desarrollar nuevos fondos exportables comenzó a dar sus frutos, pues disminuyó significativamente la dependencia de las exportaciones de azúcar²⁴. Al mismo tiempo, aumentaron las ventas de níquel, que se incrementaron en casi tres veces en ese período, a pesar de que la evolución de los precios no fue favorable y se elevó su participación dentro del total de exportaciones en más de 10 puntos porcentuales (12.4% en 1993 y 22.9% en 1997); las exportaciones de tabaco también registraron incrementos de casi un 124% y se elevó su participación dentro del total de exportaciones en dos puntos porcentuales (de 4.8% en 1993 a 6.8% en 1997), a la vez que aumentó la participación de otros bienes como el acero, el cemento y los productos del mar.

En relación a las importaciones, en 1997 se mantienen los combustibles y lubricantes como los principales productos de importación con un 26% del total, aunque disminuye su peso relativo en relación a 1993 que era del 34%. Por otra parte, y como resultado de la reactivación de las inversiones nacionales, se incrementó significativamente la importación de bienes de capital los cuales representaron en 1997 el 13% de las importaciones de bienes, cuando en 1993 apenas representaron el 3.8%.

Otro aspecto de las relaciones internacionales que constituye un problema difícil para Cuba es el relacionado con su deuda externa, la cual ascendió al finalizar 1997 a 10 145.6 millones de dólares²⁵, de los cuales el 79.4% corresponde a principal y el 20.6% a intereses contractuales vencidos. Del total de esta deuda se encuentran vencidos 8 749.8 millones de dólares, lo que representa el 86.2%.

En este sentido, la política de Cuba es la de negociar una solución razonable y realista, bajo condiciones que permitan normalizar las relaciones financieras internacionales del país, sin exponerse a contraer compromisos de refinanciamiento no viables y que tiendan a incrementar y perpetuar el endeudamiento externo. Bajo estos principios se han sostenido contactos bilaterales con los principales acreedores, teniendo en cuenta que en las actuales condiciones no es viable llevar a cabo un proceso de reestructuración multilateral de la deuda oficial con el Grupo de

²³ La aceptación de Cuba como miembro de la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI), aprobada por ese organismo a inicios de noviembre de 1998, deberá contribuir a incrementar el comercio de Cuba con la región latinoamericana, pues recibirá beneficios arancelarios de todos los países que conforman ese organismo.

²⁴ Entre 1993 y 1997 la participación del azúcar dentro de las exportaciones totales cayó en casi 20 puntos porcentuales (del 66.2% en 1993 al 46.6% en 1997). Considerando que las exportaciones de azúcar aumentaron en el período en un 12.2%, la disminución de la participación del azúcar dentro de las exportaciones totales está dada sobre todo por un aumento importante de las exportaciones no azucareras.

²⁵ Esta deuda externa representa un incremento de 1 360 millones (15.5%) en relación al año 1993.

Países Acreedores de Cuba, debido fundamentalmente a la guerra económica establecida por el gobierno de los Estados Unidos de América contra Cuba, la cual no sólo interfiere dicho proceso, sino que también obstaculizaría el cumplimiento por parte de Cuba de las obligaciones que pudieran derivarse de un eventual acuerdo de reestructuración multilateral, sin afectar seriamente las necesidades básicas de la población, ni arriesgar el proceso de recuperación de la economía cubana.

Un ejemplo de esta política de negociación bilateral es el acuerdo firmado en el segundo trimestre de 1998 entre Cuba y Japón para reprogramar el pago de unos 750 millones de dólares adeudados por empresas cubanas a 27 firmas niponas.²⁶

Es significativo comentar, por último, que a pesar de la aguda crisis económica por la que atravesó la economía cubana entre 1989 y 1993 y que actualmente, a pesar de las moderadas señales de recuperación, es un fenómeno integrado a la vida cotidiana de cada ciudadano, el Gobierno ha mantenido su proyecto social que garantiza la salud y educación como derecho irrenunciable de cada cubano. En este sentido, al finalizar el año 1997, Cuba mostraba índices de salud comparables a los de países industrializados, es el caso, por ejemplo de la mortalidad infantil que fue de 7.2 por cada mil nacidos vivos y la mortalidad materna que registró un 2.2 por cada diez mil nacidos vivos. Con respecto a la educación, según el Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), Cuba tiene el primer lugar de escolarización en la región latinoamericana (99%) y la segunda tasa más baja de analfabetismo (3.8%)²⁷. Asimismo, según el Informe sobre el Desarrollo Humano de 1997, del PNUD, Cuba muestra uno de los índices de pobreza más bajos de América Latina (5.1%), muy inferior al de otros países latinoamericanos con mayores recursos naturales como Colombia (10.7%) o México (10.9%).²⁸

1.2. La inversión extranjera en Cuba

Desde que fueron nacionalizadas las propiedades extranjeras en Cuba, a principios de la década de los años sesenta, la inversión de capitales extranjeros vía directa o indirecta fue excluida del modelo de desarrollo implementado desde entonces, el cual se basó, fundamentalmente, en la colaboración económica con los países socialistas.

Con la disolución del CAME a principios de los años noventa, desaparecieron también las condiciones favorables en que se desarrolló durante veinte años el comercio exterior cubano, relacionadas con mercados seguros, precios estables y condiciones de financiamiento blandas. A partir de entonces, Cuba se ve precisada a salir a competir en los mercados internacionales con productos que en su mayoría no cumplían los requerimientos de esos mercados²⁹, en condiciones de falta casi total de financiamiento y enfrentando la hostilidad de los Estados Unidos. En este contexto, y como parte del proceso de adaptación de la economía cubana a las nuevas condiciones internacionales surgidas después de la desaparición del campo socialista y la desintegración de la Unión Soviética es que tiene lugar el reforzamiento de la actividad de inversionistas extranjeros en Cuba.

La política económica puesta en vigor en relación con la actividad de la inversión extranjera directa es uno de los cambios estructurales más importantes efectuados en el proceso de transformaciones económicas emprendido a partir de 1993.

²⁶ Japón es el tercer acreedor de Cuba y concentra el 12.6% de la deuda externa cubana.

²⁷ El país latinoamericano con más baja tasa de analfabetismo es Uruguay con un 2.9%.

²⁸ Cfr. BANCO CENTRAL DE CUBA, "Informe Económico, 1997". La Habana: BCC, mayo 1998, p.1.

²⁹ Los mercados de los países del CAME no eran demasiado exigentes en cuanto a la calidad de los productos que se comercializaban entre los países miembros.

Desde 1982, el Consejo de Estado de la República de Cuba había promulgado el Decreto-Ley N° 50 que regulaba la actividad de inversionistas extranjeros. Sin embargo, los términos y condiciones que establecía este decreto no resultaban muy atractivos a los inversionistas, pues no fue hasta 1988, que se firmó el primer acuerdo sobre la inversión de capitales extranjeros en el país.

En este contexto, se hizo necesaria una legislación más moderna, que se adecuara a las nuevas circunstancias internacionales y a las exigencias de ampliar las formas y áreas de inversión, flexibilizar las disposiciones sobre esta materia y establecer los procedimientos legales necesarios que contribuyeran a hacer la ley más transparente y atractiva al inversionista.

El primer paso fue el reconocimiento constitucional de la existencia de diferentes formas de propiedad con igualdad de derechos que la estatal. En este sentido, las modificaciones a la Constitución de la República de Cuba, aprobadas por la Asamblea Nacional en 1992, reconocen, entre otras formas de propiedad, la de las empresas mixtas, sociedades y asociaciones económicas que se constituyan conforme a la ley.

La Ley de Inversiones Extranjeras del año 1995 (Ley N° 77) establece en su articulado como objetivo principal "promover e incentivar la inversión extranjera en el territorio de la República de Cuba, para llevar a cabo actividades lucrativas que contribuyan al fortalecimiento de la capacidad económica y el desarrollo sostenido del país, sobre la base del respeto a la soberanía e independencia nacional y de la protección y uso racional de los recursos naturales [...]".³⁰

Esta nueva legislación brinda mayores garantías y seguridad, otorga nuevos beneficios al inversionista, así como establece una mayor apertura hacia los diferentes sectores de la economía, donde pueden constituirse asociaciones con capital extranjero.

Según la Ley, se consideran inversiones de capital extranjero tanto las inversiones directas como las indirectas. Se definen las inversiones directas como aquellas en las que el inversionista extranjero participa de forma efectiva en la gestión de una empresa mixta o de capital totalmente extranjero y las que constituyen aportaciones suyas en contratos de asociación económica internacional. Mientras que las inversiones indirectas pueden constituirse por acciones o títulos valores, públicos o privados, que no tienen la condición de inversiones directas.

No obstante lo anterior, es evidente que la Ley se enfoca totalmente hacia las inversiones de tipo directo, quizás porque no se han diseñado los instrumentos de inversión indirecta.

En cuanto a las formas que puede adoptar la inversión extranjera, ésta puede ser de tres tipos: empresa mixta, contrato de asociación económica internacional y empresa de capital totalmente extranjero. En este sentido, la nueva legislación permite la creación de empresas sin participación cubana, lo cual introduce una modificación importante en relación a la anterior legislación, la cual estipulaba que la participación extranjera no debía exceder del 49%.

Por otra parte, están abiertos a la inversión extranjera todos los sectores de la economía nacional, excepto los servicios de salud y educación a la población y las instituciones armadas, salvo en su sistema empresarial.

A diferencia del Decreto-Ley 50, la nueva Ley establece claramente los procedimientos para la negociación y autorización de la inversión extranjera, precisando un plazo de 60 días para dar respuesta a las propuestas presentadas por los inversionistas extranjeros.

³⁰ "Ley de Inversiones Extranjeras (Ley No.77). La Habana: MINVEC, 1995, p.3.

En relación a las garantías a los inversionistas, la Ley señala en su artículo 3, que las inversiones extranjeras dentro del territorio nacional gozan de plena protección y seguridad, y no pueden ser expropiadas, salvo que esa acción se ejecute por motivos de utilidad pública o interés social, declarados por el Gobierno, previa indemnización en moneda libremente convertible por su valor comercial establecido de mutuo acuerdo.

Igualmente, el Estado Cubano garantiza al inversionista extranjero la libre transferencia al exterior de las utilidades o dividendos que obtenga por la explotación de la inversión, así como de los ingresos que perciba por la venta o liquidación de su participación, sin pago de impuesto alguno.

Otro aspecto modificado por la nueva legislación es el vinculado al tema de los seguros. El Decreto-Ley N^o. 50 otorgaba el derecho de primera opción a las empresas aseguradoras cubanas, sin embargo, la nueva Ley establece que se pueden contratar los seguros con cualquier compañía autorizada a operar en el país, sobre la base de las primas y demás condiciones contractuales competitivas a escala internacional.

El régimen laboral diseñado en Cuba para las empresas con participación extranjera tiene características *sui generis*, pues el personal cubano que presta sus servicios a estas empresas es contratado por una entidad empleadora cubana, que se encarga de pagar sus haberes en moneda nacional³¹. Asimismo, la entidad empleadora es responsable de resolver cualquier reclamación laboral y de pagar, si fuera necesario, las indemnizaciones a las que el trabajador tuviera derecho. No obstante lo anterior, excepcionalmente se puede autorizar la contratación directa de la fuerza de trabajo.

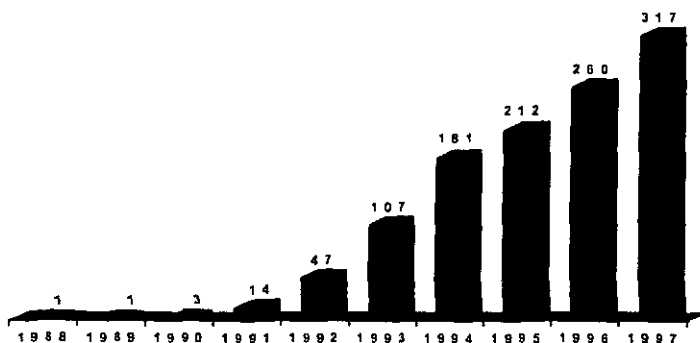
Por otra parte, la Ley contempla algunas exenciones en el pago de impuestos y aranceles. Por ejemplo, los inversionistas extranjeros socios en empresas mixtas o partes en contratos de asociación económica internacional, están exentos del pago del Impuesto sobre los Ingresos Personales obtenidos a partir de las utilidades del negocio. Asimismo, teniendo en cuenta los beneficios y cuantía de la inversión, la recuperación del capital y los beneficios que puedan reportar a la economía nacional, se pueden conceder exenciones totales o parciales, de manera temporal, u otorgar los beneficios que correspondan, con relación al sistema tributario.

En la legislación cubana sobre inversiones extranjeras se contempla la variable ecológica. La Ley 77 señala, en su artículo 54, que la inversión extranjera se concibe y estimula en el contexto del desarrollo sostenible del país, lo que implica que durante su ejecución se atenderá cuidadosamente a la conservación del medio ambiente y el uso racional de los recursos naturales. Por ello, El Ministerio de Ciencia, Tecnología y Medio Ambiente está encargado de evaluar la conveniencia del proyecto desde el punto de vista ambiental y realizar, de ser necesario una Evaluación del Impacto Ambiental.

Al finalizar 1997 operaban en el país 317 negocios conjuntos en las diversas variantes de asociación económica internacional. Los capitales proceden de 40 países, entre los que destacan Canadá, España, México, Francia, Italia, Gran Bretaña y Holanda con el 67% del total de convenios suscritos.

³¹ Según el procedimiento diseñado al efecto, la empresa con participación extranjera le transfiere a la entidad estatal empleadora cubana el monto total de los salarios a pagar en moneda libremente convertible y ésta se encarga de, utilizando el tipo de cambio oficial, pagar a los empleados en moneda nacional. Este mecanismo constituye una importante fuente de ingresos en divisas para el Estado.

Figura no.4: Asociaciones económicas con capital extranjero



Fuente. Ministerio para la Inversión Extranjera y la Colaboración Económica

La cantidad de acuerdos de asociación económica internacional muestra una clara tendencia ascendente desde que se firmó el primero de ellos en 1988 (ver figura N.4). A partir de 1995, como resultado de los debates y posterior aprobación en el Congreso de los Estados Unidos de la Ley Helms-Burton, que contempla sanciones de diversa índole a quienes inviertan en Cuba, el interés por invertir sufrió cierto enfriamiento (en 1995 se firmaron 31 acuerdos, mientras que en 1994 fueron 74). Por otra parte, la presión norteamericana ha incidido en el número de asociaciones que se han disuelto hasta finales de 1997 (63 por diversos motivos).

Posteriormente, diversos gobiernos (Canadá, México y España, entre otros) han elaborado leyes antidotos para contrarrestar los efectos extraterritoriales de la ley norteamericana, mientras que en Cuba la Asamblea Nacional del Poder Popular aprobó, en diciembre de 1996, la Ley de Reafirmación de la Dignidad y Soberanía Cubanas, que encarga al Gobierno adoptar las disposiciones, medidas y facilidades adicionales que resulten necesarias para la total protección de las actuales y potenciales inversiones extranjeras en Cuba. Todo ello ha coadyuvado a una mayor confianza por parte de los inversionistas extranjeros, con los cuales se firmaron 48 acuerdos en 1996 y 57 durante el año 1997.

Asimismo, a partir de 1996 se otorgan facilidades para que personas de origen cubano residentes en el exterior puedan operar cuentas bancarias, en moneda libremente convertible o en pesos cubanos, en los bancos de la República de Cuba, así como contratar con entidades aseguradoras pólizas de seguros cuyos beneficiarios sean residentes permanentes en Cuba. En ambos casos se les exonera del pago de impuestos.

Las empresas mixtas se han extendido a 34 ramas de la economía, representando el 100% de las actividades de telefonía, exploración y extracción de petróleo, minería metálica y de producción de ron, lubricantes, jabones, detergentes y perfumes. Además, participan en el 70% de la producción de cítricos y en el 50% de níquel y cemento. En el sector del turismo, el 10% de la infraestructura hotelera destinada al turismo internacional pertenece a empresas mixtas y otro 41% es operada mediante contratos de administración por cadenas extranjeras. En cuanto al número de asociaciones, el 74% se concentra en seis sectores o ramas (industria básica, turismo, industria ligera, alimentaria, construcción y agricultura).³²

³²Cfr. LEE Susana. "Hay que atraer las inversiones extranjeras que garanticen los objetivos básicos del país". Artículo. Periódico *Granma*. La Habana, jueves 19 de febrero de 1998, p.4.

Con el fin de estimular las exportaciones y el comercio internacional, en el mes de junio de 1996 se aprobó el Decreto-Ley 165, complementario de la Ley de Inversiones Extranjeras, que rige la actividad de las zonas francas y parques industriales. En este Decreto-Ley se establece un régimen especial para los inversionistas que operen en estas zonas, que contempla facilidades y en algunos casos exenciones, en la aplicación de los sistemas tributario, laboral, aduanero, bancario, migratorio y de orden interior. El objetivo fundamental es abastecer a la creciente demanda del turismo internacional, pero se pretende vincular la zona franca con las actividades agrícolas e industriales circundantes. Hasta 1997 existían 206 operadores, con capital totalmente extranjero, en tres zonas francas localizadas en los alrededores de La Habana.

En 1996 se inició la penetración del capital extranjero en el sector inmobiliario, concluyéndose ese año la reconstrucción general del edificio de la Lonja del Comercio de La Habana, con participación de capital español. En 1997 se firmaron otros 5 negocios conjuntos en la actividad inmobiliaria y comenzó la ejecución de proyectos por unos 300 millones de dólares en la construcción y remodelación de edificios para oficinas, viviendas, comercios y servicios anexos. En las perspectivas de su comercialización en divisas, se prevé tanto el alquiler como la venta a extranjeros o cubanos residentes en el exterior. En este sentido, se está elaborando un proyecto de régimen legal de bienes raíces, que debe contribuir a viabilizar las inversiones en este campo.

Por otra parte, actualmente se trabaja en el perfeccionamiento de la legislación sobre Sociedades Anónimas, ya que las regulaciones cubanas en ese campo del Código de Comercio (vigente desde 1886) no se ajustan a los requerimientos modernos. En el plano internacional se están preparando los primeros Acuerdos Fiscales Bilaterales con el fin de evitar la doble tributación, el primero de ellos ya está a punto de firmarse con España.

Al finalizar 1997, se habían firmado Acuerdos de Promoción y Protección de Inversiones con treinta países, los cuales se muestran a continuación organizados en orden cronológico según la firma del acuerdo.

1. Italia	11. Argentina	21. Francia
2. Rusia	12. Sudafrica	22. Laos
3. España	13. Chile	23. Ecuador
4. Colombia	14. Rumania	24. Cabo Verde
5. Reino Unido	15. Barbados	25. Jamaica
6. China	16. Alemania	26. Brasil
7. Bolivia	17. Grecia	27. Namibia
8. Ucrania	18. Suiza	28. Indonesia
9. Viet-Nam	19. Venezuela	29. Malasia
10. Líbano	20. Eslovaquia	30. Turquía

Fuente: BANCO CENTRAL DE CUBA, "Informe Económico, 1997". La Habana: BCC, mayo 1998, p. 26.

En la actualidad la política de apertura a la inversión foránea se ha tornado más selectiva, dirigiéndose a facilitar, promover y atraer al tipo de inversiones que garantizan los objetivos básicos del país, como son:

1. El desarrollo de los servicios turísticos mediante el aumento de la infraestructura hotelera y la producción agroindustrial que sustituya importaciones que genera el turismo.
2. La recuperación de la producción azucarera.
3. El desarrollo de la producción níquelífera.

Esto, porque hoy ya no resulta imprescindible, como hace tres años, el capital extranjero para garantizar recursos para capital de trabajo o inversiones de poco monto y rápida recuperación destinadas a producciones exportables o al mercado interno en divisas, pues el sistema bancario nacional está en condiciones de financiar estos proyectos, de ahí que la prioridad se está dirigiendo, además de capital, hacia la adquisición de tecnologías y mercados, y a explorar, en sentido general, otras formas de inversión.³³

1.3. La reforma tributaria

A partir de 1959, las relaciones de las entidades cubanas con el presupuesto estatal pasaron por varias etapas. En la década de los años sesenta coexistieron dos mecanismos: el Cálculo Económico (CE) y el Sistema de Financiamiento Presupuestario (SFP). El primero propiciaba el autofinanciamiento de las empresas, ya que éstas podían cubrir sus gastos con sus ingresos y aportar determinadas cantidades al presupuesto, en tanto que con el Sistema Presupuestario de Financiamiento las empresas no disponían de fondos propios. Con ese sistema, las empresas podían extraer dinero según el plan, pero al efectuar un depósito, éste pasaba automáticamente al Estado.

A mediados de la década de los años setenta se implantó un nuevo Sistema de Dirección y Planificación de la Economía (SDPE), basado en la experiencia de los países socialistas europeos (es importante recordar que Cuba ingresó al CAME en 1972). En este sistema el presupuesto estatal servía de eje al sistema financiero, constituyéndose en el instrumento principal de captación de recursos monetarios y aportando financiamientos a la producción o al gasto social. Sin embargo, a los balances materiales se le asignaba prioridad sobre las categorías monetario-financieras, por lo que el Estado asumió una actitud paternalista hacia las entidades, asignando subsidios a las empresas públicas que se adaptaban al aumento de los costos, sin preservar los objetivos de eficiencia.

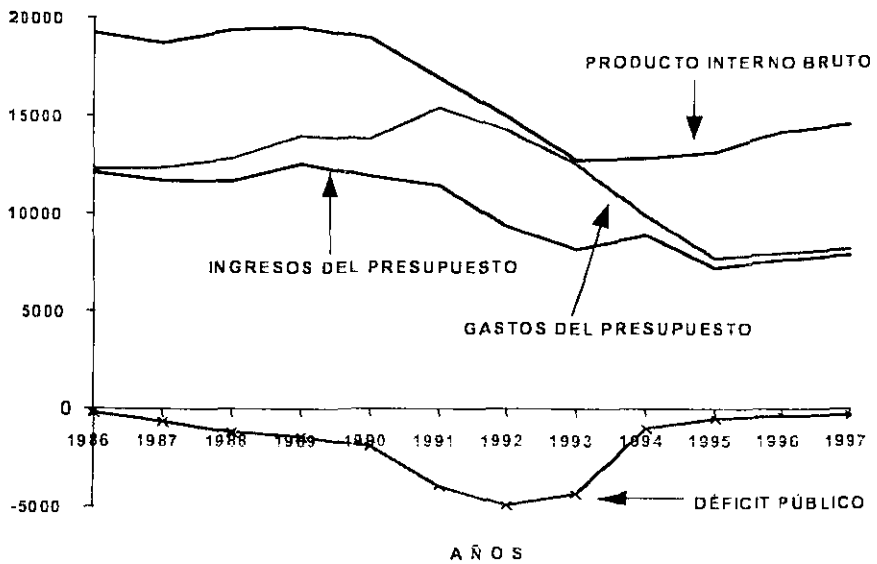
La restricción presupuestaria blanda y la política adoptada por el gobierno de mantener los logros sociales en educación, salud y seguridad social, aún en una situación de crisis como la iniciada en 1989, además de una tendencia a la baja de los ingresos (como resultado de la propia crisis), trajo como consecuencia un aumento sostenido del déficit fiscal (ver figura No.5), que alcanzó su punto máximo en 1992, cuando el déficit fue de 4 931 millones de pesos (a precios constantes de 1981).

Hasta 1989, la brecha fiscal no era relevante (alrededor del 1% del PIB) y en todo caso era financiada con las transferencias de los países miembros del CAME, fundamentalmente de la Unión Soviética. Sin embargo, en los últimos años previos a la crisis, el déficit fiscal se incrementó de forma significativa, pasando del 1% del PIB en 1986 al 6% en 1988.

A partir de 1989, año en que el crecimiento de la economía fue inferior al 1% y que se considera el inicio de la crisis, las finanzas públicas resintieron el deterioro de las relaciones comerciales y financieras, con los países de Europa oriental, reflejando el fuerte impacto de la caída del producto interno bruto con toda su magnitud. De esa forma, en los años 1993 y 1994 el déficit fiscal llegó a alcanzar una tercera parte del PIB.

³³ Cfr. LEE Susana, "Hay que atraer las inversiones extranjeras que garanticen los objetivos básicos del país". Artículo. Periódico *Granma*. La Habana, jueves 19 de febrero de 1998, p.4.

Figura No.5: Producto Interno Bruto y Finanzas Públicas
(millones de pesos a precios constantes de 1981)



Fuente: Ministerio de Finanzas y Precios y Oficina Nacional de Estadísticas.

De 1986 a 1997, la tendencia de los ingresos fiscales es a la baja y casi paralela a la del Producto Interno Bruto (ver figura No.5). A partir de 1989, los ingresos del presupuesto estatal disminuyen a una tasa anual del 4%, mientras que el PIB cae un 3% anualmente. En los años más duros de la crisis (1989-1993), los ingresos bajan cada año un 7% como promedio, mientras que el producto se contrae en un 8%. Paradójicamente, a partir de 1994, en que el producto comienza a recuperarse (a una tasa anual del 3%) los ingresos mantienen una tendencia bajista del 1% anual.

La principal fuente de ingresos fiscales en Cuba es el impuesto de circulación. Este impuesto, que se determina en la esfera de la circulación mayorista, grava fuertemente bienes no esenciales como el tabaco, los cigarrillos y las bebidas alcohólicas y se utiliza para subsidiar la venta de bienes y servicios de la canasta básica familiar. El impuesto de circulación representó el 41% del total de ingresos en el periodo entre 1989 y 1997 y siguió la tendencia general de los ingresos, es decir, disminuyó su monto absoluto en un 5% anual como promedio, reflejando la escasez de los productos que grava. De esa forma entre 1989 y 1993, la captación de este impuesto disminuye a una tasa anual promedio del 11%, mientras que a partir de 1994 y como resultado de una mayor oferta relativa de bienes, los ingresos fiscales por este concepto aumentan a una tasa anual del 4%.

La segunda fuente de ingresos presupuestarios por orden de importancia son los aportes sobre la ganancia y otras contribuciones de empresas estatales que representaron entre 1989 y 1997 una tercera parte del total de los ingresos. Los aportes de las empresas estatales muestran en estos años un comportamiento inverso al registrado por las otras fuentes de ingresos. En general, durante los años de 1989 a 1997 las contribuciones del sector estatal de la economía disminuyeron a una tasa anual del 1%, sin embargo, en los primeros años de la crisis (1989-

1993) los ingresos por ese concepto aumentaron cada año en un 6%, mientras que en el período 1994-1997 disminuyeron anualmente en un 10% como promedio. La razón de este comportamiento es la política adoptada en los primeros años de la crisis de concentrar en el presupuesto estatal el 100% de la ganancia obtenida por las empresas, así como el total de los ingresos por concepto de amortización de activos fijos de toda la economía estatal³⁴.

Al igual que los ingresos, los gastos públicos manifiestan una tendencia a la baja, en este caso del 5% anual. Lo significativo es que en los primeros años de la crisis (1989-1993), los gastos disminuyen anualmente en apenas un 0.5% y en un contexto en que los ingresos disminuían a razón del 7% anual y el Producto Interno Bruto en un 8%, es natural que la brecha fiscal creciera a una tasa promedio del 30% y llegara a alcanzar en 1993 el 34% del PIB.

Los principales componentes del gasto público son los subsidios a las empresas estatales que representaron entre los años 1989 y 1997 el 28% del total, los gastos de inversión (19%) y los asociados a la política social del Estado, como educación, salud pública y seguridad social³⁵, que en su conjunto absorbieron el 28% de los gastos en igual período.

La política de gasto desempeñó un papel crucial en cerrar la brecha fiscal. Como era de esperarse, en una coyuntura de drástica caída de las importaciones en un país importador neto de bienes de capital, la inversión pública real debió reducirse al ritmo de 9% anual entre 1989 y 1997. Durante ese lapso, los gastos corrientes del Estado disminuyeron también, aunque con mayor moderación (4% al año). Con todo, los mayores logros estabilizadores se alcanzan con la disminución de los subsidios al sector de empresas públicas.³⁶

Al inicio del período especial, los subsidios asociados a las pérdidas de las empresas públicas habían crecido al ritmo medio de 15% anual y llegaron a representar el 42% del PIB en 1993. Muchos de esos costos se originaron en la decisión de sostener los puestos de trabajo, aun cuando las plantas hubiesen suspendido actividades. Ya en 1994, los desequilibrios comenzaron a ceder hasta llegar apenas al 10% del PIB en 1997. Las medidas instrumentadas fueron de muy variada naturaleza, desde la transformación de las granjas estatales en cooperativas, el redimensionamiento de las empresas o la descentralización del comercio exterior.

Los subsidios a las empresas comprenden dos conceptos fundamentales:

- los originados por decisiones gubernamentales (subsidios por diferencias de precios y a productos seleccionados)
- los que absorben pérdidas operativas

Los subsidios por diferencias de precios surgen del comercio minorista racionado (la llamada "libreta"), que es subvencionado por el Estado y protege los siguientes productos, integrantes de la canasta básica:

³⁴ Antes de 1990 las empresas podían formar un fondo a partir de sus cargos por amortización de activos fijos y financiar con ello la reposición de sus activos. A partir de 1994, se está reimplantando de forma paulatina este procedimiento.

³⁵ La seguridad social incluye varios componentes de subsidio, sobresale entre ellos los que reciben las empresas para evitar despidos de mano de obra. Se trata del salario de los trabajadores clasificados como "disponibles", pero que mantienen vínculos con la empresa original, la cual paga al trabajador y el presupuesto se lo reintegra. Asimismo, las personas sin ingreso que no gozan de pensiones reciben una prestación monetaria de asistencia social.

³⁶ Cfr. ROSENTHAL, Gert, et al., *La economía cubana. Reformas estructurales y desempeño en los noventa*. México: Naciones Unidas / CEPAL, 1997. pp 89-97.

Producto	Importe subvencionado en 1997 (en millones de pesos)
Carne de res	59.4
Carne de ave	1.8
Pescado	16.2
Leche	59.8
Azúcar	58.5
Café	14.8
Arroz	3.6
Frijoles	0.9
Otros Productos Alimenticios	133.5
Combustible Doméstico	72.9
Otros Productos Industriales	26.6
Total	450.0

El subsidio a productos está relacionado fundamentalmente con los fondos exportables, entre los que se destacan los productos agropecuarios como el azúcar, los cítricos, el tabaco y el café, para los cuales se destinaron en 1997 una subvención estatal de 358.4 millones de pesos

Los subsidios para cubrir pérdidas operativas tienen el peso fundamental dentro de las transferencias al sector empresarial estatal (58% en 1997), aunque han mostrado una sostenida reducción a partir del año 1994, como resultado de la política de saneamiento de las finanzas internas y de reducción del déficit fiscal que se ha venido produciendo en la economía

En 1998 de las 2 mil 495 organizaciones empresariales, se prevé que 418 serán irrentables, es decir, el 16.7% del total. De ellas, 149 están subordinadas al Ministerio del Azúcar y 166 al Ministerio de la Agricultura, por lo que estos dos ministerios concentran el 75% de las empresas irrentables del país.

La situación del Ministerio del Azúcar es preocupante por el impacto que tiene este sector sobre la economía cubana. En 1997, el 55% de las pérdidas operativas del sector estatal se localizaron en este Ministerio y entre las causas principales se señalan la baja utilización de la capacidad instalada por falta de materia prima y consecuentemente bajos índices de eficiencia industrial, elevándose los costos por tonelada de azúcar, donde los gastos fabriles tienen una participación del 59% del total de los gastos. Del total de las pérdidas, más del 90% corresponden a los centrales azucareros.

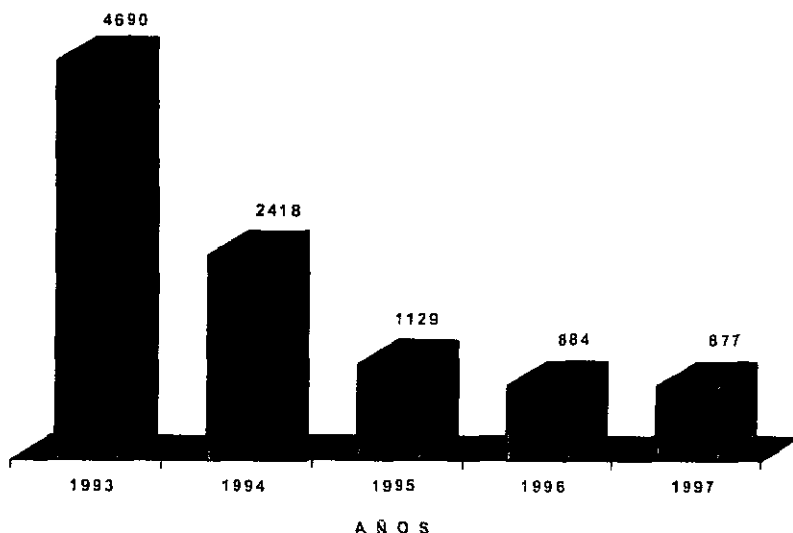
Asimismo, la dependencia del sector agropecuario de insumos importados como fertilizantes, piensos y combustible, además de fenómenos meteorológicos adversos como huracanes y sequías, entre otros factores, explican que a este sector se destinara en 1997 el 27% del total de subsidios estatales para compensar pérdidas operativas. Las mayores pérdidas se concentran en las empresas ganaderas con más del 50% del total.

En este sentido, a partir de 1994 cada empresa está obligada a preparar un programa de reducción de pérdidas con el objeto de fortalecer las restricciones presupuestarias y ninguna puede efectuar erogaciones por encima de su asignación inicial.

No obstante, en una economía donde el sistema de precios relativos registra distorsiones apreciables, resulta muy difícil establecer la diferencia entre pérdidas por variaciones de precios y las derivadas de ineficiencias. Un ejemplo es el caso de la industria azucarera, que como señalamos anteriormente recibe subsidios importantes, pero a su vez vende al Estado su

producto a un precio muy inferior de lo que las empresas obtendrían de exportar y cambiar sus ingresos a la tasa del mercado (aproximadamente 20 pesos por un dólar)³⁷.

Figura No.6: Subsidios estatales para cubrir pérdidas de las empresas públicas (millones de pesos a precios constantes de 1981)



Fuente: Ministerio de Finanzas y Precios

Como resultado de los programas adoptados, se ha logrado mejorar significativamente la relación de las empresas con el presupuesto (ver figura No.6). De esa forma, si en 1993 los subsidios que recibían las empresas eran 4.4 veces superiores (4 116 millones de pesos) a los aportes de las empresas rentables, para 1997 esa relación bajó a 1.25 veces (286 millones de pesos).

Ante la crisis económica, la política fiscal de Cuba viene persiguiendo dos objetivos centrales. Primero, lograr la estabilización macroeconómica, rompiendo la espiral inflacionaria generada a partir del resquebrajamiento del comercio exterior con los antiguos países socialistas. Segundo, emprender una reforma estructural orientada a racionalizar las actividades productivas y las funciones del sector público y a elevar la eficiencia en la asignación gubernamental de recursos.³⁸

Uno de los propósitos de esta reforma estructural es hacer más compatible el sistema tributario y legal con las normas internacionales, en reconocimiento al imperativo de la reconstrucción de las relaciones externas y a la necesidad de atraer más inversión extranjera. También se están modificando los sistemas de contabilidad pública para seguir las normas internacionales generalmente aceptadas.

³⁷ Las empresas (públicas o mixtas) no pueden en la actualidad efectuar operaciones de cambio fuera del mercado oficial, en el que se mantiene la paridad de un peso por dólar.

³⁸ Cfr. ROSENTHAL, Gert, et al., *La economía cubana. Reformas estructurales y desempeño en los noventa*. México: Naciones Unidas / CEPAL, 1997, p.73.

El cambio en la política de ingresos se dio con la promulgación, en agosto de 1994, de la Ley del Sistema Tributario, que modificó tanto la tributación directa como la indirecta. Entre sus propósitos fundamentales se incluyen los de proteger a las capas sociales de más bajos ingresos; estimular trabajo y producción, y contribuir a eliminar el exceso de liquidez.

Con la nueva Ley quedaron sujetas al gravamen sobre utilidades (33%) todas las empresas (anteriormente sólo lo pagaban las empresas mixtas y las sociedades anónimas) con un sistema simplificado en el caso de los negocios de menor dimensión. A partir de 1996, las empresas estatales se fueron incorporando en forma progresiva al nuevo sistema general. En 1997, el 58% de las empresas rentables estaban incorporadas al sistema tributario y para 1998 se estima que esta proporción se incrementa al 80%. En este sentido, en la presentación del Proyecto de Presupuesto del Estado para 1998 se señala

"En estos momentos, de conjunto con los distintos Ministerios, se evalúa la incorporación al sistema tributario y de relaciones financieras que lo complementa, del resto de las empresas rentables que aún no lo están. Se ha demostrado que la incorporación a esos sistemas genera una tensión financiera que propende a una mayor eficiencia"³⁹.

Los resultados de la política seguida son satisfactorios, lo que se refleja en el hecho de que entre 1995 y 1997 los ingresos del impuesto sobre utilidades se han cuadruplicado

Por otra parte, se creó el impuesto sobre los ingresos de las personas físicas, con una escala progresiva (5% para el tramo de 0 a 3000 pesos anuales, con una tasa marginal de 50%, aplicable a ingresos anuales superiores a 60 000 pesos, o sea 25 veces el salario promedio). En principio todos los ingresos (sueldos, salarios, intereses, dividendos, utilidades cambiarias) quedan gravados. Ahora bien, atendiendo a las condiciones de la economía y a problemas de la logística recaudatoria, se decidió exonerar temporalmente los salarios y pensiones en moneda nacional. Por lo tanto, este impuesto se concentró en las actividades mercantiles por cuenta propia y, a partir de 1996, en los ingresos en divisas de ciertas categorías profesionales

En este sentido, es destacable la disciplina fiscal de los contribuyentes (personas físicas), pues el 91.7% presentó en tiempo las declaraciones juradas (sobre las cuales se hace el cálculo de los impuestos) correspondientes al ejercicio fiscal de 1997. A nivel internacional, se consideran como buenos porcentajes entre el 75 y el 80.

En mayo de 1997 se legalizó el alquiler de inmuebles y se creó un impuesto calculado sobre la base de las características de la propiedad arrendada. Se estima que un 20% de los turistas, descontando los cubanos no residentes, se hospedan en casas particulares.

La Ley del Sistema Tributario modificó también los impuestos indirectos. Como se señaló anteriormente, el sistema descansaba sobre el impuesto de circulación y a partir de 1994 se impusieron contribuciones especiales sobre ciertos productos de consumo, como tabaco y bebidas, que derivaron en aumentos importantes de los precios (se multiplicaron por un factor de 5 a 10 según los productos). El nuevo sistema establece un impuesto *ad valorem* sobre las ventas, que se aplica a las ventas finales de los recién creados mercados agropecuarios y ferias industriales. En el futuro se prevé sustituir el impuesto a la circulación por este gravamen a las ventas⁴⁰.

³⁹ Millares, M., "Presentación del proyecto de presupuesto del Estado para 1998". Periódico *Trabajadores*. La Habana, lunes 15 de diciembre de 1997, p.4.

⁴⁰ Existe una diferencia fundamental entre el anterior impuesto de circulación y el nuevo sistema. Esta resulta de una sencilla diferencia entre los precios minorista y al por mayor; el impuesto de circulación disminuye con el costo de producción. El impuesto sobre ventas, al contrario, se calcula *ad valorem* y el impuesto especial es fijo.

El impuesto por prestación de servicios se estableció con anterioridad a la Ley Tributaria y grava básicamente dos rubros: la gastronomía estatal (no incluye las realizadas por el sector privado) y el consumo eléctrico. Como en el caso de algunos bienes de consumo, a partir de 1994 se estableció una sobretasa especial aplicable a los tramos de mayor consumo de electricidad (50% de la población no lo paga). Así, de 9 centavos por consumo mensual hasta de 100kw, se elevó a 20 centavos de 100 a 200kw y a 30 centavos por el tramo de consumo superior a 200kw. A partir de 1996, la empresa eléctrica retiene un centavo del impuesto de circulación normal para cubrir los mayores costos de generación. También subieron los precios del transporte (61% el ferroviario, 80% el aéreo y 116% el interurbano de ómnibus) y de la gasolina, las tarifas postales y el suministro de agua.

La Ley Tributaria establece una contribución especial de los trabajadores asalariados a la seguridad social que está entre el 5 y el 7% del salario devengado, la cual hasta la fecha sólo se aplica a un grupo de empresas, seleccionadas dentro de un programa de perfeccionamiento empresarial. La contribución a la seguridad social que aportan las empresas se calcula en algo más que el 14% de la nómina de salarios. El empleador tiene la facultad de retener 2% a fin de cubrir los gastos sociales que efectúa directamente la propia empresa. La Ley introduce para las empresas rentables un gravamen a la utilización de la fuerza de trabajo del 25%. En el caso particular de las empresas resultantes de *joint ventures* con inversionistas del exterior, sólo es aplicable un impuesto de 25% en divisas, sobre la nómina de sueldos, salarios y prestaciones, sujeta a resultados positivos de la empresa durante el ciclo fiscal.

A partir de 1995 comienzan a cobrarse nuevamente los aranceles, los cuales se extienden a todo tipo de importaciones, incluso a las del Estado. Al efecto se tomó la estructura tarifaria vigente en 1959, eliminando las "crestas" impositivas. El impuesto *ad valorem* máximo era de 80%. Una modificación a la Ley, de julio de 1996, redujo el máximo a 30% y el promedio aritmético del arancel de 11.9 a 10.4%, incluyendo ciertos elementos de protección a actividades seleccionadas como es la expedición de licencias a las importaciones de mercancías. El arancel se paga en la moneda en la cual se llevan a cabo las transacciones de la empresa, divisas o pesos, a criterio del Ministerio de Finanzas.

En 1996, con la ampliación de los derechos de propiedad privada y de la economía de mercado, se crearon o reactivaron ciertos impuestos específicos como publicidad y posesión de bienes (embarcaciones, fincas urbanas y rurales). Asimismo, se incorporan también percepciones por usufructo de la propiedad estatal (básicamente terrenos) que pagan las empresas mixtas, sobre todo en los sectores de la minería y el turismo, así como gravámenes por la explotación de recursos naturales y la protección del medio ambiente (incluye, entre otros, uno adicional de 15% sobre las utilidades de empresas explotadoras de recursos naturales).

La gradual aplicación de la nueva Ley Tributaria se concreta en un aumento de las contribuciones del sector no estatal y de la población. En 1995 estos dos sectores representaban 6.7% de los ingresos totales; en 1997 la aportación fue de 8% y para 1998 la participación del sector no estatal y la población en los ingresos fiscales debe alcanzar el 10.5%, según el Presupuesto del Estado para 1988 aprobado por la Asamblea Nacional. Esa cifra se sitúa todavía por debajo del aporte potencial del sector privado, en particular porque buena parte de las actividades productivas no estatales se ubican en el sector cooperativista agropecuario, que no se ha incorporado todavía al nuevo sistema tributario. Luego de un inicio difícil, las cooperativas han mejorado su rentabilidad, especialmente en las actividades agrícolas no cañeras que se benefician de ventas en el mercado libre (donde pagan el impuesto de venta en los mercados agropecuarios, que varía entre 5 y 15%, según la localidad).

Los resultados de la nueva política fiscal son altamente satisfactorios. Entre 1993 y 1997 se logró disminuir el déficit fiscal en un 93% a precios constantes, asimismo la relación déficit / producto interno bruto mejoró significativamente al pasar de 34% en 1993 a 2% en 1997. Lo más

significativo de estos resultados es que se alcanzaron sin afectar los programas sociales, sino con una política más restrictiva en relación al financiamiento de la actividad productiva estatal.

1.4. La doble circulación monetaria

Durante el período colonial, circularon en Cuba distintas monedas de oro españolas y francesas, situación que cambió con la intervención militar norteamericana, ocurrida entre 1898 y 1902, y la introducción del dólar como patrón, en detrimento de dichas monedas.

En 1914 se creó la ley que daría vida al sistema monetario nacional, pero no previó la emisión de papel moneda y ratificó la vigencia de la moneda norteamericana. La ley disponía que la moneda nacional tendría como patrón el oro y por unidad el peso, con un contenido metálico bruto de 1,6718 gramos y un fino de 1,5046. El oro tendría fuerza liberatoria ilimitada; la plata sólo en la proporción del 8% de la cantidad a pagar, liberando totalmente las obligaciones que no excedieran de diez pesos; y el níquel tendría fuerza liberatoria hasta un peso.

En 1934 se desmonetizó el oro y se estableció la plata como nuevo patrón metálico con fuerza liberatoria ilimitada. Se emitieron los primeros billetes, que fueron designados como certificados de plata en virtud de su respaldo. Estos fueron desmonetizados en 1953.

El 23 de diciembre de 1948 se aprueba la Ley 13 que creó el Banco Nacional de Cuba como banco central del Estado y único órgano emisor de la nación. Sin embargo, este no comienza a operar hasta el 27 de abril de 1950, año en que se pusieron en circulación sus primeros billetes en series de 1949 y 1950. La propia Ley 13 establecía un período de un año durante el cual se autorizaba la circulación de la moneda norteamericana conjuntamente con el peso cubano. Posteriormente ese plazo fue ampliado hasta junio de 1951, fecha en que debía circular solamente la moneda cubana, aún cuando de *facto* continuó circulando la moneda norteamericana hasta finales de la década de los años cincuenta.

Después del triunfo revolucionario de 1959 y de acuerdo a la nueva política económica y monetaria implementada desde entonces, se adoptaron una serie de medidas dirigidas a establecer sanciones penales para aquellas personas que mantuvieran en su poder monedas extranjeras o efectos denominados en moneda extranjera y que no estuvieran expresamente autorizados para ello.

A partir de 1992, como parte de las medidas adoptadas para hacer frente a la crisis, el gobierno cubano adoptó un conjunto de reformas que introdujeron cambios significativos al anterior esquema de economía centralmente planificada. Una de esas medidas fue la despenalización de la tenencia de divisas.

Desde hace varios años, en Cuba las unidades económicas se mueven en dos grandes campos fácilmente identificables. Por un lado, la esfera planificada donde las empresas estatales, enfocadas al mercado interno, venden su producción a precios de lista a empresas mayoristas para su distribución a la población a precios subsidiados, y por otro lado, una esfera de mercado, donde se localizan los mercados agropecuarios e industriales⁴¹, el trabajo por cuenta propia, las entidades con inversión extranjera, las tiendas de recuperación de divisas y los

⁴¹ Los mercados industriales tienen características similares a los mercados agropecuarios, pero con la diferencia de que el peso fundamental recae en las empresas estatales y los trabajadores por cuenta propia. Además, por la insuficiencia de insumos y las prioridades del consumo de la población, estos mercados no han tenido un gran desarrollo.

circuitos económicos autónomos (manejados en divisas) que se han diseñado para la reconstrucción del sector externo.⁴²

En este sentido, a pesar de los cambios introducidos en el sistema económico, el Estado continúa desempeñando un papel importante en la producción y en la asignación de recursos, con reglamentaciones estrictas sobre las inversiones y el manejo de los insumos. No obstante, la planificación central está cediendo gradualmente el paso a controles de orden indirecto, sobre todo a escala macroeconómica.

Las transacciones en la esfera planificada se realizan, principalmente, en pesos cubanos, mientras que en la esfera de mercado se utilizan, básicamente los dólares estadounidenses o el peso cubano convertible, aunque en algunas operaciones puede utilizarse además el peso cubano.

Muchas de las transacciones dentro de la esfera planificada y entre ésta y el mercado (interno o externo) se realizan al tipo de cambio oficial. Así, una empresa mixta que opera para la exportación tiene que cubrir sus gastos internos o sus impuestos al tipo de cambio oficial y una entidad pública paga sus importaciones a ese mismo tipo de cambio, pero tiene que alcanzar el equilibrio en su presupuesto de divisas. El sistema de pagos en divisas se extiende también al sector interno de la economía y así, desde 1996, las empresas autorizadas a operar en moneda extranjera cubren en divisas las compras de algunos bienes y servicios fabricados internamente a partir de insumos nacionales o importados.

Por otra parte, hay conexiones recíprocas entre las esferas de precios planificados y de mercados. El sector azucarero transfiere sus divisas al tipo de cambio oficial pero, en caso necesario, el Estado le otorga subsidios que le permiten sufragar sus gastos en moneda convertible o en pesos. Las entidades empleadoras reciben divisas de las empresas o asociaciones con capital extranjero y, a la vez, cubren los salarios en pesos, mas algunos incentivos que pueden consistir en sobresueldos en pesos convertibles. Algunas entidades, como las centrales de generación eléctrica y las refinerías de petróleo están autorizadas a contabilizar sus ventas en dólares, a pesar de que gran parte de éstas se cobran a la población en pesos cubanos.

Las transacciones en divisas entre la esfera de mercado y la de planificación se efectúan en las Tiendas de Recuperación de Divisas (TRD)⁴³, donde se valúan implícitamente al tipo de cambio paralelo, determinado por el juego entre oferta y demanda. Por lo general, a ese mercado acuden personas físicas, ya que las empresas no están autorizadas a efectuar transacciones fuera del mercado oficial de divisas. No obstante, algunas empresas estatales ofrecen sus productos en estas tiendas, que representan para ellas un mercado de "frontera", considerado como exportaciones. Se estima que a finales de 1997, las ventas de productos nacionales representaron el 41% del total de las ventas del segmento de mercado que opera en divisas.

A las TRD pueden acudir los trabajadores por cuenta propia para adquirir insumos que requieren en su actividad empresarial, pero la demanda mas importante surge en función de las necesidades de compra de las familias, sea de artículos no disponibles o de oferta insuficiente en los mercados controlados (artículos de consumo, sobre todo alimentos o ropa y efectos electrodomésticos).

⁴² La CEPAL, en su informe "La economía cubana, reformas estructurales y desempeño en los noventa", se refiere a esta nueva esfera económica, como segunda economía.

⁴³ Las Tiendas de Recuperación de Divisas (TRD) es una cadena de establecimientos de comercio minorista controladas por el Estado, que ofrecen bienes y servicios en moneda libremente convertible con el objetivo de garantizar que la mayor parte de las divisas en poder de la población ingresen a las cajas estatales.

El Estado mantiene un estricto control de la mayor parte de los ingresos en divisas de las entidades, fundamentalmente de las estatales. Por conducto de la Comisión de Divisas⁴⁴, se recaudan los saldos de las empresas estatales con superávit y se canalizan hacia empresas prioritarias que presentan déficit en moneda convertible. No obstante, las empresas públicas de comercio exterior, y sobre todo las privadas o mixtas, pueden usar con cierta libertad las divisas que generan para adquirir insumos, nacionales o extranjeros, o pagar dividendos y regalías.

A partir de las medidas adoptadas a mediados de 1993 para la legalización de la tenencia y circulación de divisas por parte de personas físicas, aumentó considerablemente el nivel de posesión de divisas por la población, calculándose que a mediados del año 1997, alrededor de la mitad de la población participaba en el segmento de mercado que opera en divisas (en 1995 la relación era del 44%).

Las personas físicas reciben las divisas básicamente a través de las remesas familiares del exterior, los incentivos salariales o los gastos de los turistas. Con la creación de Casas de Cambio, S.A., a mediados de 1995, se institucionalizó la compra⁴⁵ (o venta) de dólares por la población, utilizando el tipo de cambio del mercado paralelo⁴⁶, con lo que disminuyó considerablemente el volumen de estas operaciones que se realizaban en el mercado negro. Sin embargo, las transacciones que se realizan en la red de casas de cambio son comparativamente pequeñas (se estiman en 5 millones de dólares anuales) en relación, por ejemplo, al flujo de 800 millones de dólares de remesas del exterior.

A partir de 1993 las remesas familiares han ganado importancia creciente en el sector externo de la economía cubana, previéndose un incremento de este ingreso a raíz de la decisión del presidente de los Estados Unidos (en marzo de 1998) de descongelar este flujo de fondos hacia Cuba. Por otra parte, el potencial de crecimiento es elevado si se considera, por ejemplo, que el flujo de remesas que recibe Cuba apenas equivale a dos tercios del que ingresa a El Salvador, pese a que la población emigrada del primero es superior en número e ingresos.

Las remesas familiares en Cuba actúan como flujos que complementan el ingreso de las familias y que brindan un poder de compra que contribuye a sostener y ampliar las transacciones de los mercados agropecuarios e industriales y de las tiendas de recuperación de divisas (TRD).

Como parte de las medidas para estimular el crecimiento de la producción y la eficiencia en sectores estratégicos de la economía, se han diseñado diversos esquemas de incentivos laborales que se establecen sobre la base dólar o peso convertible. Al finalizar el año 1997, estos sistemas de estimulación en divisas beneficiaban a 1,4 millones de trabajadores, que representan un 37% de las personas empleadas por el Estado y las Unidades Básicas de Producción Cooperativa (UBPC).

Una importante fuente de ingresos en divisas de la población se constituye por los gastos de los turistas. En este sentido, si bien el grueso de los ingresos brutos del turismo⁴⁷ se perciben por las empresas estatales o asociaciones con capital extranjero que operan el turismo internacional, la derrama de divisas a la población aumenta en la medida que crece el número de visitantes (en 1997 llegaron al país 1 180 000 turistas). Los ingresos provienen básicamente del alquiler de coches, servicios gastronómicos en pequeños restaurantes familiares ("paladares") y

⁴⁴ La Comisión Central de Divisas se creó a mediados de los años ochenta con el objetivo de trazar las políticas y llevar a cabo la administración de esos activos.

⁴⁵ Realmente la población puede comprar pesos convertibles, equivalentes al dólar y con igual fuerza liberatoria que éste dentro del país.

⁴⁶ Las autoridades monetarias han adoptado la política de no intervención, dejando flotar libremente la moneda nacional en el mercado paralelo.

⁴⁷ En 1997, el sector turismo aportó ingresos brutos en divisas por 1 546 millones de dólares.

sobre todo de la renta de viviendas, pues se estima que alrededor del 20% de los turistas se hospedan en casas particulares.

Las medidas adoptadas en relación a la utilización de una divisa extranjera en muchas de las transacciones internas del país trajo como consecuencia la circulación paralela de dos tipos de monedas, el peso cubano y el dólar (o su sustituto eventual, el peso convertible). Sin embargo, los problemas derivados de la doble circulación no se originan en la presencia de estas dos monedas, sino en la coexistencia de dos tipos de cambio muy diferentes: el oficial y el informal.

El tipo de cambio oficial, de un peso por un dólar, se fijó en octubre de 1914, cuando se creó el peso cubano, y no ha variado desde entonces, se utiliza para todas las transacciones interempresariales, ya sea en el sector estatal o en entidades con participación extranjera. El tipo de cambio oficial desde hace muchos años no expresa el valor real del peso cubano, significa un subsidio a las empresas que tienen un mayor nivel de importaciones y una penalización a las principales exportadoras. En una reunión de bancos centrales de países miembros del Sistema Económico para América Latina (SELA), Francisco Soberón, Presidente del Banco Central de Cuba, reflexionaba sobre este tema:

En las condiciones de nuestra economía, esto más que constituir un desaliento a la exportación o un incentivo a la importación, lo que ha traído como resultado es que se subvalore el objetivo de rentabilidad en moneda cubana y que las empresas luchen por incrementar su eficiencia, medida solamente en términos gastos-ingresos en moneda libremente convertible.⁴⁸

La cotización paralela del peso (mercado negro) surgió desde 1959, a raíz del establecimiento de los controles de cambio, y persistió durante los 20 años que siguieron a la nacionalización del sistema bancario y a la reforma monetaria de 1961. En ese lapso no solía exceder de 8 pesos por dólar, hasta que a partir de 1991 comenzó un deterioro de la moneda nacional, que alcanzó su punto máximo en 1994⁴⁹, cuando el dólar se cotizó a 95 pesos como promedio en ese año. El tipo de cambio informal se utiliza, básicamente, para las transacciones que realiza la población ya sea en los mercados agropecuarios o industriales y en las casas de cambio.

La oferta y la demanda de dólares de las empresas y el gobierno afectan poco a la formación del tipo de cambio paralelo, porque éste se mantiene en el ámbito de la economía familiar. Por lo tanto, las amplias oscilaciones cambiarias que se registraron a partir de 1991 van de la mano de las políticas monetaria y fiscal que instrumentó el gobierno.

En consecuencia, no es accidental la recuperación del valor del peso que siguió al cambio de estilo de la política macroeconómica y a la instrumentación del programa de estabilización a partir de la segunda mitad de 1993, aunado al incremento paulatino de la oferta de bienes y servicios, fundamentalmente a través del mercado agropecuario.

En este sentido, una de las prioridades de la política fiscal y monetaria aplicada es el saneamiento de las finanzas internas, mediante la disminución de la cantidad de dinero en circulación, que en el caso de Cuba se mide por la Liquidez Monetaria (efectivo en circulación y ahorro ordinario de la población).

Una de las características *sui generis* de la crisis económica cubana es que desde su inicio, las autoridades adoptaron la política de trasladar a la población el menor costo social

⁴⁸ Sánchez Cruz, José, "Cambios en la banca cubana". Revista del Banco central de Cuba. La Habana: CIBE, junio 1998, No. 1, p. 7.

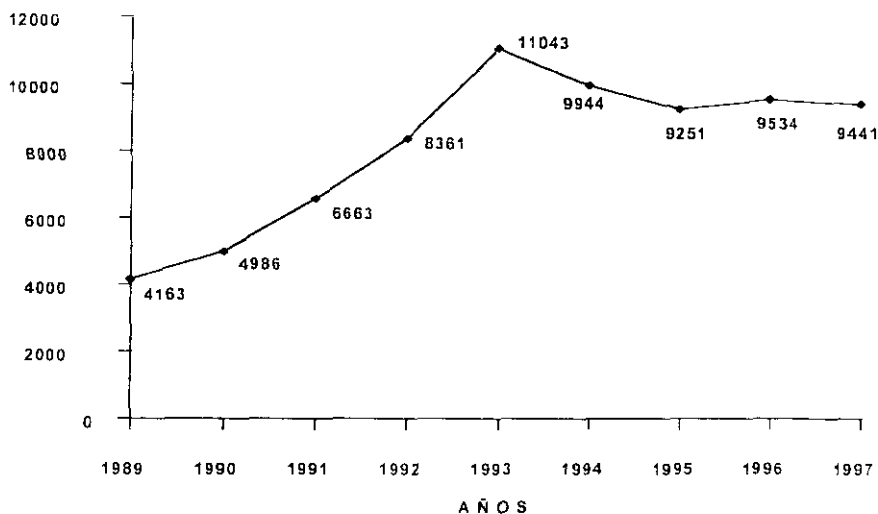
⁴⁹ En el año 1994, el mercado paralelo se desploma por una aceleración del movimiento migratorio, conocida como "crisis de los balseros", lo cual se tradujo en una brusca demanda neta de dólares.

posible de esta crisis. Es por ello, que durante varios años y a pesar de que muchas empresas trabajaban muy por debajo de su capacidad e incluso fue necesario detener la producción en algunas de ellas por falta de insumos o de mercado, los salarios nominales de los empleados no se afectaron ni se realizaron despidos masivos.

Por otra parte, el costo de la crisis se solventaba con mayor financiamiento directo (crédito a las empresas) o indirecto (monetización del déficit fiscal). Naturalmente, esta política trajo como consecuencia una gran emisión monetaria sin respaldo de bienes (en un contexto de caída del PIB y de fuerte disminución de las importaciones), por lo que el coeficiente de liquidez de la economía subió rápidamente.

Durante los primeros años de la crisis (1989-1993), la liquidez monetaria aumentó a un ritmo anual de 23%. En 1993, el coeficiente de liquidez con relación al producto llegó al 73% y para tener un punto de comparación, considérese que este indicador se colocó en promedio en 24% en República Dominicana, 27% en Costa Rica y 23% en Guatemala, e incluso en Nicaragua, durante la fase hiperinflacionaria, el coeficiente de liquidez no excedió de 64%.⁵⁰

Figura No.7: Liquidez Monetaria
(Millones de pesos)



Fuente: Banco Nacional de Cuba

Es natural, que en un contexto de excesiva circulación de la moneda nacional y escasez de bienes y servicios, la demanda de dólares aumentara como vía para obtener los bienes insuficientes o inexistentes en el mercado de moneda nacional, por lo que la cotización del dólar en el mercado informal se eleva a niveles nunca antes alcanzados.

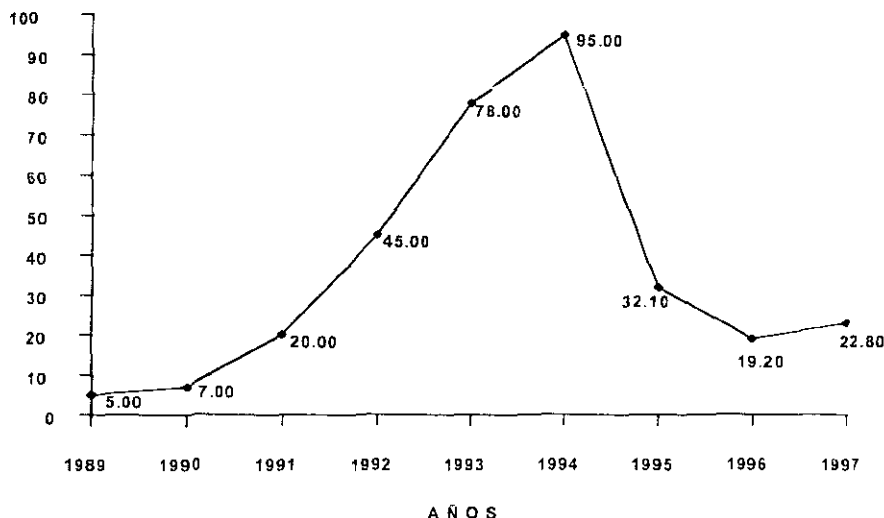
Hasta 1993, la evolución del tipo de cambio paralelo siguió una tendencia muy similar a la registrada por la liquidez monetaria acumulada (ver figuras 7 y 8). Sin embargo, a partir de ese

⁵⁰ Cfr. ROSENTHAL, Gert, et al., *La economía cubana. Reformas estructurales y desempeño en los noventa*. México: Naciones Unidas / CEPAL, 1997, p.122.

año, una serie de sucesos tanto políticos como económicos influyeron para que estas variables no evolucionaran de forma paralela como venía ocurriendo.

La mayor liquidez monetaria se dio a finales de 1993 (11 043 millones de pesos), mientras que el tipo de cambio del peso frente al dólar continuó su curso ascendente (de 45 pesos por dólar a inicios de año pasó a 55 a mediados y concluyó el año a 100 pesos por dólar). Al año siguiente, a pesar de que la liquidez monetaria disminuyó en más de mil millones de pesos la tasa de cambio promedio se elevó a 95 pesos (en 1993 fue de 78). En este sentido, el auge del movimiento migratorio que se dio durante la primera mitad de 1994 y que desencadenó la llamada "crisis de los balseros" en el mes de agosto de ese año, originó una brusca demanda de dólares que elevó el tipo de cambio al nivel más alto de su historia (130 pesos por dólar a mediados de 1994). Una vez solucionada la crisis, el tipo de cambio baja nuevamente hasta colocarse a 60 pesos por dólar a finales de 1994.

Figura No.8: Tipo de cambio extraoficial promedio anual (pesos por dólar estadounidense)



Fuente: Banco Nacional de Cuba

Nota: Para los años de 1989 a 1992, el dato corresponde al tipo de cambio al final del año, pues en ese periodo no se llevaba un registro estadístico de la evolución de la variable.

En 1995, la liquidez monetaria acumulada disminuyó en casi 700 millones de pesos, mientras que el peso se apreció en un 66%. La reducción de la liquidez se obtuvo como consecuencia de las medidas de carácter fiscal y de precios implementadas en 1994 para el saneamiento de las finanzas internas, con resultados positivos en 1995, tales como: incremento de precios a productos no esenciales (cigarros y bebidas); incremento de las tarifas de consumo de electricidad, agua, transporte; introducción del cobro por servicios de alcantarillado; eliminación de gratuidades tales como la alimentación en centros educacionales y el acceso a instalaciones deportivas y culturales. La disminución de los saldos líquidos en poder de la población se localizó fundamentalmente en el ahorro ordinario (92% del total) que se redujo en un 10%. Al mismo tiempo, se fortalece la tendencia a la concentración monetaria en un número

menor de cuentas de ahorro (pero con saldos más elevados), cuyos poseedores son, en buena medida, los que operan en la economía no estatal. Esto debido al desplazamiento de los ingresos de un amplio sector de la población hacia la economía no estatal (no subsidiada) ante el bajo nivel de la oferta de productos normados.

En 1996 se revierte la tendencia a la disminución de los balances monetarios al aumentar la masa de dinero en circulación en 283 millones de pesos (3%), mientras que el peso continúa apreciándose, esta vez en un 41% en relación al promedio del año anterior. El incremento de la liquidez monetaria se concentró en el efectivo en circulación que creció en un 12% (434 millones de pesos), ya que el ahorro ordinario disminuyó en un 2.6%. Dos razones fundamentales incidieron en que aumentara el efectivo en circulación. En primer lugar, la contracción de la demanda de productos no esenciales por parte de la población⁵¹, tales como los cigarrillos y las bebidas alcohólicas, los que en años anteriores constituyeron una de las principales vías de reducción del efectivo en circulación por el impuesto que grava fuertemente estos productos. En segundo lugar, en ese año se consolida la actividad de las Casas de Cambio, introduciéndose en la circulación monetaria unos 271,5 millones de pesos, como resultado neto de las transacciones en efectivo en la compraventa de moneda libremente convertible efectuadas por la población.

Durante 1997 la masa monetaria en circulación registró una ligera disminución de 1% (93 millones de pesos) con respecto al año anterior, al tiempo que la moneda nacional se depreció en 18,8%, pasando el tipo de cambio promedio de 19.20 pesos por dólar en 1996 a 22.80 pesos en 1997. Al igual que durante 1996, en el año 1997 continúa la tendencia a la disminución de los saldos de las cuentas de ahorro (inferiores en 2.3%), mientras que aumenta ligeramente el efectivo en circulación en 0,8%. Por otra parte, en 1997 los ingresos en pesos cubanos obtenidos por la población como resultado de las operaciones netas de compraventa de dólares estadounidenses y pesos cubanos convertibles, en las casas de cambio, crecieron en un 16%, lo que implica que las ventas de pesos convertibles a la población fueron inferiores a las compras de dólares por las casas de cambio, lo cual en condiciones de libre mercado hubiera movido el tipo de cambio a la baja y no a la alza, por lo tanto es cuestionable que el Estado esté manteniendo una actitud pasiva en la fijación del tipo de cambio y en la práctica cada la política de priorizar la recepción de divisas, se imponen ciertas limitantes para la venta de pesos convertibles a la población. Asimismo, dada la evolución reciente tanto del tipo de cambio como de la masa monetaria, se aprecia que la participación del mercado informal en la fijación de la tasa de cambio continúa siendo determinante⁵².

1.5. Reestructuración del sistema bancario nacional

Los primeros antecedentes en Cuba de operaciones de ahorro, préstamo y descuento se remontan al año 1833 cuando se establecieron casas que realizaban estas operaciones. Sin embargo, no es hasta 1854 que se crean los primeros bancos: la Real Caja de Descuentos y el Banco de Comercio. Dos años más tarde, aparece el Banco Español de la Habana, que incorpora a la Real Caja de Descuentos y se convierte en 1881 en el Banco Español de la Isla de Cuba con facultad de emisión. El proceso de creación de nuevos bancos y casas comerciales continuó hasta finales del siglo, aunque paralelamente tuvo lugar la quiebra de muchas de ellas.

La desaparición de muchas de estas instituciones se debió, entre otras razones, a los procesos inflacionarios provocados por las arriesgadas operaciones que se realizaban, al poner

⁵¹ Como lógica respuesta al incremento de los precios de este tipo de productos decretado en 1994.

⁵² En el mercado negro el margen de compraventa es inferior en un 5% aproximadamente al de las casas de cambio y por lo tanto más favorable a la población. Las operaciones del mercado negro al realizarse entre personas físicas no alteran la masa de dinero en circulación pero sí el tipo de cambio.

en circulación bonos, acciones y pagarés sin el debido respaldo económico; a la crisis económica de los años 1857 a 1866 que se produce en los Estados Unidos y que repercute en Cuba, unido a las represiones políticas del gobierno español contra los movimientos independentistas cubanos; y a las fluctuaciones del comercio exterior al aumentar la producción de azúcar de remolacha en Europa, que produjo una disminución de las exportaciones cubanas, a lo que se sumó la caída de los precios del tabaco. Al finalizar el siglo XIX, sólo dos bancos sobrevivieron esa crisis.

En los primeros veinte años del siglo XX, se fundaron alrededor de 58 bancos⁵³, la mayoría con una fuerte presencia de capitales extranjeros. Entre ellos el Banco de La Habana (1906), creado con capitales norteamericanos, ingleses, franceses y alemanes.

En 1920 el descenso súbito del precio del azúcar dió lugar al "crac bancario", quebrando la mayoría de los bancos cubanos por la insolvencia de sus deudores; mientras que los extranjeros sobrevivieron a la crisis al estar respaldados por sus casas matrices y predominaron en el sistema bancario. Esta crisis se prolongó por más de 10 años.

En los años siguientes, la situación financiera del país continuó deteriorándose, a pesar de cierta estabilidad en los años 1923 al 25, pero a partir de 1926 el descenso en la actividad económica se produce de manera continua hasta llegar a su punto más crítico en 1932.

No es hasta los años 1934 y 35 que comienza a observarse cierta reanimación en la economía, la cual cobra fuerza durante los años de la Segunda Guerra Mundial (1941 -1945) con el resultado de un incremento en la actividad crediticia, vinculada fundamentalmente a la producción azucarera y el comercio importador, estimulando el resurgimiento de la banca privada nacional. En 1941, aún cuando existían 77 entidades bancarias, el grueso de las operaciones prácticamente la realizaban 10 instituciones: 3 canadienses, 3 norteamericanas y 4 cubanas. Sin embargo, la inestabilidad del sistema bancario era evidente y a pesar de que en 1939 se había creado el llamado Fondo de Estabilización de la Moneda, sus funciones, limitadas a la actividad de control de cambio, no le permitían llenar la ausencia de un banco central⁵⁴.

En 1940, se promulga una nueva Constitución de la República de Cuba, la cual consigna el sometimiento de la moneda y la banca a la regulación y fiscalización del Estado, encargando a éste la fundación del Banco Nacional de Cuba, como banco de emisión y redescuento.

El proyecto de creación del Banco Central tomó ocho años en plasmarse en Ley y diez en comenzar a operar de forma efectiva, pues es en 1948 que se aprueba la Ley que lo constituye y en 1950 que comienza sus operaciones bajo el nombre de Banco Nacional de Cuba.

Desde su creación, el Banco Nacional de Cuba se mantuvo como órgano emisor de la nación y como banco central estaba, además, encargado de centralizar las reservas monetarias, vigilar y regular el crédito, crear y retirar medios de pago, actuar como agente financiero del Fondo de Estabilización de la Moneda, cooperar con éste en la política cambiaria de la nación, actuar como consejero económico del Estado y otras funciones inherentes a su condición de Banco Central.

En 1950, se creó el Banco de Fomento Agrícola e Industrial de Cuba (BANFAIC), con el propósito de unificar la política nacional de fomento de la producción y de facilitar el financiamiento de aquellas industrias que obtenían su materia prima de la agricultura. El

⁵³ Muchos de los bancos creados en este periodo surgen como resultado del auge de la producción azucarera provocado por la Primera Guerra Mundial (1914 - 1918).

⁵⁴ La Conferencia Financiera Internacional de 1920, efectuada en Bruselas, aconsejó el establecimiento de bancos centrales en todos los países.

BANFAIC trató de desarrollar el crédito en el sector campesino, por medio de la creación de asociaciones de crédito rural e introdujo cambios en la legislación civil y mercantil, con el propósito de brindar mayores garantías y facilidades de créditos.

Entre 1952 y 1955 surgieron además otras instituciones financieras como el Fondo de Seguros de Depósitos Bancarios (1952), la Financiera Nacional, S.A. (1953), el Fondo de Hipotecas Aseguradas (1953), el Banco Cubano del Comercio Exterior (1954) y el Banco de Desarrollo Económico y Social (1955).

El Banco Nacional de Cuba, siguiendo una política expansionista e inflacionaria, no se limitó sólo al redescuento inmediato y fácil de los créditos, sino que extendió esa tendencia a diferentes organismos paraestatales. Esta política expansionista trajo como resultado una voluminosa deuda pública y una pérdida casi total de los activos internacionales netos, dejando en una precaria situación las reservas libres del país, como resultado del enriquecimiento ilícito y el drenaje de capitales hacia el exterior, fundamentalmente del grupo gobernante.

Después del triunfo revolucionario de 1959, comenzaron a aplicarse por el Banco Nacional de Cuba, las primeras medidas encaminadas a evitar la extracción de más fondos por parte de funcionarios y colaboradores del régimen anterior. El nivel de reservas en poder del Banco impedía mantener el libre cambio de la moneda y se estableció un sistema de control de cambios y pagos internacionales y otras medidas de control monetario.

Durante el año 1960 se incorporó el BANFAIC al Instituto Nacional de la Reforma Agraria (INRA), como Departamento de Crédito Agrícola e Industrial; se extingue el Banco de Desarrollo Económico y Social y se transfieren sus bienes y derechos al Departamento de Crédito Agrícola e Industrial; se disuelve la Financiera Nacional y se autoriza al Banco Nacional de Cuba para liquidar los activos y pasivos de la misma.

En el propio año de 1960 se nacionalizan los bancos norteamericanos The First National City Bank of New York, The First National Bank of Boston y The Chase Manhattan Bank. Se nacionalizan las empresas privadas, las entidades bancarias nacionales y extranjeras; se disuelven el Fondo de Hipotecas Aseguradas, el Fondo de Seguros de Depósitos y el Fondo de Estabilización de la Moneda, mientras se mantuvo operando por un tiempo más el Banco Cubano del Comercio Exterior. Los bancos canadienses The Royal Bank of Canada y The Bank of Nova Scotia fueron adquiridos por el Banco Nacional de Cuba, mediante operación de compraventa en 1962. Por otra parte, también en el año 1960, Cuba no ratificó su ingreso en el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y se retiró del Banco Mundial.

En 1961, la Ley No. 930, Ley Orgánica del Banco Nacional de Cuba centralizó en un sólo banco las funciones de banco central, de inversiones, de operaciones internacionales, comercial y de ahorros⁵⁵. En ese mismo año, se efectuó el canje obligatorio de los billetes que estaban en uso por otros nuevos diseños, para evitar que ese circulante sirviera para financiar la contrarrevolución interna y externa.

En el año 1964 Cuba se retiró del Fondo Monetario Internacional (FMI), aunque no fue hasta el mes de enero de 1969 que completó el pago de sus obligaciones con esa institución.

Los últimos años de la década de los años sesenta fueron particularmente difíciles para el Banco Nacional. En el plano externo hubo momentos en que tuvo solamente dos

⁵⁵ Desde 1960, las instituciones financieras y bancos nacionalizados se habían integrado al Banco Nacional de Cuba, por lo que éste comenzó desde entonces a realizar funciones inherentes a la banca comercial y de operaciones con la población, lo que dio lugar a un sistema bancario único e integral. La ejecución paralela de las funciones inherentes a la banca central y comercial fue desarrollada por el Banco Nacional de Cuba hasta 1997.

corresponsales extranjeros para realizar las operaciones en moneda libremente convertible de todo el país y en el plano interno, a finales de esta década (1967-1970) se suprimen las relaciones de cobros y pagos entre empresas públicas y se reducen las funciones del Banco, mientras que se da un éxodo de fuerza de trabajo calificada hacia otros sectores de la economía en el marco de la etapa conocida como de "lucha contra el burocratismo".

Posteriormente, durante los años 70 las relaciones del Banco Nacional de Cuba con la comunidad bancaria y financiera internacional crecieron y se hicieron sólidas, lo cual se vio reforzado por la entrada de Cuba en el CAME en 1972, el incremento de los ingresos por exportaciones y la suscripción de importantes acuerdos de crédito a mediano y largo plazo. En ese mismo año (1972) se fundó en la plaza financiera de Londres el Havana International Bank Ltd. (HAVINT), subsidiaria del Banco Nacional de Cuba, con el fin de ampliar las relaciones financieras internacionales del país. Además, el Banco Nacional de Cuba estableció oficinas de representación en Zurich, Tokio, Madrid y Ciudad de Panamá.

Desde 1980, comienza a observarse una contracción en los vínculos financieros con el exterior expresada fundamentalmente en la reducción de préstamos y depósitos bancarios, situación marcada por presiones de carácter político, pues se cumplían con exactitud todas las obligaciones financieras. Estas circunstancias, unidas a la reducción de los precios del azúcar y al incremento en las tasas de interés, arrastró a Cuba a la crisis de la deuda externa del mundo subdesarrollado y obligó al país a iniciar un proceso para su reprogramación, lo cual resultó particularmente complejo al no contar con el apoyo de los organismos financieros multilaterales y tener que afrontar presiones de todo tipo para obstaculizar ese proceso.

En el orden interno se producen algunos cambios para hacer más eficiente el sistema bancario nacional. El primer paso se dio en 1983 con la creación del Banco Popular de Ahorro, el cual asumió las funciones de caja de ahorro de la población que hasta ese momento también estaban concentradas en el Banco Nacional de Cuba.

El segundo paso fue la promulgación, en 1984, de un nuevo Decreto Ley sobre el sistema bancario, en el cual se acentuaba el papel rector del Banco Nacional de Cuba y se detallaban los procedimientos para la creación de nuevos bancos. Sobre las bases de este Decreto Ley, en ese mismo año se otorga una licencia para el establecimiento del Banco Financiero Internacional, entidad independiente que opera como banco comercial especializado en operaciones con el exterior.

En los primeros años de la década de los noventa se inició el proceso de redimensionamiento de la economía cubana, el cual implicó, entre otros aspectos, la descentralización de diversas actividades como la producción agrícola⁵⁶ y el comercio exterior (el pequeño grupo de empresas estatales autorizadas a comerciar fuera de Cuba aumentó a 250). Por otra parte, se incrementó significativamente el número de oficinas de representación de firmas extranjeras, que ya suman más de 600, y la cantidad de entidades con participación de capital extranjero (más de 300). Asimismo, más de 70 entidades estatales comenzaron a operar sus propias cuentas en divisas y se estimuló el trabajo por cuenta propia que ya es ejercido por más de 175 mil personas.

Estas nuevas circunstancias en que se desarrolla la economía real, que implican nuevas relaciones monetarias, financieras y crediticias, condicionaron la necesidad de llevar a efecto una reorganización del Sistema Bancario Nacional, buscando el reordenamiento y definición de las responsabilidades de las entidades e instituciones que lo conforman. Adicionalmente, la

⁵⁶ En la actividad agrícola, el Banco Nacional de Cuba otorgaba préstamos y operaba las cuentas bancarias de alrededor de 300 empresas estatales. Con la creación de las UBPC se empezaron a brindar facilidades a más de 3000 cooperativas adicionales y a algo más de 94 mil productores independientes.

necesidad de acceder a todas las vías posibles de crédito externo requería de la existencia de un grupo de entidades bancarias y financieras que ayudaran a las empresas en ese propósito y que actuaran como intermediarias y promotoras de su gestión financiera internacional. En este sentido, Francisco Soberón Valdés, Ministro-Presidente del Banco Nacional de Cuba señalaba en el acto de conmemoración del 45 aniversario de la creación de la banca central en Cuba:

En el sector bancario en específico, es grande el reto que aún tenemos por delante pues se trata de diseñar e implementar un sistema bancario que se corresponda con las transformaciones económicas que tienen lugar en el país, que provea canales de pago rápidos, seguros y efectivos, que canalice el ahorro hacia los usos donde produzcan un mayor rendimiento y en general garantice el funcionamiento de la economía, con un Banco Central capaz de ejercer una función de supervisión efectiva y proponer e implementar la política monetaria que permita alcanzar los objetivos económicos que el país se plantea.⁵⁷

La reestructuración del sistema bancario cubano se propuso tres objetivos básicos:⁵⁸

1. Elevar la capacidad tecnológica y operativa de las agencias bancarias nacionales mediante la introducción acelerada y a gran escala de los más modernos medios de procesamiento automatizado de la información, las comunicaciones y la recalificación del personal para obtener los mayores resultados de estos medios.
2. Dotar al sistema de un grupo de entidades financieras con la versatilidad de formas organizativas e institucionales requeridas para responder a las necesidades de crédito y servicios bancarios del país y apoyar el desarrollo de los vínculos de las empresas e instituciones con los mercados financieros externos.
3. Dejar establecido un sistema bancario de dos niveles, supervisado por una sólida institución (su banco central), que sea además capaz de ocuparse de la emisión monetaria, proponer y ejecutar la política monetaria más conveniente a los intereses del país y conducir el proceso de normatización de las relaciones financieras internacionales.

El sistema bancario nacional está conformado actualmente por un banco central, cuatro bancos especializados y un grupo financiero (Nueva Banca) el cual controla 3 bancos, una empresa fiduciaria, una empresa financiera y las casas de cambio. Se integran además al sistema bancario 4 instituciones financieras no bancarias independientes y las oficinas de representación de instituciones financieras extranjeras (ver figura No.9).⁵⁹

Según la Ley, las instituciones financieras cubanas pueden constituirse de dos formas: como entidades estatales o como sociedades anónimas.

Las instituciones financieras estatales tienen carácter autónomo, personalidad jurídica independiente y patrimonio propio, deben cubrir sus gastos con sus ingresos y no responden por las obligaciones del Estado, sus organismos, órganos, empresas y otras entidades económicas, excepto en el caso que las asuman expresamente.

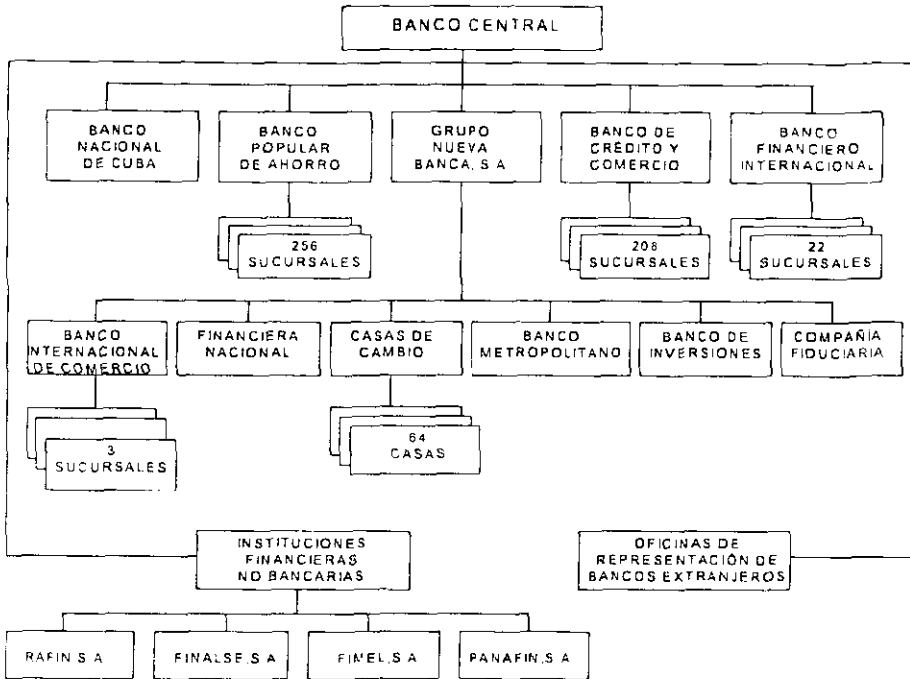
Por su parte, el capital de las sociedades anónimas debe estar representado por acciones nominativas suscritas y pagadas totalmente; asimismo se permite la aportación de capital extranjero dentro de los límites (proporción de participación de capitales extranjeros en relación al capital total) que establezca el Banco Central.

⁵⁷ Soberón, Francisco. Intervención en el acto por la conmemoración del 45 aniversario de la creación de la banca central en Cuba. La Habana, 20 de noviembre de 1995. p. 14.

⁵⁸ Cfr. BANCO CENTRAL DE CUBA, *El Sistema Bancario y Financiero de Cuba*. La Habana: BCC 1998 (2a. ed.), p.15-16.

⁵⁹ Cfr. BANCO CENTRAL DE CUBA, *El Sistema Bancario y Financiero de Cuba*. La Habana: BCC 1998 (2a. ed.), p.17-22.

Figura No.9: Estructura del sistema bancario cubano



Fuente: Banco Central de Cuba.

El Banco Central de Cuba (BCC), fue constituido oficialmente en mayo de 1997, mediante el Decreto-Ley 172, como autoridad rectora, reguladora y supervisora de las instituciones financieras (bancarias y no bancarias) y de las oficinas de representación que radican en el país. Como Banco Central debe velar por la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, contribuir al equilibrio económico y al desarrollo ordenado de la economía, custodiar y administrar las reservas internacionales del país, asegurar el normal funcionamiento de los pagos internos y externos, así como ejercer las funciones relativas a la disciplina y supervisión de las instituciones financieras y las oficinas de representación.

Asimismo, una función de gran importancia que debe desarrollar el Banco Central es la de proponer e implementar una política monetaria que tenga como objetivo primordial el control de la base monetaria, particularmente del agregado M1, o dinero para transacciones⁶⁰. Para ello, resulta necesario superar la pasiva política de los últimos años, donde la función del Banco Central se limitó a validar con emisión los déficit gubernamentales y de las empresas públicas⁶¹ para lo cual ya existe el basamento legal que señala: "El Banco Central de Cuba no puede emitir moneda nacional para cubrir déficit 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"⁶².

⁶⁰ El agregado M1 o dinero para transacciones es el dinero que se puede usar de manera directa para transacciones e incluye tanto el dinero circulante como los depósitos a la vista.

⁶¹ En el periodo 1989-1993 los saldos de liquidez del sistema bancario crecieron en forma espectacular (de 20 a 67% del PIB) y luego descendieron a 38% (1996).

⁶² Decreto-Ley No. 172 Del Banco Central de Cuba. Art. 20.

Por otra parte, le corresponde al Banco Central enfrentar el complejo tema de la deuda externa del país, cuyo saldo ascendió a fines de 1997 a 10 145,6 millones de dólares y cuyo servicio fue interrumpido desde 1986. En este sentido, a partir de 1995 se han mantenido contactos informales con el Secretariado del Grupo de Países Acreedores de Cuba en el Club de París con respecto a la deuda oficial, sin embargo la actual coyuntura internacional dificulta cualquier progreso en la dirección de encontrar una solución multilateral a este problema.

El Banco Nacional de Cuba (BNC), quedó liberado en 1997 de sus funciones de banca central y de rector del sistema bancario nacional, pero continúa con el registro, control, servicio y atención de la deuda externa que el Estado y el propio banco tienen contraída con acreedores extranjeros (con la garantía del Estado), con independencia de que el nuevo Banco Central tiene a su cargo todo el proceso de renegociación de la misma. El BNC, asimismo, tiene a su cargo el montaje de operaciones crediticias de alta complejidad, en las cuales estén involucradas instituciones oficiales extranjeras y empresas estatales.

En su carácter de banco comercial, el Banco Nacional de Cuba está facultado además para desarrollar funciones inherentes a la banca universal o de múltiples servicios y, en consecuencia realizar todo tipo de operaciones y negocios de intermediación financiera, en moneda nacional y en moneda libremente convertible.

Dentro de sus principales atribuciones se encuentran:

1. Obtener y otorgar créditos en moneda nacional y en moneda libremente convertible.
2. Librar, aceptar, descontar, avalar y negociar, en cualquier forma, letras de cambio, pagarés, cheques y otros documentos mercantiles negociables, denominados en moneda nacional y moneda libremente convertible.
3. Centralizar las relaciones oficiales con las entidades extranjeras de seguro de crédito oficial a la exportación, según decida el Banco Central de Cuba.
4. Constituir entidades de seguro de crédito oficial a la exportación con arreglo a la legislación vigente en materia de seguros.
5. Evaluar la gestión económica-financiera de las empresas y otras entidades económicas del país, ya sean estatales o no, en función de su gestión crediticia.

El Banco Popular de Ahorro (BPA), inició operaciones en 1983 y se especializa en el fomento al ahorro y el otorgamiento de créditos a la población incluyendo facilidades para la adquisición de viviendas, así como la atención a los pensionados. Realiza además, algunas funciones no bancarias como el cobro de ciertos servicios públicos como gas y electricidad. La mayoría de sus operaciones se realizan en pesos, excepto los depósitos en divisas que comenzó a captar desde 1995. La mayoría de sus pasivos son cuentas a la vista (48% de la población tiene cuentas de ahorro) que pagan una tasa nominal del 2% anual. Con el objetivo de fortalecer el ahorro popular, dispone de instrumentos de mayor rendimiento como las cuentas de formación de fondos o "descuentos de nómina" (4% de interés anual). Los depósitos en divisas incluyen tanto cuentas a la vista como a plazo (entre 3.5 y 4.5% de interés anual).

A partir de 1985, el Banco participó como intermediario financiero en la compra de vivienda, otorgando préstamos no hipotecarios blandos a 15 o 20 años. A la fecha, sin embargo, el 85% de la población es propietaria y ha reembolsado sus préstamos.

Dado que el banco no financiaba la actividad empresarial y sus líneas de crédito al consumo (entre 6 y 9% de interés) tenían poca demanda (básicamente por la ausencia de bienes que adquirir como automóviles y efectos electrodomésticos) su cartera de activos era muy líquida. Por consiguiente, el grueso (94%) de los activos los transfería al antiguo Banco Nacional, generando un ingreso de 2.3%. Los activos en divisas se depositan en bancos especializados en operaciones de comercio exterior. A partir de 1997, el Banco comenzó a asumir, gradualmente, funciones de banca universal, extendiendo sus servicios al sector empresarial.

Dentro de las principales funciones que puede desarrollar el Banco Popular de Ahorro están las siguientes:

1. Captar, recibir y mantener dinero en efectivo, en depósito a la vista o a término en las modalidades que convengan.
2. Conceder préstamos, líneas de créditos y financiamiento de todo tipo, a corto, mediano y largo plazo, así como realizar operaciones de factoraje, arrendamiento financiero y otras modalidades de financiamiento.
3. Emitir, aceptar, endosar, avalar, descontar, comprar o vender y, en general, hacer todas las operaciones posibles con documentos mercantiles negociables.
4. Ofrecer servicios de administración de bienes de toda clase y obtener, recibir y mantener depósitos de valores en custodia y administración.
5. Suscribir acuerdos de cooperación, asociación e integración económica, actuar como corresponsal de bancos e intervenir y participar en negocios y transacciones bancarias.
6. Emitir y operar tarjetas de crédito, débito y cualesquiera de otros medios universales de pago.

EL Banco Agrícola Industrial y de Comercio (BANDEC), fue creado en 1997 y asumió la red de sucursales que disponía el Banco Nacional de Cuba. Esta entidad realiza funciones bancarias de todo tipo (banca universal) y, en particular comerciales y de desarrollo, gestionando los recursos financieros que requiere y utilizándolos en función de las necesidades del país.

Como sucesor del Banco Nacional de Cuba, en lo que a actividades comerciales se refiere, BANDEC heredó la cartera de préstamos de aquella institución la cual corresponde en su totalidad a la actividad empresarial. Como resultado de la merma significativa de la actividad económica y a una política de crédito muy restrictiva y rigurosa (con el fin de apoyar las medidas para el saneamiento de las finanzas internas), el crédito bancario neto en pesos orientado al sector empresarial descendió 57% entre 1990 y 1997. A finales de ese año (1997), el 61% del portafolio del Banco Nacional de Cuba (BNC) estaba integrado por préstamos destinados a las empresas estatales, mientras que las UBPC absorbieron el 30%, y el sector privado y otras cooperativas el 9%. En general el 73% de la cartera de crédito se destinó a apoyar las actividades agrícolas en las diversas formas de propiedad (ver figura No.10).

En 1993, el Banco Nacional concedió créditos extraordinarios a las UBPC para financiar la compra de activos al Estado, con plazos de 15 a 20 años. Al efecto, se otorgaron 1 200 millones de pesos. Asimismo, se otorgan eventualmente préstamos de largo plazo a las cooperativas y a productores privados agropecuarios para la adquisición de activos fijos.

La estructura de plazos de los préstamos al sector estatal es a corto plazo (menos de un año), aunque comienzan a otorgarse algunos préstamos a mediano plazo tanto en moneda nacional como en dólares. Las tasas de interés activas para préstamos en divisas oscilan entre

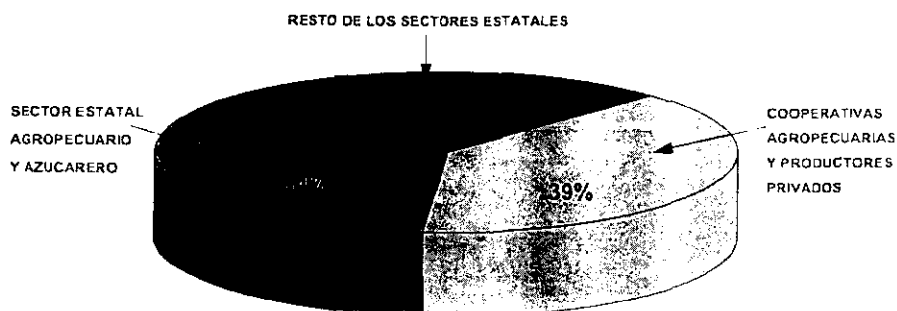
el 13 y el 15%, mientras que las tasas para préstamos en moneda nacional son fijas y tienen la estructura siguiente:

**Costo del crédito de corto y largo plazo
(en porcentos)**

	Interés normal	Interés prorrogado	Interés vencido
Privado	6	6	8
Cooperativas agrícolas	4	5	6
Sector estatal	6	8	12

Fuente: Banco de Crédito y Comercio

**Figura No.10: Estructura de la cartera de préstamos del Banco de Crédito y Comercio
(al cierre del año 1997)**



Fuente: Banco de Crédito y Comercio

Dentro de las principales atribuciones y funciones de BANDEC, están las siguientes:

1. Desarrollar mecanismos para la captación de fondos denominados en moneda nacional y divisas.
2. Operar cuentas corrientes, presupuestarias, de ahorros y de depósitos tanto en moneda nacional como en divisas.
3. Operar cuentas bancarias y mantener depósitos por cuenta de bancos extranjeros y nacionales en moneda nacional y en divisas.
4. Obtener y conceder préstamos u otras modalidades de financiamiento a corto, mediano y largo plazo tanto en moneda nacional como en divisas.
5. Participar en la formación del capital y administración de entidades bancarias, financieras u otras de cualquier índole.
6. Emitir y operar medios de pago, tales como cheques, tarjetas de crédito, de débito y cualesquiera otros con alcance nacional e internacional.
7. Realizar operaciones cambiarias de compraventa de divisas.

8. Realizar operaciones de factoraje y arrendamiento financiero a nivel nacional e internacional.

El **Banco Internacional de Comercio, S.A. (BICSA)** inició operaciones en 1994. Tiene un estatuto privado con dos accionistas estatales (Grupo Nueva Banca y Banca Holding). Su clientela está compuesta por personas físicas cubanas (48% de las cuentas abiertas), empresas nacionales autorizadas a operar en divisas (20% de las cuentas) y entidades extranjeras. A fin de atemperar el riesgo-país y por tratarse de una institución con breves antecedentes históricos, BICSA ha hecho auditar sus cuentas por una empresa internacional de reconocido prestigio (Ernest & Young).

A fines de 1997, BICSA contaba con depósitos por más de 213 millones de dólares, de los cuales 147 millones estaban en cuenta corriente. Los préstamos a clientes ascendieron en el mismo lapso a 77 millones, en créditos de muy corto plazo (4 meses en promedio). Por otra parte, durante 1997 el ingreso neto por intereses fue superior en 25% al registrado el año anterior.

Dentro de las principales operaciones autorizadas a ejercer están:

1. Canje de moneda libremente convertible
2. Transferencias
3. Operar cuentas corrientes y de depósito (incluyendo depósitos a plazo)
4. Operaciones documentarias de todo tipo
5. Adelantos contra tarjetas de crédito
6. Alquiler de cajas de seguridad
7. Préstamos a bancos y clientes institucionales

La Financiera Nacional, S.A., constituida en abril de 1995, está autorizada a realizar todo tipo de operaciones financieras con clientes institucionales con el propósito de financiar la exportación e importación de productos, equipos y servicios, utilizando las modalidades apropiadas para cada operación tales como el arrendamiento financiero, el factoraje y el descuento de efectos comerciales. Este organismo se fondea con depósitos a plazo de bancos y empresas y se especializa principalmente en operaciones de corto plazo, entre 90 y 180 días.

Para desarrollar sus funciones Financiera Nacional puede asociarse, acorde con la legislación vigente, con entidades afines nacionales y extranjeras y participar como accionista en otras compañías.

Entre las operaciones autorizadas a ejercer se encuentran:

1. Financiamiento de operaciones de exportación, importación y de inversiones
2. Arrendamiento financiero (*leasing*)
3. Factoraje (*factoring*) o gestión de cobranza
4. Descuento de efectos comerciales (*forfeiting*)

5. Servicios de ingeniería financiera, de gestión de negocio e instrumentación de medidas de promoción y desarrollo de proyectos de exportación
6. Servicios de consultoría en materia de política económica y financiera, servicios contables y estadísticos, sistemas automatizados; preparación de personal, asesoramiento sobre elaboración de presupuestos, aranceles e impuestos.
7. Cobertura de tasas de interés y de riesgo cambiario

Casas de Cambio, S.A. (CADECA), comienza a operar a mediados de 1995, como resultado de la liberalización de la tenencia y circulación de divisas en 1993. Al inicio de sus operaciones se enfocó a actividades cambiarias (documentos, tarjetas y efectivo) del sector turismo. A partir de octubre de 1995 la entidad realiza operaciones de cambio de pesos por moneda libremente convertible con la población residente a un tipo de cambio diferente de la paridad oficial. Esta entidad, cuyos accionistas son dos entidades públicas (Nueva Banca y Banca Holding), goza en términos prácticos del monopolio de las transacciones de divisas en el mercado libre. CADECA funciona según normas estrictamente comerciales (oferta y demanda) y las cotizaciones equilibran en promedio los flujos de venta y compra. La presencia de CADECA ha servido para fijar topes al tipo de cambio de venta de dólares y para estabilizar las cotizaciones del mercado negro. Se cuenta con una red de 64 casas de cambio, cada una con volúmenes medios de operación superiores a 500 dólares diarios. Los excedentes de caja los puede invertir a corto plazo en el sector bancario nacional.

CADECA está autorizada a ejercer las siguientes funciones:

1. Compra de moneda libremente convertible por dólares estadounidenses o pesos cubanos convertibles
2. Compra de moneda libremente convertible por pesos cubanos
3. Venta de pesos cubanos convertibles por pesos cubanos
4. Pago en efectivo de tarjetas de crédito
5. Cambio de cheques de viajero
6. Cambio de denominaciones en dólares estadounidenses y pesos cubanos convertibles
7. Tramitación de depósitos para acreditar en cuentas bancarias

El Banco Metropolitano, S.A. funciona desde mayo de 1996 y brinda servicios especializados al cuerpo diplomático y extranjeros residentes permanentes o temporales en el país y a particulares nacionales que posean divisas libremente convertibles. Con el fin de rentabilizar sus pasivos, el Banco Metropolitano participó en 1997 en operaciones de fondeo a otros bancos y compañías del grupo Nueva Banca, al cual pertenece, por un monto superior a los 47 millones de dólares.

Entre las operaciones autorizadas a ejercer se encuentran:

1. Cuentas corrientes en moneda nacional y en moneda libremente convertible
2. Cuentas de depósitos y depósitos a plazo fijo en moneda libremente convertible

3. Cobros de impuestos, pago, venta de cheques de viajeros y tarjetas de créditos
4. Transferencias de fondos dentro del territorio nacional y hacia el extranjero

El Banco de Inversiones, S.A. fue registrado a mediados de 1996 y está orientado a la prestación de servicios financieros especializados en materia de inversión. Con ese fin, identifica y moviliza los recursos disponibles, tanto en el mercado local como en el externo, canalizándolos a los sectores prioritarios y más productivos de la economía del país. Cubre un espacio no asumido hasta el momento de su creación por el Sistema Bancario Nacional y está llamado a desempeñar un rol fundamental no sólo en la canalización del financiamiento externo hacia la inversión, sino también en el fortalecimiento, asesoría y preparación técnica de las empresas cubanas y la promoción de sus proyectos y en la obtención del capital necesario para su ejecución.

Entre las operaciones autorizadas a ejercer se encuentran:

1. Negocios bancarios de todo tipo, especialmente los relacionados con el financiamiento y/o administración de inversiones.
2. Captar fondos y otorgar créditos por cuenta propia o como agente fiduciario por cuenta de personas morales o físicas, nacionales o extranjeras.
3. Asesoramiento en materias bancarias y bursátiles, así como respecto al financiamiento de proyectos de inversiones.
4. Adquirir o vender acciones, obligaciones, hipotecas y otros valores.
5. Tomar, aceptar y ejecutar cualquier representación legal, función o facultad, no prohibida por la ley.
6. Actuar como representante, administrador o depositario de acciones, hipotecas y otros valores de cualquier tenor.
7. Admitir en custodia acciones, obligaciones y otros valores.
8. Administrar entidades.

La Compañía Fiduciaria S.A. constituida en agosto de 1996, acepta y desempeña encargos de confianza que se le dé a la compañía, por cualquier persona, corporación o autoridades judiciales, incluso acepta los cargos de agente fiscal, albacea testamentario, administrador judicial o fideicomisario.

Entre sus operaciones autorizadas están:

1. Gestión de cobros interempresariales.
2. Control de financiamientos.
3. Soluciones financieras en el ámbito de la inversión, la administración, las garantías, el desarrollo inmobiliario y la actividad contable y estadística.
4. Participar en el capital contable de otras entidades.

El Banco Financiero Internacional, S.A. (BFI) es una sociedad anónima de derecho privado, creada en 1984. Sus principales accionistas son la Compañía Financiera S. A. y la Promotora S.A., ambas propiedad del estado. El banco opera en divisas convertibles y brinda servicios a las empresas nacionales, extranjeras y mixtas, así como al cuerpo diplomático. Dispone de 14 sucursales y más de 150 corresponsales en todo el mundo

Pese a su carácter privado, el BFI no publica estados financieros, pero concentra el 85% de las operaciones comerciales vinculadas con el comercio exterior, y ha registrado un crecimiento acelerado en los últimos años. Capta depósitos a la vista y a plazo, con una tasa LIBOR menos 150 puntos básicos y presta a un máximo de 3 años con 400 puntos básicos sobre esa misma tasa. También emite cartas de crédito colateralizadas al 100%, aunque algunos corresponsales ya han abierto líneas de crédito con 30% de colateral. Dada la prohibición impuesta por el Gobierno de Estados Unidos de usar dólares estadounidenses en las transacciones con Cuba, una importante fuente de ingresos proviene de los canjes y arbitrajes de divisas. El BFI dispone también de una mesa de dinero donde se hacen operaciones de cobertura del riesgo cambiario (*hedging*) en divisas.

Entre las operaciones autorizadas a ejercer se encuentran:

1. Recibir y otorgar depósitos en efectivo a la vista o a término.
2. Recibir y otorgar préstamos u otras modalidades de créditos financieros.
3. Transferencias de fondos hacia y desde el extranjero.
4. Compraventa de metales preciosos, moneda libremente convertible y valores.
5. Compraventa de moneda nacional de curso legal.
6. Recibir depósitos de valores denominados en moneda extranjera, en custodia o en administración, prestar servicios de administración de bienes, estudios financieros, de factibilidad u otros y realizar operaciones de intermediación.
7. Emitir cartas de garantía.
8. Establecer acuerdos de corresponsalia con entidades bancarias.

Las instituciones financieras no bancarias son entidades de reciente creación. RAFIN, S.A. comenzó sus operaciones en agosto de 1997, FINALSE, S.A. y FIMEL, S.A. fueron constituidas en marzo de 1998, mientras que la Sociedad Panamericana de Finanzas, S.A (PANAFIN, S.A) subsidiaria de la Corporación Panamericana, S.A. fue creada en mayo de 1998. Estas instituciones financieras están autorizadas para ejercer, entre otras las siguientes operaciones:

1. Financiamiento de operaciones de exportación, importación y de inversiones.
2. Arrendamiento financiero (*leasing*).
3. Factoraje (*factoring*) o gestión de cobranza.
4. Brindar servicios de ingeniería financiera y consultoría en materia de política económica y financiera.
5. Participar en operaciones de refinanciamiento de deudas.

Mediante la utilización del ahorro interno, recursos financieros temporalmente libres del sistema empresarial y obtención de líneas externas, estos bancos e instituciones financieras, han concedido a empresas cubanas facilidades de crédito (la mayoría a corto plazo) por un total acumulado de mil millones de dólares entre 1996 y 1997.

En general, las créditos bancarios en Cuba se instrumentan mediante tres modalidades de financiamiento: el crédito simple, la línea de crédito y el crédito revolving.

El crédito simple implica la disposición del monto aprobado de una sola vez. La línea de crédito funciona mediante un límite máximo autorizado del cual se pueden hacer disposiciones parciales dentro del periodo de vigencia del préstamo. Por su parte, el crédito revolving es una línea de crédito en la que las amortizaciones parciales restituyen el límite para su utilización nuevamente, dentro del término de vencimiento acordado.

En relación a los plazos, los créditos pueden ser de corto plazo para financiar capital de trabajo en las modalidades de factoraje financiero o préstamos sobre cuentas por cobrar y de mediano y largo plazo, que se pueden instrumentar como préstamos para modernizar o ampliar capacidades y el arrendamiento financiero para la adquisición de bienes muebles e inmuebles con opción final de compra.

El país cuenta con un banco constituido en Londres, de conformidad con las leyes británicas, el Havana International Bank Limited (HAVINT). Sus operaciones se iniciaron en 1970 con capital cubano y hoy continúa trabajando en el otorgamiento de facilidades de financiamiento a entidades cubanas.

El HAVINT propicia la interacción con comercializadores y productores cubanos para encauzar, optimizar y abaratar las gestiones comerciales, así como ofrecer sus servicios a empresas nacionales y representaciones extranjeras que realicen negocios con Cuba, aprovechando su ubicación en uno de los más importantes centros financieros del mundo. Asimismo, HAVINT participa activamente en créditos sindicados, cobros documentarios, cambio extranjero, operaciones interbancarias y otras operaciones.

Además, existen oficinas de representación del Banco Nacional de Cuba en Madrid, Zurich, Luanda y Ciudad México.

Por otra parte, se ha otorgado licencia a 15 Oficinas de representación de entidades financieras extranjeras, las cuales se relacionan a continuación:

Bancos	Nacionalidad	Fecha de radicación
Havana Internacional Bank LTD	Reino Unido	mayo -1991
Netherlands Caribbean Bank LTD	Reino Unido	marzo -1994
ING Bank N.V.	Holanda	junio - 1994
National Bank of Canada	Canadá	enero - 1995
Banco Exterior de España S.A.	España	enero - 1995
Fransabank S.A.L	Líbano	febrero - 1995
Banco Bilbao Vizcaya S.A	España	enero - 1995
Banco Comercio Exterior de México	México	octubre - 1995
Société Generale	Francia	noviembre - 1995
Banco Sabadell S.A	España	noviembre - 1995
Inkom Bank	Rusia	mayo - 1996
Stolichny Bank of Savings	Rusia	mayo - 1996

Casas financieras no bancarias

Fincomex S.A	Reino Unido	noviembre - 1997
Commonwealth Development Corp.	Reino Unido	noviembre - 1997
Caribbean Finance Investment LTD	I. Vírgenes Brit.	mayo - 1997

Fuente: Banco Central de Cuba.

Las funciones de estas oficinas son de gestión, promoción y coordinación a nombre de sus casas matrices, y no pueden brindar servicios bancarios en el territorio nacional. En la actual coyuntura no se considera apropiado la entrada de la banca extranjera de forma directa al mercado financiero nacional. En este sentido, Francisco Soberón Valdés, Ministro-Presidente del Banco Central de Cuba, señalaba en su intervención en la Sesión Plenaria de la Asamblea Nacional del Poder Popular en diciembre de 1997:

En cuanto al reordenamiento institucional, se ha tratado de combinar la flexibilidad y el dinamismo con una prudente regulación que impida el acceso al mercado interno de entidades extranjeras que podrían captar pasivos y encauzarlo hacia fines distintos a los priorizados por el país. Se considera que la operación de bancos extranjeros en nuestro sistema financiero, debilitaría peligrosamente la capacidad financiera del país y se ha definido al sector bancario como un área estratégica de nuestra economía socialista que debe permanecer directamente en poder del estado, con independencia de la forma jurídica que se considere apropiado adoptar para algunas entidades financieras⁸³

La modernización del sistema bancario nacional se expande, naturalmente, al aspecto tecnológico. Con este propósito, durante 1995 y 1996 se llevó a cabo el proceso de automatización de todas las oficinas bancarias existentes en el país, en las cuales ya funcionan 450 redes de computadoras de área local que utilizan software elaborado por especialistas cubanos. Para ello se adquirieron e instalaron más de 7500 computadoras en las 500 sucursales y casas matrices del sistema bancario nacional, se contrataron unos 300 especialistas en informática y se entrenaron en las nuevas técnicas alrededor de 15 000 trabajadores bancarios.

Durante 1997 se comenzaron a interconectar electrónicamente las diferentes sucursales y ya todas las ubicadas en la capital del país y en las capitales provinciales realizan sus transacciones en tiempo real, previendo concluir este proceso de interconexión a mediados de 1998. Asimismo, en 1997 comenzó a operar experimentalmente una pequeña red de cajeros automáticos.

Por otra parte, se comenzó a ofrecer el servicio de domiciliación del pago de salarios en sucursales bancarias⁸⁴ y ya operan algunas tarjetas plásticas tanto en moneda nacional como en moneda convertible.

El sistema financiero cubano se integra, además del sistema bancario, por un pequeño subsector de seguros formado por dos empresas principales: Seguros Internacionales de Cuba, S.A. (Esicuba) y la Empresa de Seguro Estatal Nacional (ESEN). La primera se encarga del seguro internacional en operaciones vinculadas con importaciones y exportaciones de mercancías al cubrir los riesgos de barcos y aviones. La segunda abarca el mercado nacional en coordinación con el Banco Popular de Ahorro y se concentra fundamentalmente en los seguros de automóviles y de cosechas.

Existen, asimismo, una serie de financieras vinculadas con asociaciones de productores o uniones empresariales que funcionan como departamentos de tesorería de esas agrupaciones. Cada Unión Empresarial importante cuenta con una financiera que sirve de cámara de

⁸³ Soberón, Francisco. Intervención en la sesión plenaria de la Asamblea Nacional del Poder Popular. La Habana, 13 de diciembre de 1997. p. 6.

⁸⁴ La domiciliación de nóminas permite acreditar el salario en cuentas bancarias personales y su extracción en la medida que se requiera, así como el pago de servicios públicos por cuenta del cliente.

compensación de los excedentes y los déficit en divisas de los asociados y también canaliza recursos bancarios. Los créditos se limitan a operaciones de corto plazo, como financiamiento de importación de productos y pequeños equipos.

Desde octubre de 1998, capitales extranjeros (españoles) participan en el sector financiero cubano como socios mayoritarios de la Corporación Financiera Habana. En esta empresa mixta, que cuenta con un capital social de 5 millones de dólares y una línea de crédito de 10 millones, participan con un 60% la Caja Madrid, una de las firmas crediticias más importantes de España, y con un 40% el Banco Popular de Ahorro. La Corporación Financiera Habana brinda servicios financieros dirigidos, fundamentalmente, a las empresas mixtas que operan en Cuba así como a las entidades nacionales autorizadas a operar en divisas. Sin embargo, como institución financiera no bancaria no puede gestionar depósitos, actividad reservada únicamente a los bancos nacionales.

1.6. Conclusión Capitular

Cuba, como país subdesarrollado, con una economía básicamente agraria y exportadora de productos primarios, y que durante cuatro siglos de dominio colonial español sólo pudo comerciar con su metrópoli, desarrolló durante el presente siglo una fuerte dependencia económica de otros países o bloques internacionales. Durante los primeros 60 años de esta centuria, el comercio exterior cubano estuvo enfocado a un solo mercado, el norteamericano, exportando a éste prácticamente toda la producción nacional de azúcar y recibiendo a cambio combustible, insumos y bienes de capital.

A partir de 1959, con el triunfo de una revolución nacionalista y antiimperialista en Cuba, las relaciones con Estados Unidos se deterioraron al máximo y en concordancia con el carácter socialista de la revolución, proclamado en abril de 1961, comenzaron a desarrollarse estrechas relaciones con los países del campo socialista, que con el paso de los años derivaron en una dependencia económica muy fuerte de esos mercados.

Las relaciones de Cuba con los países socialistas, profundizadas a partir de su incorporación al CAME en 1972, representaron para la Isla una posición altamente ventajosa en comparación a la de otros países subdesarrollados. Gracias a los mecanismos de apoyo diseñados por el CAME para los países miembros menos desarrollados como Cuba, Vietnam y Mongolia, la Isla se benefició de términos de intercambio favorables que representaron ingresos 50% más altos que los que se hubieran recibido en el mercado internacional, mientras que el déficit comercial de Cuba con los países miembros del organismo se financiaba con préstamos baratos y baja obligatoriedad de reembolso.

Si bien la integración de Cuba al CAME trajo grandes beneficios económicos al país, no fue posible superar el carácter primario de las exportaciones y la dependencia externa de fuentes de energía y bienes de capital, mientras que la adopción de tecnologías socialistas para muchos proyectos de colaboración con los países miembros, desarrolló una gran dependencia de los insumos procedentes de esa área, manteniendo una estructura económica subdesarrollada.

La desaparición del CAME, como resultado del cambio económico, político y social en la mayoría de los países miembros, trajo graves consecuencias para la economía cubana, que en un 80% de su comercio exterior dependía de las relaciones desarrolladas con los países socialistas. Así, de forma abrupta, se ve interrumpido el comercio exterior cubano, disminuyendo las importaciones en un 75% en tan sólo tres años, mientras que las exportaciones cayeron en un 80%.

La ruptura de las relaciones comerciales y financieras con los países exsocialistas, conjugada con una fuerte caída de las cotizaciones internacionales del azúcar (entre 1990 y 1992 el precio disminuyó en casi un 60%) y la agudización del embargo norteamericano, arrastraron al país a la más fuerte crisis económica de su historia reciente, que se reflejó en una contracción del Producto Interno Bruto del 35% en tan solo cuatro años.

Para hacer frente a una crisis de tal magnitud, a partir de 1993 el gobierno cubano emprendió una serie de reformas económicas dirigidas a hacer más competitivo el aparato productivo nacional, a desarrollar la producción de alimentos (dependiendo menos de las importaciones), a incrementar la entrada de divisas ya sea por la vía de los capitales extranjeros o de las ventas en divisas a la población y al mismo tiempo perfeccionar el sistema fiscal y financiero de acuerdo a las nuevas condiciones internas y externas.

En el marco de este proceso de reformas, el gobierno decide en 1993 la desincorporación del grueso de las tierras estatales, con lo que cambió substancialmente la estructura de la propiedad de la tierra, disminuyendo la participación estatal del 78% en 1989 al 26% en 1995 y consolidándose la cooperativa como la forma de propiedad dominante con el 59% de la tierra cultivable en el año 1995. Como continuidad a este proceso, a partir de 1994 se formaliza la creación de mercados agropecuarios donde los cooperativistas y campesinos independientes e incluso empresas estatales pueden vender sus excedentes a la población a precios de libre mercado.

Con la desincorporación de las tierras estatales se abrió el camino hacia formas de organización más pequeñas y con mayor autonomía, mientras que la creación de los mercados agropecuarios posibilitó el surgimiento de una nueva opción para la población de aumentar su consumo y negociar (hasta cierto punto) el precio de los productos que va a adquirir.

La reforma y modernización del estado fue otra de las medidas adoptadas por el Gobierno para hacer más eficiente el sistema de organismos de la administración central del estado y disminuir la carga fiscal que éste representaba. Como resultado de esta reforma, el aparato estatal adelgazó sensiblemente, disminuyendo de 52 a 32 el número de ministerios e instituciones con ese carácter, al mismo tiempo se está redefiniendo el papel del Estado en la economía, buscando que éste participe menos en la producción y se vuelva más fiscalizador de resultados; esto último en el doble sentido de la ejecución del presupuesto público y de la supervisión de las actividades productivas.

En una segunda etapa de este proceso de modernización del aparato estatal se está llevando a cabo el redimensionamiento empresarial dirigido a adecuar las instalaciones industriales al nivel de recursos disponibles. Este proceso, si bien se ha intentado que afecte lo menos posible al factor humano buscando en cada caso las alternativas de reubicación laboral más convenientes, no ha dejado de representar un incremento en el número de personas consideradas disponibles.

Teniendo en cuenta la situación de estas personas disponibles, a partir de 1993 se está promoviendo el trabajo por cuenta propia en actividades seleccionadas, aunque existen limitaciones para el establecimiento de pequeñas empresas, básicamente porque no se permite a las entidades por cuenta propia contratar personal asalariado y en la práctica están marginadas del crédito bancario.

La aguda escasez de capitales, que originó la ruptura de las relaciones con los países socialistas, fue el catalizador para promover una política más liberal en relación a las inversiones extranjeras. Esta nueva política incluyó modificaciones a la Constitución de la República de Cuba con el objetivo de reconocer la existencia de diferentes formas de propiedad con igualdad de derechos que la estatal, además se modificó la legislación vigente para brindar mayores

garantías y seguridad a los inversionistas y establecer una mayor apertura hacia los diferentes sectores de la economía con posibilidades de recibir capitales extranjeros

A pesar de los esfuerzos norteamericanos por frenar el flujo de capitales hacia Cuba, el interés por invertir en la Isla se manifiesta en las 317 asociaciones económicas con capital extranjero que operaban al finalizar 1997 en 34 ramas de la economía y en los 30 Acuerdos de Promoción y Protección de Inversiones firmados a esa fecha.

Uno de los indicadores que reflejan la aguda crisis económica que atravesó Cuba en los primeros años de la década de los noventa fue el deterioro de las cuentas fiscales, cuando el déficit fiscal llegó a alcanzar 1/3 parte del Producto Interno Bruto. Asimismo, fue la nueva política fiscal la que tuvo los resultados más inmediatos dentro del conjunto de medidas adoptadas para hacer frente a la crisis.

Las restricciones en el gasto público, originado por los subsidios a las empresas estatales, fue la clave de la nueva política fiscal, que ya empezó a dar sus frutos, pues si en 1993 los subsidios representaron el 42% del Producto Interno Bruto, para 1997 esa proporción había bajado al 10%. Asimismo, se ha logrado mejorar sensiblemente la relación neta de las empresas estatales con el presupuesto, debido a que si en 1993 los subsidios que recibían las empresas eran 4.4 veces superiores a los aportes de las empresas rentables, para 1997 esa relación bajó a 1.25 veces.

Los resultados de la nueva política fiscal son alentadores. Entre 1993 y 1997 se logró disminuir el déficit fiscal en un 93% a precios constantes. Asimismo, la relación déficit / producto interno bruto mejoró substancialmente al pasar de 34% en 1993 a 2% en 1997. Lo más significativo de estos resultados es que se alcanzaron sin afectar los programas sociales, sino con una política más restrictiva en relación al financiamiento de la actividad productiva estatal.

Ante la ausencia de otros instrumentos de deuda, el déficit fiscal en Cuba se financia con emisión monetaria, con su consecuente efecto generador de presiones inflacionarias. Es natural entonces, que en una coyuntura de déficit público pronunciado, la liquidez monetaria de la población aumentara considerablemente y llegara a alcanzar el 73% del PIB en 1993. Posteriormente, como resultado del conjunto de medidas adoptadas para el saneamiento de las finanzas internas se logró reducir para 1997 la liquidez de la población al 40% del PIB.

El sistema monetario cubano tiene la característica de que circulan dos monedas de forma paralela: el peso cubano y el dólar. Además circula el peso cubano convertible como sustituto del dólar para algunas transacciones internas.

El peso cubano es la moneda oficial y se utiliza por la población para la mayoría de sus transacciones (excepto para las compras en las Tiendas de Recuperación de Divisas), asimismo es la moneda utilizada mayoritariamente por el sector estatal de la economía. Por su parte, el dólar es utilizado en las transacciones entre empresas con capital extranjero y algunas entidades estatales autorizadas a operar cuentas en divisas.

El principal inconveniente, desde el punto de vista económico, de la circulación paralela de estas dos monedas es la existencia de dos tipos de cambio muy diferentes: el oficial, fijado desde hace más de 80 años en un peso por un dólar y utilizado para las transacciones entre las empresas, independientemente de la forma de propiedad y el extraoficial, fijado según la oferta y demanda (a finales de 1997 fue de alrededor de 20 pesos por dólar) y utilizado para las operaciones de la población. La línea divisoria de ambos tipos de cambio es muy clara, las empresas no pueden acudir al mercado informal ni la población al mercado oficial. De ahí que una de las prioridades de las autoridades monetarias debe ser el establecimiento de un tipo de cambio único para todas las transacciones.

La reestructuración del sistema bancario es parte esencial de la reforma financiera que se viene realizando en Cuba para adaptarse a las transformaciones que se vienen dando en el sector real de la economía, en las relaciones económicas con el exterior y en los derechos individuales y colectivos de propiedad.

Como resultado de la modernización del sistema bancario se dotó a éste de una autoridad rectora, reguladora y supervisora de las instituciones financieras (Banco Central) y de un conjunto de instituciones especializadas para prestar los servicios financieros que demanda la economía real. Estas instituciones, mediante la movilización de recursos internos temporalmente libres y algunas líneas externas han concedido a empresas cubanas facilidades de crédito por un total acumulado de mil millones de dólares entre 1996 y 1997.

El conjunto de medidas, adoptadas a partir de 1993 para hacer frente a la crisis, han mostrado su viabilidad para alcanzar la recuperación económica paulatina. En cuatro años se detuvo la depauperación económica y se alcanzaron niveles de crecimiento económico, modestos pero estables, que si bien no han logrado atenuar la caída que experimentó el producto interno bruto entre 1989 y 1993 reflejan una tendencia favorable de recuperación; al mismo tiempo, se logró reducir espectacularmente el déficit fiscal y llevarlo a niveles aceptables internacionalmente.

Sin embargo, aun es demasiado pronto para considerar que las reformas aplicadas serán suficientes para sacar al país de la crisis económica y encauzarlo en la senda del crecimiento sostenido. Hasta ahora, muchas de las medidas han estado dirigidas a poner orden en una economía que se descontroló completamente tras la ruptura de los lazos económicos con el CAME, por lo tanto, una vez superada la etapa inicial de reordenamiento será necesario continuar con el proceso de reformas el cual lejos de detenerse deberá profundizarse o la alternativa será la de un nuevo estancamiento.

Teniendo en cuenta las dificultades que enfrenta el país para acceder a fuentes externas de financiamiento, una de las prioridades de las autoridades económicas de Cuba deberá ser eficientar los canales internos que movilizan los recursos temporalmente libres y los orientan a los objetivos de desarrollo económico prioritarios para la nación. Los primeros pasos en este sentido ya están dados con la reestructuración del sistema financiero, el cual ha quedado dotado de un conjunto de instituciones que deberán ayudar a que este objetivo se alcance. El siguiente paso deberá estar dirigido a desarrollar los mecanismos que doten a estas instituciones con los instrumentos necesarios para que el flujo de recursos financieros dentro de la economía sea ágil y eficiente. Por lo tanto, en el siguiente capítulo analizaremos las diferentes instituciones, instrumentos y mercados más utilizados internacionalmente para mover los recursos financieros dentro de la economía y valoraremos hasta que punto el sistema financiero cubano está en condiciones de enfrentar el reto de apoyar decididamente el esfuerzo de todo el país por alcanzar niveles importantes de desarrollo económico y social.

CAPÍTULO II:
**“PANORAMA GENERAL DE LOS ELEMENTOS QUE
INTEGRAN LOS SISTEMAS FINANCIEROS”**

II.1 Generalidades

El surgimiento del dinero como medio de intercambio significó un importantísimo paso de avance en los mecanismos y formas de ahorro e inversión. En una economía no monetaria (basada en el trueque), la única manera de invertir (adquirir equipos productivos) es consumiendo menos que el nivel de ingresos⁶⁵ que se recibe, es decir, ahorrando, mientras que este ahorro sólo se puede dar adquiriendo directamente los bienes reales.

La introducción del dinero, sin embargo, permite la separación de la acción de invertir de la de ahorrar. Teniendo en cuenta que, frecuentemente, la gente que ahorra no es la misma que ve y explota oportunidades de inversión rentables, el dinero hace posible que una persona invierta sin que previamente haya reducido su consumo para crear ahorros y, asimismo, hace posible que una persona ahorre sin tener que invertir.

En una economía monetaria, una persona simplemente acumula ahorros en efectivo (el dinero es un depósito de valor) y a través del sistema financiero este excedente puede ser prestado a una empresa para que lo invierta en equipos que no podría adquirir si no tuviera acceso a ese préstamo. Tanto el ahorrista como la empresa se benefician: el ahorrista recibe intereses y la empresa puede disponer de los recursos para ejecutar su proyecto, del cual espera recibir ingresos superiores a la cantidad de dinero que paga por intereses. La economía también se beneficia, ya que de la única manera que una economía crece es a través de la asignación de recursos para la creación de nuevas y mejores facilidades productivas.

De esa forma, el dinero contribuye al desarrollo económico y al crecimiento, estimulando el ahorro y la inversión y facilitando las transferencias de fondos acumulados por los ahorristas a las manos de los prestatarios que quieren realizar un proyecto inversionista, pero que carecen de suficiente dinero propio. A su vez, los sistemas financieros ofrecen a los ahorristas una variedad de formas de prestar a los prestatarios y, en consecuencia, incrementar el volumen tanto del ahorro como de la inversión y de tal manera estimular el crecimiento económico.

En un sentido general, el sistema financiero de un país está formado por el conjunto de instituciones, medios y mercados, cuyo fin primordial es canalizar el ahorro que generan las unidades de gasto con superávit, hacia los prestatarios o unidades de gasto con déficit.⁶⁶

Las instituciones que componen el sistema financiero llevan a cabo una importante labor de intermediación para transformar los activos financieros emitidos por las unidades inversionistas (con el fin de obtener fondos para incrementar sus activos reales) en activos financieros más acordes con las preferencias de los ahorradores.

El sistema financiero comprende, entonces, tanto los instrumentos o activos financieros, como las instituciones o intermediarios y los mercados financieros⁶⁷ donde se compran y venden los activos financieros.

El sistema financiero cumple por tanto la misión fundamental en una economía de mercado, de captar el excedente de los ahorradores (unidades de gasto con superávit) y canalizarlo hacia los prestatarios públicos o privados (unidades de gasto con déficit).⁶⁸ Esta

⁶⁵ Para una economía no monetaria los ingresos adquieren la forma de bienes materiales, que deben expresarse en unidades de productos, no en dinero. Por ejemplo, los diezmos que debían pagar los campesinos en la edad media a la iglesia o a los señores feudales constituían un ingreso para aquéllos no en dinero, sino en especie.

⁶⁶ Cuervo, Álvaro, et al., *Manual del sistema financiero español*. Barcelona: Ariel, 1995 (8a. ed.), p. 1.

⁶⁷ En los mercados interactúan compradores y vendedores para intercambiar bienes, servicios o dinero. En los mercados financieros se canaliza el ahorro de las familias hacia sectores con necesidades temporales de recursos.

⁶⁸ Kaufman G.G., *El dinero, el sistema financiero y la economía*. Madrid: I.E.S.E., Universidad de Navarra, 1978, p.71.

misión resulta fundamental por dos razones: la primera es la no coincidencia, en general, de ahorradores e inversionistas, esto es, las unidades que tienen déficit son distintas de las que tienen superávit; la segunda es que los deseos de los ahorradores tampoco coinciden, en general, con los de los inversionistas respecto al grado de liquidez, seguridad y rentabilidad de los activos emitidos por estos últimos, por lo que los intermediarios han de llevar a cabo una labor de transformación de activos⁶⁹ más aptos a los deseos de los ahorradores.

En ocasión de la 61ª Convención Bancaria, celebrada en Acapulco, Guerrero, en el mes de marzo de 1998, el Dr. Guillermo Ortiz Martínez, Gobernador del Banco de México, señalaba lo siguiente en relación al papel que debe jugar el sistema financiero mexicano:

Desde el punto de vista del ahorrador, el sistema financiero deberá ofrecer la seguridad, rendimiento y servicio necesarios para obtener de aquél la confianza que requiere la captación de un mayor ahorro por parte de los intermediarios financieros. Desde el punto de vista del usuario del crédito, el sistema financiero deberá ofrecer recursos crecientes a costos cada vez menores para el financiamiento de actividades rentables. Todo ello, en un marco de certidumbre jurídica en el que tanto el acreditante como el acreditado cumplan cabalmente con las obligaciones contraídas.⁷⁰

Como plantea el Dr. Ortiz, todo sistema financiero debe cumplir una función esencial: garantizar una eficaz asignación de los recursos financieros. Esto significa que el sistema financiero debe proporcionar al sistema económico los recursos financieros que éste necesita, apropiados no sólo en su volumen, sino también en su naturaleza, plazos y costos.

Asimismo, el sistema financiero debe contribuir al logro de la estabilidad monetaria y financiera y permitir el desarrollo de una política monetaria activa por parte de la autoridad monetaria.⁷¹

La medida en que se cumplan ambas funciones será una muestra de la eficacia del sistema financiero. Sin embargo, en la práctica existen dificultades para evaluar inequívocamente este grado de eficacia, aunque se utilizan conceptos tales como dimensión absoluta y relativa o su elasticidad y fluidez.

Una primera aproximación para determinar la eficacia de un sistema financiero lo constituye su dimensión absoluta⁷², medida por el volumen total de recursos financieros canalizados a través de él. Sin embargo, el tamaño de un sistema financiero no necesariamente se relaciona con su eficacia, aunque en principio, la mayor dimensión permite disminuir los costos de transacción.

Un segundo criterio para determinar esa eficiencia es la dimensión relativa⁷³ del sistema financiero, medida a partir del volumen de recursos canalizados a través de él, relacionado con las grandes variables de la economía nacional como Producto Interno Bruto, Ahorro Nacional e Inversión. Este criterio se considera más adecuado que el anterior, al medir más precisamente las posibilidades de movilizar el ahorro disponible. Sin embargo, ambos criterios (dimensión absoluta y relativa) están basados únicamente en aspectos cuantitativos por lo que se consideran menos apropiados para medir la eficiencia de un sistema financiero que otros basados en aspectos cualitativos.

⁶⁹ Un ejemplo de transformación de activos es la actividad bancaria, pues los ahorradores prefieren depositar su dinero a plazos cortos, mientras que los prestatarios lo solicitan a plazos largos. El banco debe ser capaz de satisfacer los intereses de ambos clientes y para ello debe desarrollar sus propias técnicas.

⁷⁰ Ortiz Martínez, Guillermo. Intervención en ocasión de la 61ª Convención Bancaria, Acapulco: Guerrero, marzo de 1998, p. 1.

⁷¹ Estabilidad se refiere, en este caso, a la ausencia de crisis importantes en los diversos grupos institucionales integrantes del sistema, así como a la consecución de una evolución estable de las principales variables monetarias y financieras. Una política monetaria adecuada es aquella que favorece la estabilidad del sistema financiero.

⁷² La dimensión absoluta de un fenómeno está relacionada con su tamaño.

⁷³ La dimensión relativa de un fenómeno se determina relacionando el tamaño de éste con otras variables.

En este sentido, se utilizan conceptos tales como la fluidez y elasticidad del sistema, que tienen el inconveniente de ser difíciles de definir, pero que exigen para alcanzar esa mayor eficiencia que el sistema cuenta con una gran diversidad tanto de instituciones como de activos financieros disponibles.

En los países, donde se reconoce el principio básico de que la asignación óptima puede lograrse a través del libre juego de los mecanismos de mercado, el sistema financiero debe caracterizarse por la libertad para fijar los precios y cantidades negociadas, aunque no se descarta una cierta intervención por parte de las autoridades monetarias para garantizar la función básica que el sistema financiero cumple. Asimismo, el sistema debe garantizar la facilidad para realizar todo tipo de operaciones tanto para oferentes como para demandantes.⁷⁴

Por último, el sistema financiero debe facilitar el acceso a éste de las diferentes entidades, aunque es conveniente el establecimiento de ciertas garantías de solvencia para el acceso, dado el fin primordial que persiguen las instituciones que es el de administrar los recursos ajenos, propiedad de los ahorradores.

En este sentido, el reconocimiento del principio de mercado no implica renuncia al necesario control que deben ejercer las autoridades financieras, tanto para vigilar si se cumplen las reglas de funcionamiento, como para lograr que el servicio realizado por el sistema financiero a la colectividad se desempeñe con un costo mínimo tanto en términos monetarios de intermediación, como en términos de riesgo para los usuarios de dicho servicio.⁷⁵

Por otra parte, hay objetivos de la política económica, tales como la estabilidad de precios, o el crecimiento económico, a los que las autoridades no pueden renunciar, que hacen necesario, a veces, intervenir en los mercados financieros tratando de controlar el precio o la cantidad de dinero en circulación, las operaciones llevadas a cabo por las distintas instituciones y/o el acceso a dichos mercados.

Cuando cumple adecuadamente sus funciones, el sistema financiero no se limita a servir de canal de los recursos financieros entre ahorradores e inversionistas, sino que contribuye, con su propia estructura, y a través del proceso de innovación financiera, desarrollado por sus instituciones y por la diversificación de sus activos, a generar un mayor volumen de ahorro y a que los recursos así captados puedan dedicarse al financiamiento de actividades productivas, de acuerdo con los deseos diferentes de los potenciales inversionistas. De esa forma, el desarrollo económico de los distintos países viene acompañado por un desarrollo paralelo de su sistema financiero, y éste, a medida que se hace más complejo, tiene una misión más estratégica en los procesos de ahorro e inversión.

En los últimos veinte años, los sistemas financieros nacionales de la mayoría de los países se han visto envueltos en el fenómeno de la globalización. Timothy Heyman, en su libro "Inversión en la globalización" hace un análisis detallado de este proceso, que caracteriza, cada vez más, las relaciones internacionales.

Heyman define la globalización como "el proceso de aumento de la interacción internacional y entre sí de ideas, información, capital, bienes y servicios, y personas"⁷⁶ y enuncia además otra definición (publicada en una revista especializada en política mundial) más enfocada a las finanzas, la cual define la globalización como "la integración de mercados nacionales

⁷⁴ Cfr. CUERVO, Álvaro, et al., *Manual del sistema financiero español*. Barcelona: Ariel, 1995 (8a.ed.). p. 22.

⁷⁵ Gámir J.A, "Hacia un nuevo enfoque de la política financiera", revista *Actualidad Financiera*. Madrid, diciembre 1995, No. 12, p.34.

⁷⁶ HEYMAN, Timothy, "Inversión en la globalización". México: Milenio, 1998. p. 6.

asociada con la innovación y desregulación de la época de posguerra, manifestada por un aumento en los flujos de capital transfronterizos".⁷⁷

Si bien la globalización es un fenómeno que abarca todos los aspectos de la vida política, económica y social, es evidente que sus mayores alcances se manifiestan en el terreno económico y fundamentalmente en el financiero. Los avances en la integración económica son palpables con la creación de bloques comerciales en Europa, Norteamérica, Asia y otras regiones del mundo, mientras que los avances en las comunicaciones hacen posible una globalización de los capitales internacionales, los cuales se mueven a gran velocidad, en búsqueda de mayores rendimientos, entre los centros financieros, ya sean de países desarrollados o de los llamados mercados emergentes.⁷⁸

En este proceso globalizador, la peor parte le corresponde a los países en desarrollo, pues sus economías, más débiles y necesitadas de capital son presas de ataques especulativos que desestabilizan sus sistemas financieros. Un ejemplo, fue la crisis financiera mexicana de finales de 1994:

Un estímulo, aparentemente pequeño (el aumento, anunciado el día 20 de diciembre, de la paridad superior de la banda de flotación en un 15%) desató una ola de especulación en todos los instrumentos de inversión mexicanos operados en México y fuera de México. Estas inversiones (e inversionistas) en los mercados de acciones, deuda y derivados dentro y fuera de México, interactuaron entre sí para ocasionar un crac financiero: la exageración irracional en la devaluación del peso, el alza de las tasas de interés, y la caída del mercado accionario.⁷⁹

En este sentido, un estudio del Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) de abril de 1998, señala que la liberación de los mercados financieros ha traído más obstáculos que beneficios al desarrollo de los países en el tercer mundo y que la políticas económicas de los países industrializados se orientan cada vez más "a acomodar las presiones de mercados volátiles" en vez de atender otras variables económicas claves", lo cual explica, según el informe, la inestabilidad mundial actual en distintas zonas del mundo, como la crisis mexicana de 1995 y la asiática de 1997, con su consiguiente efecto sobre el desarrollo y nivel de vida en los países afectados. Por otra parte, el estudio precisa, que salvo casos excepcionales, las economías del mundo han sufrido una disminución de su crecimiento promedio tras la ola de liberalización comercial y financiera promovida por varias de las principales potencias en las últimas dos décadas.

La interdependencia entre los sistemas financieros de la mayoría de los países provoca que ante el surgimiento de crisis en alguno de ellos la comunidad financiera internacional se vea precisada a acudir en su apoyo para contrarrestar los efectos internacionales de una crisis financiera local⁸⁰. Por ejemplo, a raíz de la crisis en Asia, organismos financieros internacionales elaboraron planes de rescate que totalizaron 115 mil millones de dólares para apoyar la recuperación financiera de Tailandia, Indonesia y Corea del Sur.

Naturalmente, estos apoyos están condicionados al cumplimiento de una serie de recomendaciones por parte de los organismos internacionales, fundamentalmente el Fondo Monetario Internacional (FMI), que implican diversos niveles de presión para que los países afectados apliquen reformas económicas y financieras al agrado de las potencias que controlan estas instituciones. Un ejemplo de esta política son las declaraciones (26 de junio de 1998) de Michel Camdessus, Director del FMI, en relación a la posibilidad de otorgar un préstamo a Rusia

⁷⁷ COHEN: Benjamín J., "Phoenix Arisen: The Resurrection of Global Finance", *World Politics* 48, January 1996, p.269.

⁷⁸ Los avances en las comunicaciones, alcanzados en la última mitad del Siglo XX, son un factor determinante para la globalización no solo financiera, sino también política, económica y social.

⁷⁹ HEYMAN, Timothy, "Inversión en la...", op.cit. p. 18.

⁸⁰ Por ejemplo, el efecto "tequila", consecuencia de la crisis mexicana o el efecto "dragón", resultado de la crisis en Asia.

por 15 mil millones de dólares condicionado a que ese país hiciera un esfuerzo excepcional de aceleración de sus reformas.

Otra muestra de la interdependencia e interrelación que genera la globalización es el paquete de rescate financiero por 50 mil millones de dólares diseñado por Estados Unidos para ayudar a México (uno de sus socios comerciales en el Tratado de Libre Comercio para América del Norte) a raíz de la crisis financiera de 1995⁸¹. “Este rescate facilitó la recuperación financiera de México en 1995 y la económica de 1996, en la misma forma que la competitividad de la industria mexicana, resultado de la apertura comercial en los años 1986-1994, hizo posible el auge de las exportaciones mexicanas después de la devaluación de 1994, causa importante de la misma recuperación económica⁸²”.

El fenómeno de la globalización, con sus efectos positivos y negativos (sobre todo para los países menos desarrollados) es una tendencia actual, que cada día tiende a profundizarse⁸³ y que debe ser asimilada por todos los países como única alternativa para subsistir y desarrollarse en el mundo del futuro.

II.2 Las instituciones financieras

El sistema financiero de un país de economía de mercado generalmente está constituido por tres grandes grupos de instituciones: los intermediarios financieros bancarios, intermediarios financieros no bancarios⁸⁴ (dentro de los cuales destacan los que integran el sistema bursátil) y los órganos encargados de la regulación y vigilancia de estas instituciones.

Como señalaba anteriormente, las instituciones que componen el sistema financiero llevan a cabo una importante labor de intermediación, la cual se realiza básicamente a través del sistema bancario o del sistema bursátil. A pesar de que tanto los bancos comerciales y los bancos de inversión o casas de bolsa son intermediarios financieros; es decir, se dedican en esencia a captar ahorro y excedentes temporales de efectivo, para a su vez canalizar estos recursos hacia los sectores productivos del país, su labor de intermediación tiene diferencias significativas.

En primer lugar, los bancos comerciales captan los recursos (saldos de cuentas de cheques, certificados de depósito) por cuenta propia, incorporando a su balance todos estos recursos y otorgando préstamos sobre esos fondos, con lo cual el banco asume plena responsabilidad sobre los préstamos, independientemente del origen y situación del prestamista de fondos al banco (titular de la cuenta de cheques o del certificado de depósito). Los bancos de inversión o casas de bolsa, en cambio, ejercen una labor de intermediación más pura, ya que típicamente no captan recursos en nombre y por cuenta propios, sino que lo hacen en nombre y por cuenta de terceros.⁸⁵

⁸¹ Este apoyo estuvo condicionado a que los ingresos por las exportaciones petroleras mexicanas se depositaran en una cuenta de la Reserva Federal Norteamericana de la cual se iban liberando paulatinamente en la medida que se pagaba la deuda

⁸² HEYMAN, Timothy, “Inversión en la...”, op.cit. p. 18

⁸³ Los países europeos, líderes en los procesos de integración, ya han pasado de la integración económica y política a la integración monetaria con la aparición, a partir de 1999, de una moneda única europea, el euro.

⁸⁴ La intermediación financiera se realiza a través de instituciones especializadas en captar recursos financieros de los sectores superavitarios y canalizarlos a los sectores deficitarios.

⁸⁵ La función definitoria de un banco de inversión es la suscripción de valores, es decir llevan a cabo la colocación de títulos en el mercado. La suscripción implica la preparación de todos los documentos necesarios para una emisión, desde el proyecto hasta el registro legal, así como la venta o colocación con corredores e inversionistas.

En segundo lugar, las casas de bolsa, a través de las bolsas de valores, les dan liquidez a todos los valores que manejan. Es decir, independientemente del plazo de amortización de cada uno de los instrumentos, existe la posibilidad de vender todo o parte de la posición que de un determinado valor se tenga y de esa forma recuperar el efectivo. La situación de los bancos es diferente, pues generalmente no es posible adelantar los plazos de amortización de los préstamos como vía de recuperar efectivo.

II.2.1 El sistema bancario

Generalmente, los sistemas bancarios están integrados por un banco central y un conjunto de instituciones bancarias que pueden públicas o privadas.

A los bancos centrales le corresponden, en general, importantes atribuciones, dadas tanto por la magnitud de las entidades financieras bajo su control y volumen de recursos canalizados a través de las mismas, como por ser los encargados de definir y ejecutar la política monetaria del país. El Banco de México es un organismo descentralizado de la Administración Pública Federal con personalidad jurídica y patrimonio propio que realiza las funciones de Banco Central⁸⁶.

Dentro de las funciones principales del Banco de México en el sistema financiero están la de regular la emisión y circulación de la moneda, operar como Banco Reserva, Acreditante de Última Instancia y Cámara de Compensación de las instituciones de crédito, prestar servicio de tesorería al Gobierno Federal y actuar como agente financiero en operaciones de crédito tanto interno como externo.

El Banco de España cumple las funciones de Banco Central y se define como una entidad de Derecho Público, con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada que, para el cumplimiento de sus fines, actúa con autonomía. Dentro de sus funciones está la definición y ejecución de la política monetaria, la instrumentación de la política de tipo de cambio, la emisión de billetes y puesta en circulación de monedas metálicas, la supervisión y control de las entidades y mercados financieros, la promoción del buen funcionamiento y estabilidad del sistema financiero, además de prestar servicios de tesorería y asesoramiento al Gobierno y actuar como agente financiero de la Deuda Pública.⁸⁷

Por su parte, el Banco Central de Cuba, según la Ley, posee autonomía orgánica⁸⁸, personalidad jurídica independiente, patrimonio propio y debe cubrir sus gastos con sus ingresos. Dentro de sus funciones están la de velar por la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional; proponer la política monetaria del país, y una vez aprobada, dirigir de forma independiente su aplicación; actuar como agente fiscal y asesor del Estado y del Gobierno; conceder financiamientos y refinanciamientos a los bancos, así como redescuentos y anticipos por razones de iliquidez transitoria. Asimismo, el Banco Central de Cuba está facultado para regular la cantidad de dinero en circulación y de crédito, así como las relaciones con los mercados financieros, además es el encargado de ejercer las funciones relativas a la disciplina y supervisión de las instituciones financieras (bancarias y no bancarias).

⁸⁶ Aunque legalmente el Banco de México posee autonomía, en la práctica sigue la política que traza el Gobierno a través de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

⁸⁷ Cfr. CUERVO, Álvaro, et al., *Manual del sistema financiero español*. Barcelona: Ariel, 1995 (8a.ed.), p. 79.

⁸⁸ La autonomía del Banco Central de Cuba es relativa hasta el presente. En la práctica aún no se ha podido desarrollar una política monetaria coherente y la mayoría de las decisiones en materia monetaria y financiera deben contar con el visto bueno del Gobierno Central.

Los intermediarios financieros bancarios de carácter público generalmente se dedican a la banca de desarrollo para promover y apoyar actividades de interés nacional como pueden ser las exportaciones o el desarrollo de pequeñas y medianas empresas.

La aceptación de los principios de la economía de mercado y el libre funcionamiento del sistema financiero en la asignación y canalización de los flujos de crédito a los destinos donde éste sea necesario no impide que el sector público pueda intervenir en los respectivos sistemas financieros, intentando, de una parte, cubrir las lagunas que se producen en la distribución del crédito por las instituciones privadas y de otra, alcanzar determinados objetivos de orden social y político, que las entidades de carácter lucrativo no incluyen entre sus metas, al regirse exclusivamente por principios de costo-beneficio privado.⁸⁹

Una banca pública bien administrada permite apoyar a sectores estratégicos, socialmente sensibles, en reconversión o crisis, facilitar el financiamiento de proyectos importantes con largos períodos de maduración o con fuertes componentes de tecnología y capital humano; además de facilitar la redistribución de rentas y riquezas en favor de determinados grupos o regiones.

Sin embargo, las ventajas del financiamiento privilegiado que otorgan los bancos públicos pueden atentar contra los procesos de liberalización de las economías por constituir elementos protectores de éstas.

No obstante estos inconvenientes, en la mayoría de los países existen instituciones bancarias de carácter público para explotar las ventajas que este tipo de instituciones ofrecen. Como ejemplo pueden señalarse el Instituto de Crédito Oficial (ICO) de España y Nacional Financiera de México, que cumplen funciones similares como agentes financieros del Estado, proveedores de fondos a mediano y largo plazo para el financiamiento de inversiones productivas, el apoyo a pequeñas y medianas empresas y la creación y gestión de instrumentos orientados al logro del equilibrio regional y a la mejora del medio ambiente.

Por su parte, las instituciones bancarias privadas son aquellas que ejercen el comercio de Banca con habitualidad y ánimo de lucro, recibiendo del público, en forma de depósitos, fondos que aplican por cuenta propia a operaciones activas de créditos y a otras inversiones y prestan además por regla general a su clientela servicios de giro, transferencia, custodia y mediación. Si la banca pública se identifica básicamente con la banca de desarrollo, la banca privada se concentra fundamentalmente en actividades relacionadas con la banca comercial.

Según la Ley, las operaciones de los bancos no estatales de nacionalidad cubana, establecidos en el territorio nacional, deberán estar vinculadas fundamentalmente con las relaciones monetario-crediticias internacionales.

Por otra parte, como comentaba en el primer capítulo al caracterizar el sistema financiero cubano, los bancos extranjeros sólo pueden establecer en Cuba oficinas de representación⁹⁰, pues no se considera prudente el acceso al mercado interno de entidades extranjeras que podrían captar pasivos y encauzarlos hacia fines distintos a las prioridades del país. Sin embargo, el Decreto-Ley 173 "Sobre los bancos e instituciones financieras no bancarias" contempla la posibilidad de que inversionistas extranjeros participen en el capital social de las instituciones financieras cubanas no estatales, teniendo en cuenta lo legislado sobre la inversión

⁸⁹ Cfr. CUERVO, Álvaro, et al., *Manual del sistema financiero español*. Barcelona: Ariel, 1995 (8a ed.), p.246.

⁹⁰ Las oficinas de representación están autorizadas a actuar en el territorio nacional como representantes de instituciones financieras extranjeras, por orden y cuenta de su casa matriz y no pueden realizar operaciones activas o pasivas bancarias o financieras no bancarias.

extranjera en Cuba y lo que establezca el Banco Central en relación a la proporción de capitales extranjeros sobre el capital total

En los últimos años, la industria bancaria internacional se ha caracterizado por un proceso de consolidación.

Una de las principales fuerzas impulsoras de la consolidación, ha sido la necesidad de las instituciones financieras en el mundo entero de mejorar sus márgenes de operación, buscando importantes ahorros en costos (con mejoras de economías de escala) y al mismo tiempo conservando o incrementando sus posiciones competitivas.

Adicionalmente, los participantes del sector bancario en todo el mundo, están respondiendo a cambios en los antiguos regímenes regulatorios, que fueron creados en un principio para proteger a los depositantes, y mantener el *statu quo* en los mercados regionales y nacionales que eran sumamente protegidos.

Entre otras fuerzas que llevaron al sector bancario a esta consolidación se podría mencionar también el impacto claro de la tecnología, el deseo por parte de los grandes bancos internacionales de mantener y de guardar una presencia global y también el deseo de los bancos regionales de enlazarse así al exterior y formar alianzas.

Esta consolidación ha ocasionado un número récord de fusiones y adquisiciones involucrando a todos los segmentos del sector financiero, desde los bancos comerciales y bancos de inversión hasta compañías de seguros y también empresas inmobiliarias.

Como ejemplo de este proceso se puede citar la fusión del gigante bancario Citicorp y el coloso de los servicios financieros Travelers Group Inc., en abril de 1998, que originaron la mayor unión empresarial de la historia (hasta ese momento), en una transacción valorada en más de 140 mil millones de dólares. La entidad resultante de esta fusión, denominada Citigroup se convirtió en el grupo financiero más grande del mundo con activos cercanos a los 700 mil millones de dólares, desplazando del primer lugar al grupo japonés Mitsubishi, que cuenta con activos de unos 690 mil millones de dólares⁹¹.

En Europa, se aprobó en mayo de 1998 la fusión más importante en la historia del negocio bancario suizo, con la alianza bancaria entre la Unión de Bancos Suizos (UBS) y la Asociación de Bancos Suizos (SBC). La nueva entidad resultante de la fusión se denomina United Bank of Switzerland y se convirtió en la tercera entidad bancaria más importante del mundo, al contar con activos por 640 mil millones de dólares. En Italia la fusión de los bancos San Paolo e IML generó el mayor grupo bancario italiano con activos cercanos a 206 mil millones de dólares. Al mismo tiempo, se anunció el interés del Deutsche Bank, el gigante alemán de las finanzas y cuarto grupo financiero a nivel mundial (con activos de unos 550 mil millones de dólares), de buscar un aliado de su país o europeo para hacer frente a la ola de fusiones.

II.2.2 El sistema bursátil

El sistema bursátil comprende el conjunto de instituciones que facilitan las transacciones realizadas con valores financieros y comprende básicamente las bolsas de valores, los bancos de inversión o casas de bolsa, las sociedades de inversión y los organismos de apoyo.

Las bolsas de valores son instituciones diseñadas para facilitar la realización de operaciones de compra y venta de valores emitidos por empresas públicas o privadas y promover

⁹¹ El grupo Mitsubishi es, asimismo, resultado de la fusión del Mitsubishi Bank y del Bank of Tokio en marzo de 1996.

el desarrollo del mercado bursátil. Dentro de las funciones que debe cumplir una bolsa de valores están:

1. Establecer locales, instalaciones y mecanismos que faciliten las relaciones y operaciones entre los oferentes y los demandantes de valores.
2. Elaborar, proporcionar y mantener a disposición del público información sobre las operaciones que se realizan en su sede, sobre los valores inscritos en la bolsa, y sobre sus emisiones correspondientes.
3. Fungir como cámara de compensación y liquidación de operaciones.
4. Certificar las cotizaciones en bolsa.

La intermediación bursátil es realizada por las casas de bolsa o bancos de inversión, que son entidades encargadas de prestar los servicios de corretaje e intermediación en materia de valores en forma profesional y periódica y realizan, entre otras las siguientes actividades:

1. Actuar como intermediarios en los mercados de títulos.
2. Recibir fondos por concepto de las operaciones con valores que les encomiendan sus clientes.
3. Prestar asesoría en materia de valores.
4. Actuar como representantes comunes de obligacionistas y tenedores de otros valores, títulos o documentos.
5. Realizar operaciones por cuenta propia que faciliten la colocación de valores o que coadyuven a dar mayor estabilidad a los precios de éstos y reducir los márgenes entre cotizaciones de compra y de venta de los propios títulos.
6. Proporcionar servicios de guarda y administración de valores, depositando los títulos en una institución para el depósito de valores.

Para realizar estas actividades las casas de bolsa pueden recibir préstamos de instituciones de crédito o conceder créditos para la admisión de valores con garantía de éstos.

En Cuba opera desde mediados del año 1996 el Banco de Inversiones, S.A., el cual, tal y como comentaba en el primer capítulo, está llamado a cubrir un espacio importante de negocios no asumidos hasta ese momento por el sistema bancario cubano. Actualmente, los principales objetivos del banco de Inversiones están orientados a:

1. Obtener fuentes de financiamiento para proyectos de inversión.
2. Crear y administrar fondos de inversión.
3. Prestar servicios de asesoría financiera y evaluación y promoción de proyectos.
4. Garantizar el aumento de los estándares de eficiencia empresarial.

En línea con los objetivos antes señalados, durante el año 1997, el Banco de Inversiones a través de sus gerencias de finanzas corporativas y de mercado de capitales realizó estudios de factibilidad para la emisión de Bonos Azucareros y Bonos Cubanacán⁹², propiciando además la creación y estructuración de un Fondo de Inversión orientado hacia Cuba con la participación de Baring Equity Partners. Al mismo tiempo, el Banco de Inversiones asesoró en la estructuración de varias empresas mixtas con capitales procedentes de Italia y Canadá e instrumentó un proyecto de financiamiento para una inversión cubana en el exterior (Clínica Estomatológica en la República de Mozambique).

En el año 1997, el Banco de Inversiones inició además operaciones en modalidades financieras como el factoraje y el descuento de efectos comerciales, al tiempo que continuaron ampliándose los servicios crediticios con el otorgamiento de préstamos a corto y mediano plazo por más de 6 millones de dólares⁹³.

Las sociedades de inversión operan adquiriendo valores con un criterio de diversificación de riesgos y obteniendo recursos con la emisión de sus acciones. La finalidad de estas sociedades es la de propiciar que el público inversionista que no cuente con grandes capitales pueda participar en el Mercado de Valores bajo criterios de seguridad y rentabilidad adecuados.

Las sociedades de inversión pueden ser de diversos tipos, según las características de los activos que componen su cartera de inversión. En México, por ejemplo, existen las Sociedades de Inversión Comunes que operan tanto con instrumentos de deuda como de renta variable; las Sociedades de Inversión de Instrumentos de Deuda que operan exclusivamente con instrumentos de deuda (CETES, papel comercial, aceptaciones bancarias, etc.); mientras que las Sociedades de Inversión de Capitales operan con valores y documentos emitidos por empresas que requieren recursos a largo plazo y cuyas actividades están relacionadas preferentemente con los objetivos de la planeación nacional de desarrollo. Asimismo, existen sociedades especializadas que tienen como objeto la prestación de servicios de administración a las sociedades de inversión, así como la distribución y recompra de sus acciones; estas sociedades son las sociedades operadoras de sociedades de inversión.

En España las sociedades de inversión se denominan Sociedades de Inversión Mobiliaria Colectiva y se subdividen también en dos categorías atendiendo al régimen jurídico de su capital: de capital fijo y de capital abierto o variable. Las sociedades de Inversión Mobiliaria, de capital fijo o variable, son definidas por la ley española como "aquellas sociedades anónimas que tienen por objeto exclusivo la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valores mobiliarios y otros activos financieros, para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimiento, sin participación mayoritaria, económica o política, en otras sociedades"⁹⁴.

Las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo se caracterizan porque el capital inicial desembolsado debe ser mantenido mientras la Sociedad figure inscrita en el Registro Administrativo correspondiente, mientras que las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable son aquellas cuyo capital correspondiente a las acciones en circulación es susceptible de aumentar o disminuir dentro de los límites del capital máximo y del inicial fijado, mediante la venta o adquisición por la Sociedad de sus propias acciones.

⁹² La Corporación Cubanacán abarca una de las principales cadenas hoteleras del país, así como diversos servicios relacionados con el turismo internacional.

⁹³ Al cierre del año 1997, la cartera de préstamos de la institución superaba 15 veces a la de igual período del año anterior, mientras que el número de clientes se multiplicó por cuatro. Los préstamos otorgados a esos clientes tuvieron un comportamiento satisfactorio de las obligaciones de pago contraídas.

⁹⁴ CUERVO, Álvaro, *et al.*, *Manual del sistema ... op.cit.*, p.475.

Una alternativa similar a las sociedades de inversión son los fondos de inversión, los cuales son patrimonios pertenecientes a una pluralidad de inversionistas, cuyo derecho de propiedad se presenta mediante un certificado de participación, administrados por una institución financiera a la cual se le otorga las facultades del dominio sin ser propietaria del fondo, constituidos con el exclusivo objeto de la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valores mobiliarios y otros activos financieros, para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimiento.

El objeto de estos fondos es el mismo que el de las sociedades de inversión, aunque se caracterizan por la inexistencia de personalidad jurídica propia, y por la variación continua del volumen del fondo, permitiéndose la entrada y salida, también continua de los participantes.

En Cuba los bancos nacionales están autorizados a crear fondos de inversión para facilitar la inversión colectiva, si bien hasta la fecha no se ha comenzado a explotar esta facilidad (exceptuando el Fondo de Inversión creado y estructurado por el Banco de Inversiones, S.A.), pues aun las instituciones financieras no han logrado la madurez suficiente para organizar este tipo de fondos.

Dentro de las instituciones de apoyo destacan las relacionadas con el depósito de valores, las cuales proporcionan el servicio de guarda, custodia y administración de los valores. Estas instituciones realizan además el servicio de transferencia, compensación y liquidación sobre operaciones que se realicen respecto a los valores que se encuentran en depósito.

Otras instituciones de gran importancia en los procesos de inversión bursátil son las agencias calificadoras de valores, las cuales están encargadas de emitir opiniones acerca de la probabilidad y riesgo relativo, de la capacidad e intención de un emisor de un título de crédito de efectuar su pago precisamente en el plazo acordado. Las calificaciones se hacen bajo una base comparable o escala y en ellas se contempla tanto la administración de la empresa como la información financiera histórica de la misma para que pueda realizarse un análisis comparativo contra varias emisoras, sin importar el ramo económico al que pertenezcan.

Además de las instituciones que regulan, intermedian y apoyan al mercado de valores existen dos figuras, de hecho las más importantes, que son las responsables directas de la demanda y oferta de recursos financieros. Ellas son las emisoras de valores y los inversionistas.

Las emisoras de valores son aquellas entidades o unidades económicas que requieren de financiamiento y acuden al Mercado de Valores para obtenerlo. Los emisores pueden ser públicos (Gobierno, instituciones y organismos gubernamentales y empresas públicas) o privados (instituciones financieras bancarias o no bancarias y empresas no financieras).

Los inversionistas en valores son aquellas entidades (personas jurídicas o morales) superavitarias en ahorro que invierten ese superávit en inversiones financieras. Los inversionistas en valores buscan la mayor liquidez y rendimiento para sus inversiones y al mismo tiempo desean que estas inversiones tengan el menor riesgo posible. Cada inversionista tiene una percepción propia de cada uno de estos conceptos y es debido a ello que se genera un mercado de valores. Los inversionistas pueden clasificarse, de acuerdo a su naturaleza, en: personas físicas, empresas o instituciones no financieras y los inversionistas institucionales o instituciones financieras.

II.2.3 Otros intermediarios financieros

Además de las entidades que componen los sistemas bancario y bursátil existen otros intermediarios financieros no bancarios que realizan actividades específicas como son las casas

de cambio, aseguradoras, afianzadoras y los organismos auxiliares de crédito, que incluyen los almacenes generales de depósito, las empresas de factoraje, las arrendadoras financieras y las uniones de crédito⁹⁵. En México estas entidades suelen agruparse en grupos financieros que además pueden incluir una institución de banca múltiple, una casa de bolsa y operadoras de sociedades de inversión⁹⁶. Como restricción se establece que dentro de un mismo grupo no pueden participar dos intermediarios de la misma clase, salvo operadoras de sociedades de inversión, o instituciones de seguros, siempre y cuando estas últimas operen en diferentes ramos. Mediante la integración de los grupos financieros, se pretende incrementar la oferta de servicios y competir más eficientemente con el exterior aprovechando al máximo economías de escala.

En Cuba, como comentaba en el primer capítulo, ya existe un grupo financiero (resultado de la reestructuración del sistema bancario) que está conformado por tres bancos, uno de ellos especializado en la actividad de inversiones, una empresa fiduciaria, una empresa especializada en diversos servicios financieros y las casas de cambio.

El sistema financiero cubano está constituido por instituciones financieras cuyo objeto social es realizar actividades de intermediación financiera e incluye tanto a los bancos como a las instituciones financieras no bancarias excluyendo las relacionadas con el sistema bursátil, pues hasta el presente no se ha desarrollado en Cuba un mercado de valores. Por lo tanto, las instituciones financieras cubanas pueden ser de dos tipos: los bancos y las instituciones financieras no bancarias.

El Decreto-Ley 173 "Sobre los Bancos e Instituciones Financieras No Bancarias" define a los Bancos como "toda persona jurídica constituida con arreglo a las leyes de Cuba o del extranjero autorizada a captar depósitos, incluidos los depósitos a la vista, a colocar los recursos captados, intermediar en operaciones de cobros y pagos y a prestar servicios afines a las actividades referidas". El mismo Decreto-Ley establece que una institución financiera no bancaria es "toda persona jurídica constituida con arreglo a las leyes cubanas o extranjeras que cuente con corredores o agentes de negocios en dinero; que realicen actividades de intermediación financiera (con excepción de la captación de depósitos) tales como: entidades de arrendamiento financiero (*leasing*) de bienes, muebles e inmuebles; de administración de carteras de cobro o factoraje (*factoring*), compañías o casas financieras, de operaciones de fideicomiso (en *trust*), de fondos mutuales de inversión, y otras similares.

Los bancos nacionales cubanos están autorizados a desarrollar funciones inherentes a la banca universal o de múltiples servicios y en consecuencia a realizar todo tipo de operaciones y negocios de intermediación financiera, en moneda nacional o en divisas, en el territorio nacional, en el centro bancario extraterritorial (*Off shore*), zonas francas, parques industriales y en el extranjero⁹⁷.

Dentro de las operaciones de banca múltiple que pueden realizar los bancos cubanos están: 1) constituir fondos de inversión y otros fondos; 2) emitir, comprar, vender y suscribir bonos y otros títulos o valores financieros; 3) recibir en depósito o administración bonos, fondos u otros valores nacionales o extranjeros y realizar operaciones de fideicomiso; 4) realizar operaciones cambiarias de compra y venta de divisas; 5) emitir, aceptar, avalar, endosar, descontar, comprar, vender y efectuar todas las operaciones posibles con letras de cambio y otros documentos negociables; 6) realizar operaciones de arrendamiento financiero a nivel

⁹⁵ En países industrializados muchas de estas actividades están integradas.

⁹⁶ Se puede integrar un grupo financiero a partir de una sociedad controladora y al menos tres de las entidades señaladas.

⁹⁷ Algunos bancos, de presencia limitada en el territorio nacional como el Banco Financiero Internacional (BFI), el Banco Internacional de Comercio, S.A. (BICSA) y el Banco Metropolitano sólo puede realizar operaciones en divisas.

nacional e internacional, 7) realizar operaciones de factoraje a nivel nacional e internacional y 8) actuar como agentes de seguros, entre otras⁹⁶. Hasta el momento, la ejecución de estas operaciones por los bancos cubanos está limitada al sector de la economía que opera en moneda libremente convertible, mientras que las operaciones que más se han realizado corresponden a las cambiarias, factoraje y descuentos de documentos. En este sentido, los bancos cubanos deberán en el futuro crear las condiciones necesarias para extender estos servicios a todos los sectores de la economía incluidos aquellos que sólo operan en moneda nacional, al tiempo que deberán incrementar la oferta de servicios y aprovechar las facultades que la ley les confiere para diversificar las formas de realizar la intermediación financiera.

De esta forma los bancos cubanos podrán participar en operaciones financieras no estrictamente bancarias, lo cual debe propiciar una mayor competencia entre las instituciones financieras por desarrollar servicios financieros más novedosos y de mayor calidad.

II.2.4 Los órganos de regulación y vigilancia de las instituciones financieras.

La distribución de facultades correspondientes a la regulación y supervisión de los sistemas financieros ha obedecido más a cuestiones de orden práctico en cada país, que al seguimiento de un modelo generalmente aceptado.

Derivado de ello, existen principalmente tres esquemas de competencia reguladora y de supervisión del sector financiero:

1. Cuando esta competencia recae en una entidad especializada con cierta autonomía, que no es el Banco Central ni el Ministerio de Finanzas.
2. Cuando recae en el Ministerio de Finanzas o en una entidad dependiente de éste.
3. Cuando el Banco Central no sólo se encarga del manejo de las políticas monetarias y/o cambiarias, sino también de supervisar y regular al sector financiero, con excepción de las bolsas de valores.

Independientemente de la entidad a la que se le asigne la competencia reguladora, el hecho de que a nivel mundial se observe una clara tendencia hacia la conformación de grandes conglomerados, capaces de ofrecer toda la gama de productos y servicios financieros, administrados con estrategias integrales a nivel de grupo, ha propiciado que en Comités de Bancos Centrales, como el de Basilea, se tenga consenso acerca de la necesidad de supervisar y regular el sistema financiero de manera consolidada. En los lineamientos emitidos por estas entidades se contempla la conveniencia de contar con organismos autónomos de supervisión que estén habilitados para regular, vigilar y sancionar, para lo cual deben contar con independencia administrativa, personal altamente capacitado y recursos suficientes para llevar a cabo sus tareas de supervisión. Esta recomendación parte del principio de que los organismos autónomos tienen mayor capacidad de actuar con prontitud y energía frente a problemas bancarios.

Una muestra de esta tendencia es la experiencia británica, en donde se anunció que la responsabilidad de la supervisión bancaria será transferida del Banco Central de Inglaterra a una nueva entidad que, inicialmente se le conoce como FSA ("Financial Services Authority"), la cual

⁹⁶ Muchas de estas operaciones aún no se realizan por los bancos cubanos, aunque ya se han comenzado a realizar algunas relacionadas con el factoraje, el arrendamiento financiero y el descuento de documentos.

realizará, además de las funciones que hacían las entidades reguladoras del gobierno, aquellas correspondientes a los Organismos Autorregulados.⁹⁹

Esta tendencia de conformación de conglomerados es la que, para el caso mexicano, motivó en 1995 la fusión de las extintas Comisión Nacional Bancaria y Comisión Nacional de Valores. La entidad resultante se ha planteado como meta supervisar en forma consolidada un espectro más amplio de operaciones e intermediarios¹⁰⁰.

La máxima autoridad en materia de política financiera es el Gobierno de cada país, siendo generalmente el Ministerio de Finanzas el máximo responsable de todos los aspectos relativos al funcionamiento de las instituciones financieras. En México la Secretaría de Hacienda y Crédito Público es el organismo del Gobierno Federal que representa la máxima autoridad dentro de la estructura del sistema financiero y tiene a su cargo la función de planear, coordinar, evaluar y vigilar el sistema bancario del país, dirigir las políticas monetaria y crediticia, así como ejercer las atribuciones que señalen las leyes en materia de seguros, fianzas, valores y de organizaciones auxiliares de crédito. También le corresponde instrumentar el funcionamiento de las instituciones que integran el sistema financiero nacional y proponer políticas de orientación, regulación, control y vigilancia de valores.

Por otra parte, pueden actuar como órganos reguladores y fiscalizadores del sistema financiero diferentes comisiones que se crean (subordinadas a los ministerios de finanzas) para atender aspectos específicos. Es el caso, por ejemplo, de la Comisión Bancaria y de Valores en México facultada para inspeccionar y vigilar el funcionamiento de las instituciones de crédito y organizaciones auxiliares, las casas de bolsa y bolsas de valores; así como la Comisión Nacional del Mercado de Valores en España encargada de la supervisión e inspección del mercado de valores, además de tener la encomienda de velar por la transparencia de este mercado, de la correcta formación de los precios y de la protección de los inversionistas¹⁰¹.

En los últimos meses, se ha comentado mucho sobre la necesidad de fortalecer en cada país los sistemas de supervisión y vigilancia, como vía para frenar la aparición inesperada de crisis de los sistemas financieros, similares a las ocurridas en 1994 en México y en 1997 en Asia. En este sentido, en su intervención, en la 61ª Convención Bancaria, celebrada en Acapulco, Guerrero, en marzo de 1998, el Dr. Guillermo Ortiz, Gobernador del Banco de México señalaba:

Un común denominador entre las recientes crisis de los países asiáticos y la ocurrida hace tres años en México, ha sido la debilidad de los sistemas financieros. Ello, en buena medida, debido a un crecimiento excesivo del crédito aunado a una supervisión y regulación inadecuadas y a un sistema distorsionante de incentivos. En particular, es necesario conseguir una coordinación más estrecha entre los objetivos y herramientas de la regulación prudencial y la supervisión relativa a las operaciones que los intermediarios efectúan en los mercados financieros.¹⁰²

⁹⁹Cfr. WEISMAN, Lorenzo. Conferencia: "Fusiones y adquisiciones: tendencias y experiencia en el sector bancario a nivel internacional". 61a convención Bancaria, Acapulco; Guerrero, marzo de 1998.

¹⁰⁰ En este sentido se ha señalado la conveniencia de que la Comisión Bancarias y de Valores cuente con un régimen que le permita actuar con mayor autonomía en el ámbito de sus facultades y que éstas se vean enriquecidas con atribuciones relativas a la autorización de nuevos intermediarios y a la emisión de regulación prudencial en temas como: capitalización, calificación de cartera y reglas de diversificación de riesgos.

¹⁰¹ Para lo cual difunde cuanta información sea necesaria a los participantes en el mercado de valores.

¹⁰² Ortiz Martínez, Guillermo. "Intervención en ocasión ...", op. cit., p.3.

II.3 Los activos financieros

Se denominan activos o instrumentos financieros a los títulos emitidos por las unidades económicas de gasto, que constituyen un medio de mantener riqueza para quienes los poseen y un pasivo para quienes los generan.

Así pues, la riqueza no humana¹⁰³ de los agentes económicos, sean éstos economías familiares, empresas o el sector público, se puede dividir entre activos reales, o bienes físicos que forman la riqueza material y activos financieros, que al ser pasivos de otras unidades, no contribuyen a incrementar la riqueza general del país, al menos en una economía cerrada,¹⁰⁴ pero facilitan extraordinariamente la movilización de los recursos reales de la economía.

Los instrumentos financieros primarios son emitidos por las unidades económicas de gasto con déficit, con el fin de obtener medios de pago para cubrir un desequilibrio temporal entre sus gastos y sus ingresos. Por ejemplo, las economías familiares en ciertos periodos en los que se desean adquirir activos reales de alto valor, tales como viviendas o bienes de consumo duradero, se verán forzadas a realizar gastos superiores a sus ingresos corrientes, por lo que tendrán que recurrir al financiamiento que le proporcionan otros agentes económicos, emitiendo los correspondientes pasivos, que serán activos para los prestamistas¹⁰⁵.

De igual forma, las empresas tienen desfases entre sus corrientes de ingresos y gastos, tanto a lo largo del proceso productivo, como para adquirir los bienes de capital que precisan para instalar o renovar sus industrias; en consecuencia, deberán acudir a fuentes de financiamiento externas, mediante la correspondiente emisión de instrumentos financieros, o bien movilizar activos que tengan en su poder debido al ahorro de periodos anteriores.

Finalmente, el sector público puede tener, a lo largo del ejercicio presupuestario, unos gastos que superen a sus ingresos corrientes; en este caso deberá emitir ciertos títulos que, adquiridos por otros agentes económicos, pondrán a su disposición los recursos financieros necesarios para cubrir su déficit.

En resumen, las unidades económicas con déficit emiten los títulos o instrumentos financieros o simplemente los venden por haberlos adquirido en periodos anteriores, y las unidades económicas con superávit los adquieren, manteniéndolos como activo por el tiempo deseado. Los títulos también pueden ser transmitidos antes de su periodo de vencimiento, de unas unidades económicas a otras, al no coincidir, en algún momento, con las preferencias de los ahorradores. Por último, los intermediarios financieros adquieren algunos de estos títulos (activos financieros primarios) y emiten otros más acordes con estas preferencias (activos financieros indirectos), llevando a cabo un proceso de transformación de activos.¹⁰⁶

Los activos financieros cumplen dos funciones, que se pueden considerar fundamentales en una economía monetaria: "ser instrumentos de transferencias de fondos entre agentes económicos y constituir, a la vez, instrumento de transferencia de riesgo".¹⁰⁷

¹⁰³ La riqueza humana es el conjunto de habilidades y experiencias propias del ser humano y que lo hace un elemento indispensable en las actividades económicas.

¹⁰⁴ Si pueden hacerlo en una economía abierta donde, en las relaciones con el sector exterior, los agentes económicos nacionales pueden poseer activos financieros netos sobre el resto del mundo, esto es, derechos sobre activos reales de otros agentes.

¹⁰⁵ A menos que dispongan de activos reales y/o financieros, adquiridos en periodos en los que tenían superávit de ingresos sobre gastos y deseen utilizarlos en el pago de los bienes reales que van a adquirir.

¹⁰⁶ Cfr. CUERVO, Álvaro, et al., *Manual del sistema financiero español*, Barcelona: Ariel, 1995 (8a ed.), p. 5.

¹⁰⁷ Trujillo, J.A y Cuervo-Arango C., *El sistema financiero español*, Barcelona: Ariel, 1985, p. 61.

En efecto, cualquier transmisión de activos financieros origina una transferencia de fondos desde el agente económico que los adquiere al que los vende, bien sea éste el emisor o simplemente el último tenedor de dichos activos, que se configuran así como medios para canalizar el ahorro generado por las unidades económicas con superávit.

Por otra parte, convertirse en propietario de un activo confiere a su titular un derecho sobre los recursos del emisor en el momento de vencimiento del título. Dado que dichos recursos pueden variar, en función de la evolución positiva o negativa de la actividad del emisor, el tenedor del activo asume una parte del riesgo de dicha actividad o, lo que es lo mismo, el emisor transfiere a los adquirentes de los títulos una parte del riesgo de su inversión.

En otras palabras, la realización de ciertas inversiones, por parte de algunos agentes económicos, exige la disponibilidad de recursos financieros para realizarlas. Dichos agentes, o bien no disponen de estos recursos, o bien no están dispuestos a asumir ellos solos los riesgos que representa la inversión, por lo que "emiten distintos activos financieros, que se constituyen en instrumentos de aceptación de los fondos necesarios y, por tanto, de transferencia parcial de los riesgos implicados en las inversiones que tales fondos van a financiar".¹⁰⁸

11.3.1 Características fundamentales de los activos financieros (liquidez, riesgo y rendimiento).

Las características principales de todo activo financiero son su liquidez, su riesgo y su rendimiento. Las tres pueden darse en diversos grados, y son dichos grados los que sirven para clasificar los distintos activos y los que se usan por los adquirentes como guía para la ordenación de su cartera y patrimonio.

La liquidez de un activo se mide por la facilidad y certeza de su realización a corto plazo sin sufrir pérdidas. Debido a que la realización de un activo implica su conversión en cualquier otro, el dinero¹⁰⁹ sería el activo plenamente líquido de la economía ocupando el extremo opuesto los activos reales.

Con referencia a los demás activos financieros, su grado de liquidez depende, como señalaba anteriormente, de dos condiciones:

1. De lo fácilmente que pueden ser convertidos en dinero a corto plazo, sin que la rapidez de la conversión suponga pérdidas en su valor.
2. De la certidumbre de su conversión en dinero sin sufrir pérdidas.

Esta condición es adicional a la anterior, ya que una cosa es la facilidad para la transformación rápida en dinero, sin que dicha rapidez origine pérdidas, y otra cosa es la seguridad o certidumbre de una realización o venta futura sin pérdidas.

En general, los depósitos de ahorro y a plazo en las instituciones de crédito cumplen muy bien ambas condiciones y ofrecen un grado de liquidez próxima al dinero, en tanto que las obligaciones públicas y privadas, en aquellos países en que existen mercados amplios, cumplen bien la primera condición pero no así la segunda, ya que el valor de cambio depende de la

¹⁰⁸ Ibidem, p. 62.

¹⁰⁹ Por dinero se entiende tanto el dinero legal (billetes y monedas del banco emisor), cuya aceptación impone el Estado en la liberación de deudas, como el dinero bancario, o depósitos a la vista en las instituciones bancarias, movilizables mediante cheques.

cotización en el momento de la venta, por lo que no existe total certidumbre sobre la futura realización sin pérdidas.

La liquidez es el elemento fundamental que consideran los bancos centrales para determinar la cantidad de dinero en circulación u oferta monetaria. Teniendo en cuenta que existe una gran cantidad de activos financieros que pueden convertirse rápidamente en efectivo e incrementar la cantidad de dinero disponible para transacciones (M_1), los bancos centrales clasifican los activos financieros, que tienen un plazo definido de vencimiento¹¹⁰, según su liquidez. De esa forma, el Banco de México determina los agregados monetarios partiendo del activo financiero más líquido (billetes y monedas en circulación) e incrementando su magnitud con activos financieros cada vez menos líquidos, también conocidos como cuasidinero. Por ejemplo, a finales de 1997 los agregados monetarios en México tenían la siguiente estructura:

AGREGADOS MONETARIOS

(Saldos corrientes, al cierre de diciembre de 1997, en millones de pesos)

M1	301,403
Billetes y monedas	94,491
Cuentas de cheques	206,912
M2 = M1 + instrumentos bancarios a corto plazo	955,926
Instrumentos bancarios a corto plazo	654,523
M3 = M2 + instrumentos no bancarios a corto plazo	1,174,057
Instrumentos no bancarios a corto plazo	218,131
Gubernamentales	204,573
Privados (no bancarios)	13,558
M4 = M3 + instrumentos a largo plazo	1,493,858
Instrumentos a largo plazo	319,801
Instrumentos bancarios a largo plazo	124,252
Instrumentos no bancarios a largo plazo	68,891
Gubernamentales	47,078
Privados (no bancarios)	21,813
Fondos del sistema de ahorro para el retiro (SAR)	126,658

Fuente: Banco de México

Como se puede ver en la tabla anterior, los instrumentos con plazos de vencimiento más largos son menos líquidos, pues a medida que la fecha de liquidación¹¹¹ de un título es más aplazada en el tiempo, es mayor la incertidumbre de su conversión en dinero sin sufrir pérdidas.

En Cuba, dado el poco desarrollo de los activos financieros, el control de la oferta monetaria se limita al dinero para transacciones o M_1 , sin embargo, a diferencia de otros países, no se incluyen la totalidad de las cuentas de depósitos a la vista, pues hasta la fecha no se contemplan las cuentas de cheques de las empresas, sólo las cuentas de ahorro de la población. Esto porque en Cuba los saldos de las cuentas de cheques de las empresas sólo pueden utilizarse libremente para realizar transacciones con otras empresas, instituciones financieras o el

¹¹⁰ Existen activos financieros como las acciones que no tienen un plazo definido de expiración.

¹¹¹ Aquí se refiere a la fecha de pago para el emisor del título, pues el tenedor siempre tiene la opción de recuperar su inversión (con un descuento) en el mercado secundario.

presupuesto, al tiempo que se establecen restricciones para convertir esos saldos en dinero efectivo (billetes y monedas). La necesidad de hacer compatibles los mecanismos de determinación de los agregados monetarios en Cuba con los utilizados internacionalmente debe ser una de las prioridades para implementar una política monetaria acorde con las tendencias internacionales en la materia. Por otra parte, en la medida que se introduzcan nuevos activos financieros será necesario ampliar los agregados monetarios (M_2 , M_3 , M_4) como sucede en otros países

El riesgo de un activo depende de la probabilidad de que, a su vencimiento, el emisor cumpla sin dificultad las cláusulas de amortización. El riesgo depende, pues, de la solvencia del propio emisor y de las garantías que incorpore al título y no de las fluctuaciones que experimente su cotización en el mercado que es un concepto unido a la liquidez.¹¹²

El rendimiento fue definido ya desde el siglo XVIII por el economista inglés David Ricardo como la remuneración económica correspondiente por el uso de alguno de los factores de la producción y adopta la forma de renta por el uso de la tierra, de salario por el uso de la mano de obra y de interés por el uso del capital. Por lo tanto, la rentabilidad de un activo se refiere a su capacidad de producir intereses u otros rendimientos al adquirente, como pago por su cesión temporal de capacidad de compra y de su asunción, también temporal, de un riesgo. Es por ello que el riesgo y el rendimiento están estrechamente relacionados de forma directa: mientras mayor sea el riesgo de un activo financiero, mayor debe ser el rendimiento del mismo. Como ejemplo, se pueden tomar las tasas de rendimiento promedio del año 1997 de tres instrumentos del mercado de valores mexicano con el mismo plazo de vencimiento (28 días):

Instrumento	Tasa de rendimiento promedio (en porcentos)
Certificado de la Tesorería de la Federación	19.77
Pagaré Bancario con Rendimiento Liquidable al Vencimiento	21.36
Papel Comercial	22.56

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores

El rendimiento de estos activos financieros refleja la apreciación que hace el mercado del riesgo de adquirir estos instrumentos. Los Certificados de la Tesorería de la Federación son instrumentos gubernamentales que cuentan con toda la garantía del Gobierno Federal y por lo tanto su nivel de riesgo es muy bajo. Los Pagarés Bancarios con Rendimientos Liquidables al Vencimiento, como su nombre indica son instrumentos bancarios que cuentan con la garantía del patrimonio de las Instituciones de Crédito emisoras y por lo tanto su nivel de riesgo no es alto, pero sí superior al de títulos gubernamentales. Por último, el Papel Comercial es un instrumento empresarial, cuyo nivel de riesgo es valuado por una empresa Calificadora de Valores, la que considera para su calificación la capacidad de pago y liquidez de la emisora y la garantía o aval que respalda la emisión, por lo que el riesgo es muy variable, dependiendo de la emisora, pero generalmente superior al de los instrumentos bancarios y gubernamentales.

El rendimiento proporcionado por los activos financieros puede tomar una o varias de las siguientes formas:

¹¹² *Ibidem*, p.31.

1. **Ganancia de capital:** Es la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta de un título; en caso de que el precio de compra sea mayor al precio de venta se obtendrá una pérdida de capital.
2. **Dividendos en efectivo:** Es la cantidad de dinero que recibe el tenedor de una acción para la cual se haya decretado el pago de dividendos en efectivo.
3. **Tasa de descuento:** Representa la diferencia entre el precio y el valor nominal de un instrumento que fue diseñado específicamente para ser colocado o vendido a descuento.
4. **Intereses:** Ciertos instrumentos estipulan el pago, en fechas establecidas, de rendimientos calculados sobre la base de su valor nominal a tasas de interés predeterminadas, que pueden ser fijas o variables. Estos rendimientos se conocen como intereses, o cupones.
5. **Desliz cambiario:** Esta forma de rendimiento se presenta en instrumentos denominados en moneda extranjera. Los flujos que generan dichos instrumentos y el precio de los mismos valuados en moneda nacional son la base para el cálculo del rendimiento de este tipo de instrumentos. La variación del tipo de cambio es lo que proporciona el rendimiento.
6. **Precios Internacionales:** Algunos instrumentos están respaldados por cantidades determinadas de metales, de petróleo o de algún otro bien. En ese caso, parte del rendimiento de estos instrumentos está en función de los precios internacionales de dichos bienes. Otra parte del rendimiento viene dado vía el desliz cambiario, ya que los precios internacionales se cotizan generalmente en dólares de E.U.A.

En general, los activos financieros que existen en Cuba son bastante elementales y están vinculados con la labor de intermediación financiera que realiza la banca. Es decir, las personas físicas y morales depositan sus excedentes de liquidez ya sea en cuentas de depósitos a la vista (cuentas de ahorro para la población o de cheques para las empresas) o depósitos a plazo (que sólo operan en monedas libremente convertibles) en los bancos nacionales y estos bancos canalizan esos recursos al financiamiento de la actividad productiva ya sea mediante préstamos directos a sus clientes o a las instituciones financieras no bancarias.

II.4 Los mercados financieros

El mercado financiero es uno de los elementos componentes del sistema financiero y se define como "el mecanismo o lugar a través del cual se produce un intercambio de activos financieros y se determinan sus precios".¹¹³

Los mercados financieros permiten el contacto (que puede ser telefónico, por computadora o mediante mecanismos de subasta) entre los diversos agentes interesados en negociar activos financieros (individuos o empresas que participan directamente en el mercado e intermediarios financieros) y en la medida que este contacto sea más rápido se podrán reducir los costos y plazos de intermediación. Por otra parte, los mercados financieros deben constituirse en mecanismos apropiados para la fijación del precio de los activos¹¹⁴, sobre todo en los mercados de negociación, por lo que es conveniente que el número de participantes sea alto, pues eso ayuda a una menor manipulación de los precios. Asimismo, los mercados financieros deben

¹¹³ Ibidem, p.61.

¹¹⁴ Muchas veces el emisor fija el precio del activo o título que lanza al mercado, de acuerdo con las condiciones generales existentes en el mismo, y es el mercado, con una demanda suficiente o insuficiente para dicho título, el que se encarga de señalar si el precio y demás condiciones de la oferta han sido apropiados.

proporcionar liquidez a los activos, ya que en la medida en que se amplíe y desarrolle el mercado de un nuevo activo, se logrará una mayor facilidad para convertirlo en dinero sin pérdida. Otra cualidad que debe caracterizar a los mercados financieros es la agilidad, es decir disminuir al mínimo posible el tiempo que media desde el momento que la operación se acuerda hasta que queda totalmente liquidada.

En este sentido señala Kaufman: "un mercado eficiente implica la ordenación del comercio de acuerdo con el precio, un bajo costo de la transferencia física, indagación e información, y una amplia disponibilidad de ofertas de compra y venta a un precio cercano al precio corriente de mercado. Cuanto menores sean las comisiones de los corredores y las diferencias entre los precios de compra y venta de los agentes mediadores, menores serán las fluctuaciones de precio entre una y otra transacción, y mayor el volumen de comercio, más eficiente será un mercado determinado".¹¹⁵

En general, un mercado tenderá a ser más perfecto en la medida que tenga más amplitud, transparencia, libertad, profundidad y sea más flexible.

La amplitud de un mercado está dada por el volumen de activos que en él se intercambian, mientras mayor sea este volumen más rápidamente se estabilizarán los precios de los activos y se podrán satisfacer mejor las necesidades de los oferentes y demandantes.

"Un mercado es tanto más transparente cuanto mejor y más barata de obtener resulta la información que pueden lograr los agentes económicos que participan en él. Esta característica se encuentra en íntima relación con el grado de integración del mercado, esto es, con la ausencia de compartimientos estancos y, por tanto, con la ausencia de fragmentación. El mercado es menos fragmentado y se acerca más al ideal de mercado perfecto cuanto más rápidamente y con menor costo puedan comunicarse entre sí los agentes que participan en el mismo".¹¹⁶

La libertad de un mercado financiero viene determinada por la ausencia de limitaciones para el acceso a él como comprador o vendedor, lo que determina su grado de apertura, por la ausencia de limitaciones para intercambiar activos en la cuantía deseada y por la no injerencia de las autoridades en la libre formación del precio de intercambio de dichos activos.

La profundidad de un mercado guarda relación directa con el número de órdenes de compra y venta que existen por cada tipo de activo y está estrechamente relacionada con la libertad para acceder al mercado de un mayor número de participantes.

Por último, un mercado será más flexible cuanto más fácil sea para los agentes reaccionar rápidamente ante cambios en los precios de los activos u otras condiciones del mercado.

En resumen, "en igualdad de otras circunstancias, un mercado se vuelve más profundo, amplio y flexible cuanto más rápida y barata sea la información que del mismo reciban los agentes participantes y más rápida y fácilmente puedan éstos actuar de acuerdo con la información recibida".¹¹⁷

¹¹⁵ Kaufman, G.G., "El dinero, el sistema financiero...", op. cit., p.90.

¹¹⁶ Trujillo, J.A. y Cuervo-Arango, C., "El sistema financiero...", op. cit., p.66.

¹¹⁷ Ibidem, p.68.

II.4.1 Principales criterios de clasificación de los mercados financieros.

Existen varios criterios para clasificar los mercados financieros, como pueden ser su forma de funcionamiento, el grado de intervención de las autoridades, la fase en la negociación de los activos, su grado de organización y sobre todo las características de los activos negociados.

Por su forma de funcionamiento, un mercado es directo cuando los intercambios de activos financieros se realizan directamente entre los demandantes últimos de financiamiento y los oferentes últimos de fondos. En un mercado directo los agentes (compradores y vendedores) se encargan por sí mismos de buscar su contrapartida, con una información limitada y sin ayuda de agentes especializados, aunque, como consecuencia de la existencia de un gran volumen de operaciones, en ocasiones aparecen en estos mercados agentes especializados que reciben el nombre de *brokers* (comisionistas) y que tienen la función de relacionar a los oferentes y demandantes de activos mediante el cobro de una comisión.

La alternativa de un mercado directo es el mercado intermediado, donde al menos uno de los participantes en cada operación de compra o venta de activos es un intermediario financiero. Este tipo de mercado es imprescindible para desarrollar los procesos de inversión en las empresas medianas y pequeñas, ya que la captación de fondos de forma directa está más al alcance del sector público o de las grandes empresas de reconocida solvencia. En estos mercados es fundamental el papel que juegan los intermediarios financieros en su función de transformar los activos, lo cual implica adquirir los títulos primarios emitidos por las unidades deficitarias y transformarlos en títulos indirectos o secundarios, emitidos por ellos mismos, con una serie de características distintas que los hacen más aptos para su aceptación por las unidades superavitarias. Además, existen otros intermediarios que no transforman los activos, sino que simplemente compran y venden y se denominan *dealers* (mediadores), estos intermediarios mantienen su propia cartera y se caracterizan por tomar posiciones en aquellos activos con los que negocian. Su remuneración la obtienen por la diferencia entre los precios de compra y venta de los títulos en que negocian y se justifica por el riesgo que asumen al incluir dichos títulos en sus carteras y por asegurar la liquidez de los mismos.

Otra forma que pueden adoptar los mercados financieros según su funcionamiento son los mercados de subasta, que son una especie de mercados directos pero con costos de búsqueda prácticamente nulos debido al gran volumen de información a disposición de todos los agentes que intervienen en ellos. "Los mercados de subasta son mercados dotados de mecanismos centralizados para la publicación de órdenes de compra y venta y por tanto, el conocimiento de éstas es por todos los participantes a la vez".¹¹⁶ Estos participantes pueden ser agentes privados o públicos, empresas o particulares, intermediarios financieros o no, y acudir al mercado en nombre propio o en representación de terceros. Los mercados financieros de subasta más característicos y tradicionales son las Bolsas de Valores y las Bolsas de Productos Básicos (*commodities*).

En México, el término "subasta de valores" es aplicado para definir el procedimiento por el cual se colocan los valores gubernamentales e implica una propuesta de venta de valores que se asigna al mejor postor. Según el procedimiento de subastas mexicano, sólo pueden presentar posturas, y por lo tanto, adquirir títulos en colocación primaria, para su distribución entre el público las Casas de Bolsa, las Instituciones de Crédito y las Sociedades de Inversión en el país.

Los mercados financieros pueden ser libres y regulados, en función del grado de intervención de las autoridades en los mismos. Un mercado libre es aquel donde el volumen de los activos intercambiados y sus precios se fijan solamente como consecuencia del libre juego de la oferta y demanda, mientras que en los mercados regulados se altera administrativamente el

¹¹⁶ Trujillo, J.A. y Cuervo-Arango, C., "El sistema financiero..." op. cit., p.76.

precio o la cantidad de los títulos negociados. Las autoridades pueden intervenir en los mercados regulados estableciendo limitaciones en los tipos de interés (máximos, mínimos o únicos) o obligando a los intermediarios a cumplir ciertos coeficientes de inversión, que les fuerzan a adquirir determinados activos financieros.

Los mercados financieros se pueden clasificar también en función de la fase en la negociación de los activos. En los mercados primarios se intercambian activos financieros de nueva creación¹¹⁹ mientras que en los mercados secundarios se comercia con los activos financieros ya existentes, cambiando la titularidad de los mismos. El mercado secundario no supone la existencia de un nuevo financiamiento para el emisor, pero es de gran importancia para garantizar la liquidez de los activos, permitiendo la circulación de éstos entre los agentes y la diversificación de su cartera, contribuyendo al fomento del ahorro de la colectividad.

Las operaciones del mercado secundario son significativamente superiores a las que se realizan en el mercado primario y a diferencia de aquél, donde el fin principal de las operaciones es el financiamiento de las entidades emisoras, el objetivo básico de los participantes en el mercado secundario es la especulación. Un ejemplo de la preponderancia de las operaciones del mercado secundario sobre la colocación primaria es el mercado de dinero mexicano (sobre el que hablaremos más adelante), en el cual el 93% del monto operado en 1997 correspondió a operaciones del mercado secundario y sólo el 7% a operaciones del mercado primario.

Los mercados financieros se pueden dividir en mercados organizados y no organizados. Se llama mercado organizado aquel en que se comercia con muchos títulos de forma simultánea en un sólo lugar generalmente y bajo una serie específica de normas y reglamentos.¹²⁰ Mercados organizados son las Bolsas de Valores, el mercado de divisas y el interbancario. Un mercado no organizado es aquel en que, sin sometimiento a una reglamentación estricta, se intercambian activos directamente entre agentes o intermediarios sin necesidad de definir el sitio donde tiene lugar la transacción, las condiciones de precio y cantidad las fijan libremente las partes y no se precisa la intervención de un agente mediador, aunque ésta pueda existir.

Como se puede apreciar, son varios los criterios para clasificar los mercados financieros, sin embargo, dados los objetivos de este trabajo, el criterio básico que utilizaré a lo largo de esta investigación es la clasificación según las características de los activos. En este sentido, los mercados financieros se pueden clasificar en mercados monetarios, mercados de capitales, mercados de metales y mercados de derivados.

Las características distintivas de un mercado monetario son el corto plazo, el reducido riesgo y la gran liquidez de los activos que en el mismo se negocian. El corto plazo de maduración de los títulos intermediados suele ser la característica más comúnmente utilizada para identificar un mercado monetario. Como señala Kaufman: "los títulos a corto plazo son objeto de transacción en el mercado de dinero, y los títulos a largo plazo en el de capitales". En general, los títulos con plazo de vencimiento igual o inferior a un año se consideran a corto plazo y a largo si el vencimiento es superior a un año. Sin embargo, en el mercado monetario a veces se negocian activos, como los bonos de caja y tesorería en España o los bonos bancarios de desarrollo y los certificados de participación (inmobiliaria u ordinarios) en México, emitidos con un plazo de vencimiento que, a veces supera los tres e incluso los cinco años. Por ello parece aceptarse que el rasgo distintivo de los mercados monetarios debe ser la elevada liquidez y reducido riesgo de los títulos objeto de intercambio.

¹¹⁹ Esto significa que un título sólo puede ser objeto de negociación una vez en un mercado primario, en el momento de su emisión.

¹²⁰ Kaufman, G.G., "El dinero, el sistema financiero...", op. cit., p.95.

Los títulos que se negocian en los mercados monetarios pueden ser emitidos por el Estado u otros entes públicos, por los intermediarios financieros o por las grandes empresas, siendo la solvencia del emisor la que confiere a los adquirientes un bajo nivel de riesgo por la tenencia de estos activos. A su vez es la existencia de los mercados secundarios la que sirve para dotarlos de gran liquidez, lo que hace que se les considere como buenos sustitutos del dinero (cuasi-dinero).

El mercado monetario o de dinero es, por tanto, una sección muy importante de los mercados, cuyo papel consiste en asegurar que los fondos líquidos o semilíquidos de la economía estén distribuidos y empleados de forma óptima. Generalmente, las operaciones del mercado monetario se realizan en mercados no organizados (extrabursátiles), sin embargo, en México las operaciones de este mercado se ejecutan en la Bolsa Mexicana de Valores, correspondiéndole además el grueso de las operaciones que allí se realizan.

En 1997 las operaciones del mercado de dinero mexicano alcanzaron los 17 144 763.5 millones de pesos, equivalentes a más de cinco veces el Producto Interno Bruto y representaron el 97% de las operaciones bursátiles de ese año. Estas cifras muestran la importancia relativa del mercado de dinero dentro del mercado financiero mexicano como fuente de financiamiento (fundamentalmente del Gobierno Federal) o de inversión.

El mercado de capitales comprende las operaciones de colocación y financiación a largo plazo y las instituciones que efectúan principalmente estas operaciones.¹²¹ Su rasgo más característico es el largo plazo de los vencimientos de los activos negociados.

El desarrollo del mercado de capitales es fundamental para la realización de los procesos de inversión en una economía capitalista, ya que éstos requieren la existencia de recursos financieros a largo plazo. Los mercados de capitales, por lo tanto, constituyen la vía principal a través de la cual se canalizan los recursos financieros desde el sector de las familias al de las empresas, es decir, desde los ahorradores hacia los inversionistas.

En 1997 se realizaron operaciones en el mercado de capitales mexicano por un monto de 445 829.3 millones de pesos equivalentes al 14% del Producto Interno Bruto Nominal de ese año. De los títulos negociados el peso fundamental recae en las acciones, que representaron ese año el 93% del total operado.

El mercado de capitales se divide entre mercado de renta fija y mercado de renta variable. En el primero se emiten y negocian títulos que se remuneran con un tipo de interés nominal constante, fijado en el título al ser emitido. Estos títulos pueden ser emitidos por el Estado u otros organismos públicos (Deuda Pública) o por las empresas privadas o públicas, financieras o no (obligaciones). A su vez, los títulos de renta variable no tienen un tipo de interés fijo sobre el nominal, y su rentabilidad depende de la existencia o no de beneficios (y su reparto) por parte de la entidad emisora, sea ésta una empresa financiera o no financiera.

En México la mayor parte de los valores que operan en el mercado de capitales son de renta variable, los cuales representaron en 1997 el 98% del monto operado en ese mercado. El 2% restante correspondió a obligaciones industriales y subordinadas que clasifican como renta fija.

En los mercados de derivados se negocian contratos financieros cuyo propósito fundamental sea "transferir los riesgos de precio asociados con las variaciones de los precios de los activos"¹²².

¹²¹ Trujillo, J.A. y Cuervo-Arango, C., "El sistema financiero...", op cit., p.18.

Los derivados financieros son instrumentos que "derivan" sus precios de los rendimientos registrados por los activos subyacentes en los mercados monetarios, de divisas y bursátiles. Mediante estos instrumentos se puede gestionar o administrar el riesgo mediante el empleo de contratos derivados de cobertura, así como también obtener ingresos financieros a través de actuaciones de especulación o arbitraje¹²³.

En los mercados de derivados se negocian básicamente dos tipos de instrumentos: los futuros financieros y las opciones financieras.

Un futuro es un compromiso de compraventa de un activo aplazado en el tiempo donde tanto el comprador como el vendedor del contrato asumen obligaciones: el comprador tiene la obligación de comprar el activo contratado al precio pactado y el vendedor tiene la obligación de vender el activo subyacente al precio de ejercicio.

Una opción es un contrato que da a una de las partes el derecho, no la obligación, a comprar o vender un activo en condiciones pactadas. La parte que se queda con el derecho a ejercer la opción paga una prima y por ello se le llama comprador de la opción. Por otra parte, el vendedor o emisor es el que otorga el derecho de elección al comprador en el contrato, y si éste decide ejercer su derecho de compra o venta, el vendedor deberá atenderlo.

El mercado de metales involucra las operaciones realizadas con metales amonedados (Centenario de Oro y Onza Troy de Plata en México) o documentos respaldados por alguno de ellos (Certificados de Plata). Debido a que la utilidad obtenida por la negociación con estos instrumentos es una función del valor de los metales en el mercado (resultante del equilibrio entre la oferta y la demanda por ellos) este mercado es de renta variable.

Para determinar el precio de las monedas de oro y plata se toma como referencia la cotización de estos metales en el mercado de New York y el tipo de cambio correspondiente. El plazo de convertibilidad de las monedas es indefinido y su respaldo es su propio valor intrínseco. La ventaja principal de este instrumento es la ganancia que se obtiene por la diferencia entre los precios de compra y venta. Sin embargo, las inversiones hechas en estas monedas tienen la desventaja de que son de difícil transportación y almacenamiento¹²⁴, además de ser delicadas en su manejo, por lo que las inversiones directas en metales se sustituyeron por inversiones en los Certificados de Plata, que amparan la propiedad de determinada cantidad de onzas de plata que están bajo la custodia de una institución financiera.

Las operaciones del mercado de metales en México no son significativas. En 1997 el monto operado en ese mercado fue de 1.1 millones de pesos que contrasta con los más de 17 billones de pesos operados en total en el mercado de valores.

¹²² Bengoechea, Juan y Arriaga, Manuel. *Riesgos y oportunidades de los derivados*. Madrid: Fundación BBV, 1995, p.13.

¹²³ El arbitraje es la compra y la venta simultánea, o casi simultánea, de un mismo valor en dos mercados distintos a precios diferentes con el fin de obtener una utilidad aprovechando el diferencial en el nivel de los precios. Se diferencia de la especulación, pues cuando se especula se compra el valor con la idea de venderlo posteriormente y obtener un beneficio, pero sin tener la completa certeza de que efectivamente se podrá vender a un mayor precio.

¹²⁴ La inversión en Centenarios de Oro y Onzas Troy de Plata otorgan tanto la tenencia física como la propiedad del metal.

II.5 Conclusión Capitular

En las economías modernas, donde el dinero constituye el principal medio de intercambio, siempre existen agentes económicos, con excedentes monetarios, interesados en "poner a producir" dichos excedentes, es decir, recibir un determinado beneficio de ellos. Por otra parte, también existen otros agentes económicos necesitados de recursos monetarios, que están dispuestos a pagar una cierta cantidad de dinero por disponer de los recursos que necesitan.

La existencia de estos agentes, con necesidades opuestas, en una economía monetaria, es la causa que determina la necesidad de un sistema financiero, compuesto por instituciones, medios y mercados que posibiliten y favorezcan el flujo de fondos entre las entidades superavitarias y deficitarias de la economía.

El sistema financiero de cualquier país debe garantizar una eficaz asignación de los recursos financieros, es decir, debe proporcionar al sistema económico los recursos financieros que éste necesita, apropiados no sólo en su volumen, sino también en su naturaleza, plazos y costos.

Desde el punto de vista macroeconómico, el sistema financiero debe contribuir al logro de la estabilidad monetaria y financiera y permitir el desarrollo de una política monetaria activa por parte de la autoridad monetaria. Desde el punto de vista microeconómico, el sistema financiero debe ofrecer a los ahorristas seguridad, rendimiento y servicios, en un marco de confianza en las instituciones, y al mismo tiempo, ofrecer a los usuarios de crédito los recursos que éstos necesitan, con costos cada vez menores, para el financiamiento de sus actividades.

Los sistemas financieros de la mayoría de los países están inmersos en el proceso globalizador que ha caracterizado las relaciones internacionales en las últimas décadas y que debe ser asumido por todos los países con sus ventajas y desventajas, pues en la actual coyuntura internacional la globalización como fenómeno político, económico y financiero lejos de detenerse se desarrolla continuamente.

En una economía de mercado, basada en el principio de que la asignación óptima puede lograrse a través del libre juego de la oferta y la demanda, el sistema financiero debe caracterizarse por la libertad de fijar los precios y cantidades negociadas, la facilidad para realizar las operaciones y el libre acceso a éste de las diferentes entidades; lo cual no se contrapone a la necesidad de la intervención de diferentes autoridades para velar por la estabilidad del sistema y el cumplimiento de diversos objetivos de la política económica como la estabilidad de precios o el crecimiento económico.

De ahí, que dentro del conjunto de instituciones que integran el sistema financiero existe un grupo encargado de la regulación y vigilancia del sistema y que está conformado por el Ministerio de Finanzas o de Hacienda, como máxima autoridad en materia de política financiera, y el Banco Central responsable de la política monetaria del país, aunque también se pueden crear comisiones subordinadas a los ministerios de finanzas, para atender aspectos específicos como la regulación y vigilancia de las instituciones financieras.

En los últimos años, a nivel internacional se observa una tendencia a la creación de grandes conglomerados, capaces de ofrecer toda la gama de productos y servicios financieros. Esta tendencia a influido para que en varios países se creen organismos autónomos (no dependientes de los Ministerios de Finanzas o los Bancos Centrales), encargados de regular y supervisar al sistema.

Cuba pertenece al grupo de países donde las actividades de supervisión y regulación del sector financiero son responsabilidad del Banco Central. Sin embargo, en la medida en que la intermediación financiera aumente, y el volumen, plazos y costos de los recursos financieros movilizados por el sistema sean más acordes con las necesidades de la economía nacional, la importancia de una atención priorizada a estos aspectos debe ameritar la creación de una comisión gubernamental, al estilo de las que hoy funcionan en áreas como la administración de divisas, la energía o la zafra azucarera.

El fortalecimiento de los órganos de regulación y vigilancia de los sistemas financieros, sea cual sea la forma organizativa que éstos tengan es de gran importancia, en la actual coyuntura de liberalización y globalización de mercados, como una vía para prevenir crisis de los sistemas financieros al estilo de las ocurridas en México (1994) y Asia (1997).

Además de las instituciones encargadas de regular y vigilar el sistema financiero, en él participan los llamados intermediarios financieros que posibilitan la canalización de los recursos financieros de las entidades superavitarias a las deficitarias y que básicamente pueden ser intermediarios bancarios y no bancarios.

Los intermediarios bancarios pueden clasificarse en privados y públicos. Generalmente, los bancos privados se dedican a actividades de banca comercial, en las cuales predomina el ánimo de lucro, y los bancos públicos a actividades de la banca de desarrollo, dirigidas a promover actividades de interés nacional y a alcanzar determinados objetivos de orden social y político.

En Cuba, la Banca no estatal se concentra en actividades vinculadas con las relaciones monetario-crediticias internacionales, mientras que la banca extranjera sólo puede establecer oficinas de representación.

En los últimos años, la banca internacional se ha caracterizado por una tendencia a la consolidación, en búsqueda de mejores márgenes de operación e incremento de sus posiciones competitivas.

En los países de economías de mercado, además de los integrantes del sistema bancario actúan como intermediarios financieros las casas de bolsa o bancos de inversión y las sociedades o fondos de inversión que conjuntamente con las bolsas de valores y otros organismos de apoyo integran el sistema bursátil.

Las casas de bolsa están encargadas de prestar servicios de corretaje e intermediación en materia de valores, y de prestar asesoría en esa materia a los inversionistas, además pueden realizar operaciones por cuenta propia para facilitar la colocación de valores o la estabilidad de sus precios. Para cumplir estos fines, las casas de bolsa utilizan las facilidades que ofrecen las bolsas de valores como pueden ser instalaciones e información o servicios de compensación y liquidación de operaciones, así como la certificación de las operaciones.

Para facilitar el acceso de los pequeños inversionistas a instrumentos financieros diseñados para operar al mayoreo se han desarrollado, en los sistemas financieros, instituciones denominadas sociedades o fondos de inversión. Estas sociedades posibilitan la inversión colectiva, de aquellos ahorradores que no cuentan con grandes capitales, en activos financieros (ya sean de renta fija o variable) bajo condiciones adecuadas de rentabilidad y riesgo, a la vez que reciben beneficios por las economías de escala. En Cuba, los bancos nacionales están facultados para crear fondos de inversión, pero hasta la fecha no se han creado los mecanismos para ello.

Para el adecuado funcionamiento de los mercados es fundamental la presencia de una institución de depósito de valores, que proporcione el servicio de guarda, custodia y administración de valores. Asimismo, las calificadoras de valores prestan un importante servicio a los potenciales inversionistas al emitir opiniones sobre la calidad¹²⁵ de los títulos emitidos.

Asimismo, participan en los mercados financieros otras instituciones, no integradas a los sistemas bancarios o bursátiles, que también llevan a cabo una labor de intermediación, como son las casas de cambio, las aseguradoras, las empresas de factoraje y las arrendadoras, entre otras instituciones. Generalmente, estas instituciones se especializan en una actividad financiera determinada¹²⁶, sin embargo, en Cuba se les ha concedido licencias a los bancos nacionales para desarrollar todo tipo de actividades financieras como pueden ser el factoraje financiero, el arrendamiento financiero, la compra y venta de divisas, e incluso pueden operar como agentes de seguros, es decir los bancos cubanos pueden operar como bancos universales o de múltiples servicios, sin bien en la práctica, todavía la actividad de los bancos cubanos está limitada a algunos servicios que se ofrecen en su mayoría al sector de la economía que opere en divisas.

Todas las instituciones que realizan la intermediación financiera o prestan servicio de apoyo o vigilancia al sistema financiero, de una u otra forma necesitan estar en contacto con los protagonistas de este gran juego: las emisoras de valores y los inversionistas, quienes representan las entidades deficitarias y superavitarias de la economía, que son la razón de ser de cualquier sistema financiero.

Los medios a través de los cuales se ponen en contacto emisores e inversionistas se denominan activos financieros y están conformados por el conjunto de títulos o instrumentos financieros, emitidos por las entidades deficitarias como vía para obtener financiamientos y que son adquiridos por los inversionistas como medio para invertir sus excedentes monetarios de forma rentable.

Todo activo financiero tiene tres atributos principales, a considerar por un potencial inversionista en el momento de tomar una decisión de inversión, estos atributos son: la liquidez, el riesgo y la rentabilidad. Los tres pueden darse en diversos grados y los inversionistas a la hora de elaborar su cartera de inversión buscan una combinación de éstos que satisfaga mejor sus necesidades de liquidez con una óptima relación entre riesgo y rendimiento.

La liquidez de un activo está relacionada con la capacidad de éste, no sólo de convertirse rápidamente en dinero sin sufrir pérdidas, sino también de que haya certidumbre de ello. Por lo tanto, este concepto está muy relacionado con el plazo de vencimiento del activo, pues a medida que el plazo aumenta, crece la incertidumbre de su conversión en dinero sin pérdidas.

El riesgo de un activo depende de la probabilidad de que, a su vencimiento, el emisor cumpla sin dificultad las cláusulas de amortización. Por lo tanto, el riesgo está relacionado directamente con la solvencia del emisor y las garantías que incorpore al título. Según esta apreciación, generalmente, se consideran menos riesgosos los títulos emitidos por los gobiernos que cuentan con la garantía del gobierno (que no puede declararse en quiebra), y más riesgosos los títulos emitidos por las empresas.

La rentabilidad de un activo se refiere a su capacidad de generar ingresos para el adquirente del título, como pago por ceder temporalmente su capacidad de compra y de asumir, también temporalmente, un determinado riesgo. Es por ello que la rentabilidad y el riesgo tienen una relación directa: a mayor riesgo, mayor debe ser la rentabilidad.

¹²⁵ Calidad del título se refiere, en este caso, a una valoración sobre la capacidad del emisor del título a efectuar su pago, sin contratiempos, en el plazo indicado.

¹²⁶ Aunque pueden agruparse en corporativos financieros.

Los activos financieros se negocian en los mercados financieros, donde también se determinan los precios de los activos. Un mercado financiero debe caracterizarse por una fácil comunicación entre los participantes y por proporcionar a éstos, en igualdad de condiciones, información rápida y a bajo costo. Adicionalmente, en esta nueva etapa de las relaciones internacionales, caracterizada por la globalización de las economías, los mercados financieros son cada vez más amplios, abiertos y flexibles.

Aunque existen múltiples formas de clasificar los mercados financieros, en este trabajo se utilizarán básicamente dos criterios. El primero clasifica a los mercados financieros en función de la fase en la negociación de los activos (mercados primarios y secundarios) y el segundo, que los clasifica teniendo en cuenta las características de los activos (mercados monetarios, de capitales, de metales y de derivados)

Generalmente, en los mercados monetarios se negocian activos de elevada liquidez, bajo riesgo y consecuentemente, menor rendimiento relativo, aunque éste tiene la ventaja de ser fijo. Asimismo, y a tono con estas cualidades, la mayoría de los activos negociados tienen cortos plazos de vencimiento (menores de un año). El volumen de operaciones de los mercados monetarios generalmente supera ampliamente al Producto Interno Bruto del país en cuestión (en México por ejemplo fue cinco veces superior al PIB en 1997), lo que da una idea de la importancia de este mercado en la estructura financiera de los países capitalistas.

En el mercado de capitales se negocian activos financieros con largos plazos de vencimiento. Los activos pueden generar rendimientos fijos o variables (dependen de la existencia y reparto de beneficios en la entidad emisora).

Los mercados de derivados permiten administrar los riesgos, asociados a los precios de los activos, mediante contratos derivados de cobertura, así como obtener ingresos financieros mediante operaciones de especulación o arbitraje. Para ello, se utilizan básicamente dos instrumentos financieros: los futuros y las opciones.

En el mercado de metales se realizan operaciones con monedas de oro y plata o con certificados que amparan su tenencia, pero los volúmenes que se negocian no son significativos en relación a otros mercados financieros.

El sistema financiero cubano carece aun de muchos de los elementos esenciales para realizar eficientemente su labor como canal de transferencia de recursos financieros en la economía. Si bien como resultado de la reestructuración del sistema bancario se crearon un grupo de instituciones financieras con amplias prerrogativas para realizar su labor de intermediación financiera, hasta la fecha su actividad ha sido limitada a algunos sectores y se mantiene la actividad bancaria tradicional como principal instrumento de intermediación, pues no se han diversificado suficientemente los activos financieros ni tampoco se han desarrollado nuevos mercados financieros, manteniéndose el crédito bancario como principal fuente de financiamiento externo para las empresas.

En este sentido, en el siguiente capítulo analizaremos el mercado monetario como alternativa para diversificar la actividad financiera en Cuba y propiciar la creación de nuevos instrumentos financieros que contribuyan a una movilización más eficiente de los recursos financieros temporalmente libres.

CAPÍTULO III:
“EL MERCADO MONETARIO”

III.1 Generalidades

Por definición, los mercados son los lugares donde concurren oferentes y demandantes de bienes o servicios para realizar sus transacciones; en el Mercado Monetario el bien que se negocia es el "dinero" representado por títulos o valores, los cuales documentan las deudas a corto plazo.

Al actuar oferentes y demandantes de dinero se crea el mercado y por lo tanto, no se requiere de un espacio físico para conformarlo sino que éste se logra por medio de la comunicación misma de estos dos participantes elementales del mercado, los cuales *generalmente se ponen en contacto entre sí por medio de los intermediarios*.

En este concepto del Mercado se reconocen algunos elementos fundamentales: oferentes, demandantes e intermediarios, los cuales conjuntamente con otros componentes, comentados en el capítulo anterior (instrumentos, autoridades reguladoras e instituciones de apoyo) conforman el sistema financiero.

Los oferentes son aquellos inversionistas que tienen el bien que se está negociando, en este caso el dinero, y los demandantes son las empresas, instituciones o personas físicas que están buscando el dinero para fines de inversión y que generalmente van a poseer algún instrumento del mercado monetario.

Los instrumentos documentarán la deuda que contratarán los inversionistas poseedores del dinero, en el caso de que al ponerse en contacto con los oferentes encuentren un precio en el que ambos estén de acuerdo; por lo general este precio en el mercado da lugar a un proceso de negociación durante el cual se llega a un punto en el que ambos (comprador o demandante y vendedor u oferente) se ponen de acuerdo técnicamente. Este punto es el llamado punto de equilibrio en el que se cruzan la oferta y la demanda.

El proceso de negociación del precio en el mercado no siempre se realiza claramente y aparentemente a veces el precio es definido unilateralmente por el oferente o vendedor.¹²⁷ Sin embargo incluso en estos casos, hay un proceso intrínseco donde también participa el demandante o comprador pues si las tasas propuestas son muy bajas, la captación que se logra es también baja y al contrario, cuando las tasas son altas se puede tener acceso a un mayor volumen de recursos. Por lo tanto, el precio es el resultado de la confrontación de la oferta y la demanda, aún cuando éste aparentemente pueda ser fijado en forma unilateral.

Como mencioné anteriormente, el mercado está conformado por la concurrencia de la oferta y la demanda. Dentro del mercado monetario la oferta y la demanda deben verse desde dos puntos de vista: el del dinero y el del título.

Las leyes de la oferta y la demanda operan para el mercado monetario como en cualquier otro sector de la economía.

El dinero es un bien en la economía como cualquier otro, con la particularidad de que es un bien intercambiable por casi cualquier cosa, pues es generalmente aceptado por vendedores y usado por los compradores para comprar o vender bienes y servicios¹²⁸. En este sentido se

¹²⁷ Los precios del mercado monetario generalmente se expresan en tasas de interés o rendimiento.

¹²⁸ Antes del surgimiento del dinero como medio de intercambio aceptado por todos, las economías funcionaban basadas en el trueque o intercambio directo de bienes y servicios por otros bienes y servicios. Sin embargo, el trueque implica la coincidencia doble de necesidades, es decir una parte del intercambio debe necesitar lo que tiene la otra y viceversa, lo cual se complica cada vez más en la medida que la economía se vuelve más compleja. Con el surgimiento del dinero como principal medio de intercambio se elimina el problema de la doble coincidencia de necesidades.

considera que el dinero es un medio de intercambio. Por otra parte, los instrumentos o títulos son la contraparte del dinero cuando éste no es intercambiado por otro tipo de bienes.

Si el dinero es un bien, entonces tiene un precio en la economía que es el interés y está definido por el cruce de la oferta y la demanda del mismo. El precio del dinero variará en relación directa a su demanda e inversa a su oferta; es decir, a mayor demanda mayor precio, a menor demanda menor precio, si lo analizamos como oferta, a mayor oferta menor precio, a menor oferta mayor precio.

Desde el punto de vista del título o instrumento de inversión, la demanda de dinero se refleja en por la oferta de títulos y una oferta de dinero se representa a través de la demanda de títulos o instrumentos financieros. Estos fundamentos constituyen el fundamento de la operatividad y negociación del mercado monetario, ya que el precio del dinero representa el "rendimiento" o interés.

Es así como los demandantes y los oferentes de dinero guiarán su actividad y generarán tendencias de mercado al actuar en forma global y presionando de cada lado del mismo, generando así mercados de demanda o de oferta según sea la participación neta de demandantes u oferentes. Asimismo, se crean los ciclos de liquidez o falta de liquidez en un período dado. Cuando los participantes generan ahorro, creando sus reservas para pagos, son oferentes de dinero y conforman los ciclos líquidos; sin embargo, esos mismos participantes cuando tienen que hacer frente a sus obligaciones fiscales se convierten en demandantes de dinero y provocan la curva o ciclo no líquido del mercado que generalmente se identifica con tasas de interés ascendentes, mientras que en la parte no líquida del ciclo se observan tasas descendentes.

Además de las leyes de la oferta y la demanda que actúan en el mercado, sobre el precio de los títulos influyen otras variables como son el nivel de riesgo que tiene que ver con las garantías intrínsecas de los instrumentos y el plazo a que se encuentra sujeta una inversión.

En este sentido, el precio del dinero o rendimiento varía en relación directa con el riesgo, es decir, a mayor riesgo mayor rendimiento y al contrario a menor riesgo menor rendimiento.

El plazo de las inversiones tiende a afectar el precio de forma distinta, según sean las condiciones de seguridad que el futuro depare o se prevea para el dinero, la inflación y otras variables macroeconómicas. Generalmente, a mayor plazo las tasas de rendimiento son mayores, pues la incertidumbre sobre la evolución de las variables económicas es mayor¹²⁹. Por lo tanto, en las sociedades más estables, el diferencial entre las tasas de largo y corto plazo es mucho menor que en las sociedades inestables (subdesarrolladas), más expuestas a los cambios imprevistos del panorama económico y financiero.

El rendimiento, asimismo, es afectado por la actuación de las autoridades monetarias y políticas del país, que influyen en los flujos monetarios de la economía, mediante la política fiscal o hacendaria a través de impuestos y del gasto público, así como el control de los niveles de circulante, todo con el fin de guiar a la economía del país hacia los objetivos del gobierno.

Adicionalmente en la formación del precio del dinero participan variables exógenas, esto es, los flujos monetarios del exterior vía comercio o vía préstamos y pago de servicio de deuda externa, así como los niveles de inflación comparativa de los socios comerciales del país, que

¹²⁹ Por ejemplo, en México las tasas de rendimiento promedio de los CETES a 91 días en el mercado primario durante el año 1997 (20.12%), fueron 0.35 puntos porcentuales superiores a las tasas de rendimiento promedio de los CETES a 28 días en igual período (19.77%). En el mercado secundario la relación entre los rendimientos a 28 y 91 días fue similar.

aún cuando tienen repercusión en el largo plazo, tienen también un efecto en el comportamiento del corto plazo sobre todo en materia de expectativas.

El mercado monetario lo podemos definir como un mercado de mayor de instrumentos de deuda a corto plazo en el que actúan los oferentes y los demandantes a través de intermediarios para llegar a las transacciones de dinero a un precio que generalmente se efectúa a "descuento" y siempre se relaciona con el "rendimiento".

Cuervo define el mercado monetario, como "un conjunto de mercados al por mayor, independientes pero relacionados, en los que se intercambian activos financieros que tienen como denominador común un plazo de amortización corto, que no suele sobrepasar los 18 meses, un bajo riesgo y una elevada liquidez"¹³⁰. Para Heyman el mercado de dinero (monetario) se puede definir como "un mercado de instrumentos de renta fija de realización inmediata"¹³¹. Mientras que Brealey lo considera "un mercado para inversiones financieras a corto plazo formado por un conjunto heterogéneo de bancos y agentes intermediarios (*dealers*) ligados entre sí por telex, teléfonos y ordenadores"¹³².

De estas definiciones se desprenden las características más representativas de los mercados monetarios:

- a) Son mercados al por mayor en el sentido de que, casi sin excepción, los participantes en ellos son grandes instituciones financieras o empresas industriales, que negocian volúmenes importantes de recursos financieros.
- b) En estos mercados se negocian activos con muy escaso riesgo, derivado tanto de la solvencia de sus entidades emisoras (el Tesoro y grandes instituciones financieras o industriales) como, a veces, de las garantías adicionales que aportan (por ejemplo, pagarés de empresa avalados por una entidad bancaria).
- c) En ellos se negocian activos muy líquidos, cualidad que se deriva tanto de su corto vencimiento como de su alta capacidad para ser objeto de negociación tanto en los mercados primarios como secundarios.
- d) La negociación puede hacerse directamente entre los participantes o, lo que es más frecuente, a través de intermediarios especializados.

En los mercados monetarios se delimitan claramente los dos niveles de operación comentados en el capítulo anterior: mercados primarios y secundarios.

En el mercado primario se negocian los instrumentos que salen por primera vez al mercado, es decir, cuando se lleva a cabo su colocación inicial, conocida en el medio como oferta pública o colocación primaria. Esta colocación o mercado primario, por lo general se realiza entre los intermediarios financieros y las instituciones emisoras. En el caso de valores gubernamentales, la colocación primaria se efectúa, generalmente, por el Banco Central (por ejemplo, la subasta semanal de CETES que realiza el Banco de México).

El mercado secundario es el que se realiza con instrumentos que ya se están negociando dentro del mercado cuando menos por segunda vez, es decir que se desligaron de las primeras manos y por lo tanto, también se desligan de las condiciones originales de colocación, excepto el

¹³⁰ CUERVO García, Alvaro, et al, "Manual del sistema ... 1, op.cit., p. 133.

¹³¹ HEYMAN, Timothy, *Inversión contra inflación*. México: Milenio, 1995 (3a ed.) p.88.

¹³² BREALEY, Richard A y MYERS, Stewart C., *Principios de Finanzas Corporativas*. Madrid: McGraw-Hill, 1994 (4a.ed.) p.965.

plazo que se mantiene fijo hasta su vencimiento, ya que los otros elementos como el precio, el monto de la inversión, el rendimiento y el descuento, bajo los cuales se colocó el instrumento, quedan sujetos a las fuerzas del mercado que van a determinar sus niveles.

Los mercados monetarios se han desarrollado vertiginosamente en los últimos 40 años como resultado de la introducción y desarrollo de novedosos sistemas de cómputo y comunicaciones, lo que ha posibilitado que la mayoría de las transacciones en estos mercados se realicen por teléfono, y más recientemente por computadoras. Por lo tanto, los mercados monetarios son, por lo general, extrabursátiles y sus instrumentos casi nunca se intercambian físicamente, sino que se transfieren por medios electrónicos.

Otro aspecto que influyó significativamente en el auge de estos mercados a nivel internacional fue el fenómeno de la alta volatilidad de las tasas de interés, que se inició a partir del colapso, en 1971, del sistema monetario de Bretton Woods¹³³ y de las medidas que adoptó Estados Unidos para controlar las presiones inflacionarias que generaba su abultado déficit fiscal¹³⁴. Tal volatilidad generó que los participantes de los mercados financieros internacionales perdieran interés por instrumentos no líquidos e incrementó significativamente el volumen operado y el rango de los instrumentos disponibles en los mercados de dinero.

Asimismo, el proceso de desregulación que ha caracterizado los sistemas financieros internacionales en los últimos años también ha favorecido el crecimiento de los mercados monetarios a nivel internacional.

Aunado a estos factores de volatilidad de tasas de interés, desregulación y avances tecnológicos, que han coadyuvado al gran desarrollo de los mercados monetarios, la actual coyuntura internacional, marcada por la globalización de las economías y, cada vez más, de los sistemas financieros, ha empujado a la integración e internacionalización de los mercados monetarios, no sólo de las grandes potencias económicas, sino de prácticamente todo el mundo.

Estos procesos de integración e internacionalización de los mercados monetarios y sistemas financieros en general, que responden a una dinámica actual imposible de revertir en las actuales condiciones internacionales, deben verse en el contexto de un mundo económico global. El fenómeno de la globalización reclama de cada país un nivel de competitividad y eficiencia, como nunca antes, e implica además, la repercusión inmediata en todo el mundo de cualquier fenómeno que ocurre en un área o país determinado¹³⁵. Sobre este particular, el Doctor Guillermo Ortiz Martínez, Gobernador del Banco de México señalaba lo siguiente en ocasión de la 61ª Convención Bancaria:

Tanto nuestra experiencia como la reciente de Asia nos han permitido entender que los canales de transmisión, a través de los cuales se difunden los desequilibrios que desembocan en crisis de alta inflación y recesión, son mucho más complejos de lo que pensábamos hace menos de una década.¹³⁶

Más adelante, en su intervención, el Dr. Ortiz comentaba lo siguiente:

¹³³ A finales de la Segunda Guerra Mundial se reunieron en la localidad norteamericana de Bretton Woods representantes de los principales países para discutir los problemas de pagos internacionales de la posguerra y definir un nuevo sistema monetario internacional. Como resultado de esta conferencia se aprobó la creación del Fondo Monetario Internacional como organismo para apoyar la estabilidad de las monedas, a la vez que se consagraba la libre convertibilidad del dólar en oro. Asimismo, se creó el Banco Mundial para fomentar la reconstrucción de Europa.

¹³⁴ En un intento por controlar la inflación, a principios de la década de los setenta, la Reserva Federal Norteamericana reorienta su política monetaria a controlar la oferta monetaria, más que a predeterminedar las tasas de interés. Como consecuencia de esa política las tasas de interés internacionales primero se dispararon y posteriormente registraron continuas alzas y bajas.

¹³⁵ La experiencia de los efectos internacionales de las crisis en Asia en 1997 y en Rusia en 1998 son muestras fehacientes de esta afirmación.

¹³⁶ Ortiz Martínez, Guillermo. "Intervención en ocasión...". op.cit. p. 1

Hoy por hoy, es posible observar cómo en países que en apariencia han conducido políticas fiscales y monetarias responsables, pueden darse episodios de intensa especulación y desorden en los sistemas financieros, con serias consecuencias sobre el sector real de la economía. En la medida en que los sistemas financieros se globalizan, es fundamental procurar la solidez y el buen funcionamiento de los sistemas financieros nacionales para procurar un entorno de estabilidad.¹³⁷

En esa intervención el Doctor Guillermo Ortiz señalaba además que en lo concerniente al sistema financiero, era necesario mejorar su supervisión y fortalecer el sistema regulatorio para que éste produzca los incentivos adecuados.

Sobre esta misma tendencia internacional, pero con un enfoque diferente, comentaba Francisco Soberón Valdés, Ministro-Presidente del Banco Central de Cuba, en su intervención en la sesión plenaria de la Asamblea Nacional del Poder Popular, el 13 de diciembre de 1997:

Con la llegada de los modernos medios de procesamiento automatizado de la información y de las telecomunicaciones y con la imposición del modelo neoliberal como única forma válida de ordenar las economías nacionales para poder contar con el apoyo de los más poderosos, los mercados monetarios adquirieron su propia dinámica y se han ido separando gradualmente de la economía real. Sus fluctuaciones son ahora por minutos y por segundos y los volúmenes que comercializan crecen exponencialmente sin que nada ni nadie pueda contener su impetuoso desarrollo. Téngase en cuenta que a diferencia de una Bolsa de Valores o una Bolsa de Productos Intermedios, los mercados monetarios no radican físicamente en ningún lugar, ni están sujetos a ningún tipo de normativa. Son simplemente una inmensa red de computadoras que trabajan las 24 horas del día, al servicio de comerciantes, financistas... y especuladores que ningún gobierno o autoridad controla

Se estima que en los mercados monetarios se comercializan diariamente alrededor de 1 2 billones de dólares. Si se tiene en cuenta que el valor total de las exportaciones del mundo en un año son alrededor de 6,0 billones, podremos deducir el extraordinario volumen de transacciones monetarias que no están vinculadas al comercio real. Aun asumiendo, que una parte importante de estas transacciones este relacionada con operaciones entre filiales, donaciones, transferencias unilaterales, etc., no hay dudas que una alta proporción de las mismas está vinculada a la especulación. Tal vez eso ayuda a explicar como en la actualidad Gobiernos y países que han abortado sus sistemas bancarios y financieros a los mercados internacionales de una forma irrestricta ven sus monedas y sus bolsas de valores naufragar ante los ataques de los especuladores, quienes han pasado a ser los verdaderos protagonistas de los movimientos abruptos en los mercados monetarios y de capitales. Por supuesto, estos especuladores escogen sus objetivos entre aquellos países donde existen problemas latentes en la economía que los hacen una presa relativamente fácil.¹³⁸

Estas realidades son una muestra fehaciente de una tendencia internacional que impulsa a los sistemas financieros de los países a alejarse cada vez más de su función de canalizar recursos de sectores superavitarios a sectores deficitarios con el objetivo de fortalecer y financiar el crecimiento de la economía real, para dirigir toda su potencialidad al objetivo de obtener los mayores ingresos financieros por la vía de la especulación, sin considerar muchas veces, como decisiones basadas únicamente en un ánimo de lucro, arrastran a las economías de los países a agudas situaciones de crisis e inestabilidad política y social. En esta línea se inserta la tesis de Jeffrey Sachs, director del Instituto para el Desarrollo Internacional de Harvard, según la cual la causa de la actual crisis financiera internacional es la falta de control sobre los capitales de corto plazo, que al verse poco limitados a moverse, abandonan a los países con toda facilidad y sin importar las condiciones que crean.

Se impone una breve reflexión sobre el papel de la especulación financiera, la actividad financiera y la relación de ambas con la economía real (producción y comercialización de bienes y servicios).

¹³⁷ Ibidem, p.2.

¹³⁸ Soberón, Francisco. "Intervención en la sesión plenaria...". op. cit. p.2.

La especulación financiera tiene como objetivo fundamental la generación de una utilidad a partir, únicamente, del manejo del dinero. Por su parte, el fin de las actividades financieras es el financiamiento de la actividad económica productiva, el cual debe generar una utilidad tanto para quien lo otorga como para quien lo recibe. Por último, el fin de la producción y comercialización de bienes y servicios es la satisfacción de las necesidades de los consumidores, la cual debe traer consigo, cuando se logra con productividad y competitividad, un beneficio tanto para el consumidor como para el productor y/o comerciante.

La producción y comercialización de bienes y servicios son actividades "directamente" productivas en la medida que son capaces de crear riqueza, mientras que las actividades financieras son "indirectamente" productivas, pues dan la facilidad, mediante el financiamiento de la actividad productiva, para que se cree más riqueza. Sin embargo, la especulación financiera no genera, directa ni indirectamente, riqueza y esto porque los recursos que en ella participan no se multiplican (solamente se suman más recursos conforme más agentes económicos participan), sino que se dividen entre los participantes en un juego de suma cero.¹³⁹

El fin de la actividad económica debe ser la satisfacción de las necesidades de los consumidores, es decir, la producción y comercialización de bienes y servicios (generación de riqueza), para lo cual se requiere el concurso de las actividades financieras, y no la simple rentabilidad que en términos monetarios puedan recibir algunos participantes del sistema financiero (especuladores).

Sin embargo, en sistemas de economías de mercado los especuladores llegan a jugar un papel positivo en los mecanismos de fijación de precios, el problema surge cuando la especulación financiera alcanza tal influencia en la economía que termina afectando directamente su evolución en detrimento de las variables fundamentales como la producción y comercialización de los bienes y servicios o las actividades financieras no especulativas.¹⁴⁰

En este contexto, y considerando además la débil estructura del sistema financiero cubano debe prestarse especial atención a controlar la entrada de capitales especulativos como participantes mayoritarios de un futuro mercado monetario. En ese sentido, el Banco Central de Cuba, como entidad encargada de la regulación y vigilancia del sistema financiero deberá elaborar reglas de funcionamiento del mercado monetario que limiten al acceso a éste, al menos en los primeros años después de su implantación, de capitales especulativos extranjeros. Dentro de las medidas que pudiera tomar el Banco Central de Cuba está la de establecer una reserva obligatoria (encaje legal) para las inversiones extranjeras y la obligación a los inversionistas extranjeros a mantener su dinero dentro del país por un mínimo de un año, así como la de gravar la salida de capitales con un impuesto especial.

La idea de imponer controles o "candados" a la entrada de capitales especulativos no es un fenómeno nuevo, hace casi dos décadas se le conocía como el "*Tobin Tax*" o Impuesto Tobin, porque el primero en proponer gravar el flujo de capitales de corto plazo fue el premio Nóbel James Tobin. Sin embargo, como consecuencia de la actual crisis financiera internacional la polémica sobre la imposición o no de controles a los flujos de capitales ha cobrado fuerza y mientras algunos gobiernos y organismos internacionales como la Cepal están en favor de limitar su movilidad, otros como el gobierno de Estados Unidos, defienden el derecho de los inversionistas a elegir las plazas donde van a operar sin ninguna restricción.

¹³⁹ Que no genere riqueza no significa que la especulación financiera no sea una actividad rentable, por el contrario puede ser sumamente rentable para algunos en detrimento de los otros.

¹⁴⁰ Una caída del índice de precios y cotizaciones de la bolsa de valores, como consecuencia de ataques especulativos, incrementa las presiones devaluatorias sobre el tipo de cambio, lo cual a su vez presiona a la alza las tasas de interés, y esto ejerce presiones recesivas sobre la economía, afectando la producción, comercialización y consumo de bienes y servicios.

Limitar el acceso de los especuladores internacionales a un mercado incipiente y necesitado de recursos externos como el cubano tendrá consecuencias negativas desde el punto de vista de los recursos que dejarán de entrar al país, pues actualmente la mayoría de los capitales que se mueven en los mercados monetarios a nivel internacional tienen carácter especulativo y por lo tanto no sería el cubano un mercado monetario atractivo para estos inversionistas. En este sentido deberá adoptarse una actitud prudente, pero flexible e ir diseñando instrumentos que ofrezcan seguridad y rendimiento atractivos al tipo de inversionista considerado prudente o precavido.

Aunque esta política de segregación implique un alto costo desde el punto de vista de los capitales que dejarían de entrar al país y el encarecimiento de los costos de financiamiento para las entidades nacionales, es preferible a que la política económica y financiera nacional sea dictada desde el exterior, mediante el control de un segmento importante del sistema financiero cubano, al tiempo que más que beneficiar el proceso de recuperación económica podrían introducir distorsiones importantes en el manejo de las variables económicas y poner en peligro los discretos avances logrados en los últimos años en el proceso de reordenamientos de las finanzas internas del país.¹⁴¹

Un país como Cuba, en el cual durante casi cuarenta años el sistema financiero se limitaba a captar recursos a través de depósitos y canalizarlos vía créditos, el inicio de operaciones más sofisticadas de captación y canalización de recursos a través de un mercado monetario organizado debe estar precedido por un período de capacitación intensivo de aquellos especialistas que participarán directamente en las operaciones. Asimismo, es imprescindible desarrollar un sentido de eficiencia financiera en los empresarios, la mayoría de los cuales no está muy familiarizada con las finanzas modernas.¹⁴²

En esta coyuntura nacional e internacional, el mercado monetario cubano debe estar dirigido fundamentalmente, al menos en los primeros años después de su implantación, al mercado nacional, es decir a la participación de inversionistas y prestatarios nacionales y al desarrollo de instrumentos propios, acordes con las necesidades y condiciones de un mercado incipiente y poco desarrollado. El mercado monetario cubano deberá entonces propiciar una mayor movilización de los escasos recursos nacionales disponibles y estimular el ahorro interno como vía para apoyar el proceso de reformas estructurales emprendido desde hace varios años.

III.2 Participantes en los mercados monetarios

El principal participante y prestatario en un mercado monetario moderno es la Tesorería de un país, generalmente a través del Ministerio de Finanzas o de Hacienda. Los bancos centrales actúan como agentes de la Tesorería, emitiendo deuda y llevando a cabo operaciones en el mercado abierto, mediante la compra y venta de títulos por su propia cuenta en el mercado, como una manera de instrumentar la política monetaria. Asimismo, las empresas grandes, los bancos comerciales y otras instituciones financieras como las compañías de seguros, juegan un papel importante como prestamistas y prestatarios en los mercados monetarios. Los bancos de inversión tienen funciones especializadas: fungen como suscriptores, operadores, corredores y administradores de sociedades de inversión. En los mercados monetarios, los individuos no

¹⁴¹ No debe olvidarse que desde hace cuarenta años los Estados Unidos mantienen una guerra económica contra Cuba y además hay un importante grupo de exiliados cubanos en ese país que cuentan con recursos e intenciones hostiles suficientes para intentar desestabilizar al gobierno cubano.

¹⁴² La capacitación empresarial actual en Cuba está mucho más enfocada a aspectos de producción, mercadotecnia y economía que a las finanzas.

juegan un papel importante como participantes directos, su participación es más bien indirecta, vía fondos de inversión.

III.2.1 El Ministerio de Finanzas

Los gobiernos, por lo general, son activos participantes en los mercados monetarios, a los cuales acuden a solicitar préstamos cuando los ingresos por concepto de impuestos no les permiten cubrir sus gastos, o cuando no pueden sincronizar sus ingresos con sus egresos. Es poco usual que un gobierno no solicite préstamos, pero la mayoría lo hace de su sistema bancario nacional. Muchos gobiernos utilizan además instrumentos de deuda de corto plazo, de gran liquidez, para solicitar préstamos de otros agentes económicos.

En países con un mercado monetario moderno los ministerios de finanzas o de hacienda emiten regularmente papel a corto plazo con distintos períodos de vencimiento y los subastan en el mercado primario¹⁴³. El banco central, quien actúa como agente financiero del gobierno, permite a los corredores autorizados, por lo general bancos de inversión o casas de bolsa y bancos, pujar por el papel teniendo como margen de decisión el descuento sobre el principal, esto es, los intermediarios ofrecen pagar un monto menor al valor nominal del instrumento, reflejando la diferencia en la tasa de interés. En muchos países, se emite el papel con descuentos (o tasas de interés) dictadas por el gobierno, lo cual suele reducir la liquidez del instrumento¹⁴⁴. Estos operadores primarios comercian posteriormente el papel en el mercado secundario con otros bancos, instituciones financieras, empresas y personas físicas.

En México, el Gobierno Federal participa activamente en los mercados monetarios como principal prestatario del sistema bursátil. En 1997, los diversos instrumentos de deuda pública permitieron un financiamiento neto¹⁴⁵ bursátil al Gobierno de 121 846.3 millones de pesos, que representa el 86% del total de financiamiento neto que concedió el sistema bursátil a los diferentes agentes económicos.

III.2.2 El Banco Central

En la mayoría de los países, el gobierno regula el sistema monetario de la nación, incluyendo las operaciones bancarias, a través de un banco central. El banco central es una institución pública que funciona como banco del gobierno y de los demás bancos y además interviene directamente en el mercado monetario.

Cuando el Ministerio de Finanzas o de Hacienda vende papel, el banco central no sólo actúa como agente, sino que recibe los ingresos en depósito y desembolsa los fondos de acuerdo a los requerimientos del gobierno.

En Cuba desde hace más de cuarenta años el Gobierno no ha emitido ningún título de deuda pública, sin embargo el Decreto-Ley No. 172 de mayo de 1997 faculta al Banco Central de Cuba para actuar como agente del Estado para la colocación de las emisiones de bonos y otros

¹⁴³ La emisión de títulos gubernamentales es la más importante del mercado primario. En 1997, en México el 75% de la colocación primaria correspondió a instrumentos del Gobierno Federal, el 24% a valores empresariales y sólo el 1% a instrumentos bancarios.

¹⁴⁴ En México el gobierno comenzó a emitir Certificados de la Tesorería (CETES) en 1978, pero sólo comenzó a subastarlos en septiembre de 1982. En octubre de 1985, el gobierno volvió a fijar el descuento, permitiendo a las casas de bolsa y bancos sólo pujar por diferentes cantidades. Como resultado, los CETES perdieron su competitividad frente a otros instrumentos del mercado monetario, especialmente las aceptaciones bancarias y el papel comercial. Desde julio de 1986, cuando se volvió al proceso de subasta, hasta la fecha, el mercado de CETES ha tenido gran liquidez.

¹⁴⁵ Descontando amortizaciones.

títulos, directamente o por medio de otras instituciones. No obstante, el Banco Central de Cuba no puede actuar como comprador directo de valores del Estado

En otros países, el banco central puede comprar deuda del gobierno en subasta (como una manera de financiarlo) o del público, con el fin de instrumentar la política monetaria.

La política monetaria de un país es el conjunto de decisiones de política económica que competen al banco central para garantizar crecimiento económico real, estabilidad de precios, equilibrio exterior en la balanza de pagos y pleno empleo. Por regla general, la política monetaria se formula en base a los niveles deseados de oferta monetaria¹⁴⁶ y de tipos de interés. Para garantizar los objetivos monetarios, el banco central dispone de un conjunto de mecanismos, como son:

1. La compraventa de instrumentos del mercado monetario (principalmente deuda del gobierno), actividad que se conoce con el nombre de operaciones del mercado abierto.
2. La compraventa de divisas extranjeras a cambio de la moneda local.
3. La modificación del costo al que los bancos comerciales pueden tomar dinero prestado del banco central (el tipo de redescuento).
4. La variación del monto de reservas que los bancos comerciales están obligados a mantener como contrapartida de sus depósitos (encaje legal).
5. La promulgación de otro tipo de regulaciones específicas relativas a la tasa de proporción de tipos de activos y pasivos que se permite mantener a los bancos comerciales.

Cuando el banco central realiza operaciones de mercado abierto puede manipular la oferta monetaria y mover las tasas de interés según su conveniencia. Esto se logra, por ejemplo, inyectando liquidez a los mercados comprando deuda gubernamental a corto plazo. En la medida en que ingresa más dinero al sistema financiero, bajan las tasas de interés. En el caso contrario, si el banco central desea elevar las tasas, puede reducir la liquidez vendiendo deuda del gobierno de corto plazo u otros instrumentos del mercado de dinero. En la medida en que el dinero sale del sistema las tasas de interés se elevan. Sin embargo, en un entorno inflacionario, las operaciones de mercado abierto pueden tener un efecto opuesto: si el banco central desea bajar las tasas de interés y al hacerlo inyecta demasiada liquidez al sistema financiero, se generan expectativas inflacionarias, las cuales se reflejan en tasas de interés más altas no más bajas.¹⁴⁷

Los bancos centrales realizan operaciones de mercado abierto tanto en los mercados primarios como en los secundarios. En el mercado primario se realizan las subastas de valores gubernamentales en las que participa el banco central, ya sea como agente del Gobierno o comprando valores para su propio portafolio. Después de comprar los títulos subastados, el banco central al igual que otros operadores autorizados pueden venderlos en el mercado secundario, donde, de hecho, se realizan la mayoría de las operaciones del mercado abierto.

En Cuba, aunque el Banco Central no puede comprar directamente valores del Estado, si está facultado para emitir títulos o valores denominados en moneda nacional o extranjera, así

¹⁴⁶ De acuerdo con la definición más utilizada, la oferta monetaria está constituida por el efectivo en circulación y por los depósitos a la vista mantenidos en los bancos. Otras definiciones más amplias de la oferta monetaria incluyen además otros tipos de depósitos como las cuentas de ahorro y algunos instrumentos del mercado monetario.

¹⁴⁷ Esto es resultado de la ecuación Fisher, la cual afirma que las tasas de interés nominales son aproximadamente iguales a las tasas de interés reales más la inflación esperada. Por consiguiente, si aumenta la inflación esperada, y las tasas reales permanecen constantes, las tasas nominales aumentan también.

como comprar y vender títulos o valores emitidos por instituciones financieras. Por lo tanto, aunque el Banco Central de Cuba no puede usar títulos del Gobierno para instrumentar su política monetaria si puede emitir sus propios instrumentos con ese objetivo o utilizar títulos emitidos por otras instituciones financieras¹⁴⁸.

Los bancos centrales también pueden intervenir en el mercado de divisas con el doble objetivo de mantener el tipo de cambio en los niveles deseados e influir en los niveles de oferta monetaria. Cuando el Banco Central desea elevar el tipo de cambio de la moneda local puede vender divisas, con lo cual, ante una mayor oferta de la moneda extranjera su precio disminuye y consecuentemente aumenta el tipo de cambio de la moneda local. Al mismo tiempo, al vender moneda extranjera se retira dinero local de la circulación, lo cual también fortalece el tipo de cambio de la moneda doméstica. El efecto contrario se obtiene con la operación inversa: si se desea inyectar liquidez al sistema se puede comprar divisas, con el efecto de una mayor presión para la disminución del tipo de cambio de la moneda local.

La tasa de redescuento no es más que la tasa de interés que deben pagar los bancos comerciales para pedir dinero al banco central. Los sistemas bancarios de muchos países permiten a sus bancos comerciales acudir a la ventanilla de descuento del banco central para obtener fondos de corto plazo mediante el "descuento" de su cartera de créditos. El banco central cobra una tasa preestablecida por este servicio, la llamada tasa de redescuento que normalmente sirve de piso a la tasa de interés del mercado. Por lo tanto, si el banco central desea elevar las tasas de interés, puede aumentar la tasa de redescuento y, a la inversa, si desea reducirlas, puede disminuir dicha tasa.

En Cuba, según la Ley, el Banco Central puede conceder redescuentos y anticipos a los bancos por razones de falta de liquidez transitoria, siempre que su término no exceda de sesenta días. Los redescuentos y anticipos deben estar plenamente respaldados con títulos o valores de fácil realización elegibles por el Banco Central de Cuba, o garantías debidamente colateralizadas. Por otra parte, los vencimientos de los redescuentos y anticipos no pueden exceder el plazo de los documentos que los garantizan y los importes recibidos por los bancos por esos conceptos no pueden ser empleados para la expansión de sus créditos.

El Banco de México no tiene ventanilla de redescuento y la opción de última instancia de los bancos comerciales para obtener fondeo es sobregirarse en la cuenta única que tienen todos los bancos y casas de bolsa con el Banco de México.¹⁴⁹

Los requerimientos de reserva sobre depósitos (encaje legal) sirven para proteger a los depositantes de problemas en el sistema bancario y, a la vez, proporcionar al gobierno la forma de ajustar la capacidad de los bancos de crear dinero. Cuando los requerimientos de reserva son inferiores al 100%, los bancos tienen la capacidad de crear dinero. Por ejemplo, consideremos el hecho de que el banco X recibe un depósito de 100 pesos. Si no hay requerimientos de reserva, el banco puede otorgar un préstamo por esa misma cantidad para que un cliente realice un pago mediante un cheque a un proveedor que tiene su cuenta en el banco Y. Una vez depositado el cheque en el banco Y esa institución dispone de un nuevo depósito por 100 pesos, que a su vez puede originar un nuevo préstamo por la misma cantidad. En este caso, un primer depósito de 100 pesos permitió realizar pagos a dos empresas por la cantidad de 200 pesos. Si el requerimiento de reserva es, digamos del 50%, los 100 pesos del primer depósito permiten al banco X otorgar un préstamo de 50 pesos y una vez depositados en el banco Y éste podrá otorgar un nuevo préstamo de 25 pesos. En total, el depósito inicial de 100 pesos posibilitó

¹⁴⁸ Hasta la fecha, el Banco Central de Cuba no ha emitido ningún título, aunque ya se están estudiando varios proyectos en ese sentido.

¹⁴⁹ El sobregiro de la cuenta en el Banco de México implica un costo para los sobregirados que está en función del monto y la frecuencia de los sobregiros.

realizar pagos por 75 pesos. El proceso de creación de nuevos depósitos (y de dinero) se puede repetir varias veces, con un efecto multiplicador, con cantidades cada vez menores. Este efecto multiplicador se conoce como el multiplicador monetario.

Un aumento de las reservas bancarias conduce a un incremento superior al uno por uno en la oferta monetaria (cantidad de dinero). Los economistas llaman a la relación entre el cambio final de los depósitos y el cambio de las reservas que ocasionaron este cambio, el multiplicador monetario. Dicho con otras palabras, el multiplicador monetario es el múltiplo del incremento de los depósitos por cada dólar que se incrementan las reservas¹⁵⁰.

De esa forma, el banco central puede incrementar la oferta monetaria reduciendo los requerimientos de encaje legal, pues en la medida en que los bancos generan más depósitos por cada depósito original, la oferta monetaria aumenta y caen las tasas de interés. Por otra parte, el banco central puede reducir la oferta monetaria elevando el encaje legal. Como cada depósito genera cada vez menos depósitos, la oferta monetaria decrece y las tasas de interés aumentan.

En México, el encaje legal se ha utilizado desde 1931 por el Banco Central como instrumento de control del sistema bancario. En ese período la proporción de reservas varió desde un 5 hasta el 50% de los pasivos seleccionados.

A partir de 1974 el Banco de México tiene la facultad de determinar el régimen de inversión obligatoria de las reservas (encaje legal) de las instituciones de crédito, estableciéndose a partir de 1992 que del total de reservas el 30% debía invertirse en valores específicos y el 70% sería libre, ya desde el año anterior (1991) el Banco de México había adoptado el "criterio de liquidez" para los bancos, es decir el encaje legal se empieza a conceptualizar no como un requerimiento de reserva, sino como un coeficiente de liquidez, que puede constituirse por valores gubernamentales. Por lo tanto, al aumentar el coeficiente de liquidez y al gastar el gobierno ese financiamiento, la liquidez no se reduce, sino que se mantiene.

Posteriormente el Banco de México adoptó el criterio internacional del factor de capitalización del 8%, el cual establece la proporción en que el capital de la institución financiera debe respaldar sus activos ponderados por su nivel de riesgo.

Por último, desde finales de 1998, el conjunto de las instituciones de crédito mexicanas están obligadas a constituir un depósito por tiempo indefinido de 25 mil millones de pesos (unos 2 500 millones de dólares), el cual se distribuye entre las instituciones de crédito en función de sus pasivos totales. Esta nueva disposición del Banco de México implica un retorno al sistema de requerimientos de reserva sobre los depósitos.

En Cuba, los bancos comerciales están sujetos a un encaje legal aplicado a los depósitos en cuentas corrientes, ahorro u otras cuentas, siempre que se traten de depósitos a la vista¹⁵¹, por una cuantía que es establecida por el Banco Central en función de la política monetaria y financiera. A partir de julio de 1998, la proporción de depósitos seleccionados que los bancos comerciales cubanos deben mantener depositada en el Banco Central para cubrir los requerimientos de reserva es del 10% de los pasivos seleccionados en moneda nacional y del 5% de los pasivos seleccionados en moneda extranjera.

La diferencia entre los requerimientos de reserva para los depósitos en moneda nacional y extranjera se explica por la política restrictiva del crédito en moneda nacional como vía para disminuir los excedentes de liquidez en esa moneda, mientras que un menor requerimiento de

¹⁵⁰ CASE Karl E. y FAIR Ray C., *Fundamentos de Economía*. México: Prentice Hall (Segunda Edición). p. 742

¹⁵¹ Los depósitos a plazo no están sujetos a encaje legal.

reserva para los depósitos en moneda extranjera busca por el contrario estimular una mayor rotación de los recursos denominados en divisas.

Los encajes depositados en el Banco Central de Cuba no devengan intereses, aunque el Banco Central puede fijar encajes adicionales a los bancos, por razones de política monetaria, los cuales pueden ser remunerados transitoriamente.

Adicionalmente, las instituciones financieras cubanas deben cumplir con un coeficiente de solvencia mínimo del 8% del capital con relación al total de activos ponderados por su nivel de riesgo.¹⁵²

III.2.3 Las empresas no financieras

Las grandes empresas no financieras son importantes participantes en los mercados monetarios, tanto en su calidad de inversionistas, como de prestatarios. Estas empresas pueden invertir sus activos en bienes de capital o en otros activos más líquidos como pueden ser los diversos instrumentos del mercado monetario. De esa manera y teniendo en cuenta la relación directa que existe entre la rentabilidad y el riesgo, las empresas no financieras pueden seleccionar la variante más conveniente para invertir sus excedentes monetarios de acuerdo a la política financiera seleccionada por la empresa.

En este sentido, las empresas deben buscar el equilibrio entre los saldos que mantienen en efectivo y le proporcionan la liquidez necesaria para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo y los montos invertidos en instrumentos del mercado monetario, menos líquidos que el efectivo, pero que ofrecen determinado rendimiento. Como señala Brealey: "Si mantiene usted una proporción demasiado pequeña de sus fondos en el banco, necesitará vender pequeñas cantidades de títulos con mucha frecuencia, cada vez que quiera pagar una factura. Por el contrario, si mantiene demasiado dinero en el banco, está perdiendo intereses. La cuestión está en conseguir un equilibrio adecuado"¹⁵³

La participación de las empresas mexicanas como prestamistas del mercado monetario es sumamente importante. Si bien la información al respecto, disponible en la Bolsa Mexicana de Valores, no es amplia, hay un dato relevante: al 24 de diciembre de 1997, del monto total de cuatro instrumentos gubernamentales en poder público, el 81% estaba en poder de empresas y particulares (los datos disponibles no indican que participación tienen en específico las empresas financieras, las no financieras y los particulares), el 9% en poder de la banca comercial y de desarrollo y el 10% restante había sido adquirido por el sector externo. El ejemplo, es ilustrativo del papel fundamental que juegan las empresas en general como inversionistas en el mercado monetario.

Algunas empresas importantes tienen como alternativa al financiamiento bancario a corto plazo los préstamos en el mercado monetario mediante la emisión de papel comercial a tasas relativamente bajas. Para que una empresa emita papel comercial debe ser calificada por una agencia calificadora de valores que determina el riesgo de incumplimiento de la obligación.¹⁵⁴ A las compañías mejor calificadas (con menor riesgo de impago) frecuentemente les resulta más barato emitir papel comercial que solicitar un préstamo a un banco, ya que de esta manera pueden llegar directamente a los mercados, en vez de recurrir a un intermediario.

¹⁵² El coeficiente de solvencia se calcula dividiendo el capital total entre los activos ponderados por su nivel de riesgo.. Es equivalente al factor de capitalización.

¹⁵³ BREALEY, Richard A. y MYERS, Stewart C., "Principios de Finanzas...", op. cit., p.942.

¹⁵⁴ En México, las calificadoras de valores son: Standard & Poor's Calificadoras de Valores (Caval), Clasificadora de Riesgos, y Duff & Phelps.

Las empresas mexicanas han incrementado significativamente el financiamiento recibido del sistema bursátil, tanto del mercado de capitales como del mercado de dinero. En 1997, las empresas que cotizan en bolsa recibieron un financiamiento, por la colocación primaria de sus acciones, que ascendió a 10 776.7 millones de pesos, lo que representa, en términos reales, casi un 50% más que en 1996. En el mercado de dinero la colocación de pagarés empresariales a corto y mediano plazo representó para sus emisores un financiamiento neto del orden de los 20 809.8 millones de pesos (casi el doble del financiamiento vía emisión de acciones). El financiamiento neto que otorgó el sistema bursátil en 1997, a través del mercado de dinero a las empresas mexicanas, fue superior en términos reales en más de 18 veces en relación a 1996.

El sistema empresarial cubano está conformado, fundamentalmente, por tres tipos de organizaciones: las sociedades anónimas, las empresas estatales y las cooperativas. Desde la década de los años sesenta en que fueron nacionalizadas prácticamente todas las sociedades anónimas existentes, la casi totalidad de las organizaciones cubanas adoptó la forma de empresa estatal, exceptuando la producción agropecuaria donde se implantaron organizaciones cooperativas. Las pocas sociedades anónimas que prevalecieron mantuvieron sus operaciones bajo el marco legal de un Código de Comercio completamente obsoleto, pero vigente aun.¹⁵⁵ Desde hace unos quince años con el impulso al turismo y a la inversión extranjera han comenzado a proliferar sociedades anónimas en todos los sectores económicos, por lo que se hace inaplazable la elaboración y promulgación de un Código de Comercio moderno más acorde con las necesidades actuales de la economía cubana.

No obstante, las actuales sociedades anónimas cubanas aún regidas por un código obsoleto pueden emitir pagarés al portador, lo cual, eventualmente puede constituir la base legal para su participación en un mercado monetario como emisoras de títulos, hasta tanto se promulgue un nuevo Código de Comercio

El Decreto-Ley 24, de mayo de 1979, declaró inaplicables a la empresa estatal el Código de Comercio vigente para las sociedades anónimas e impulsó la elaboración de un Reglamento General de la Empresa Estatal, basado en los principios del cálculo económico, en auge en esas fechas, pero inoperantes en la actualidad.

En línea con las transformaciones que tienen lugar en la economía cubana, que implican un nuevo sistema de propiedad, ya se viene trabajando en una nueva legislación que regule, según las prácticas internacionales, las relaciones entre las organizaciones cubanas, sean entidades públicas o privadas.

Por otra parte, la Ley para la Inversión Extranjera abre la posibilidad a personas físicas o morales de realizar inversiones no sólo de tipo directo sino también en acciones, o en otros títulos-valores, públicos o privados, por lo que legalmente los extranjeros podrían tener acceso a un eventual mercado monetario cubano.

III.2.4 Los bancos comerciales

Para fines conceptuales, la banca puede dividirse en banca comercial y banca de inversión. Los bancos comerciales se especializan en captar depósitos y hacer préstamos, es decir hacer intermediación, mientras que los bancos de inversión se dedican a intermediar en operaciones de títulos (suscripción de títulos), así como en llevar a cabo funciones de distribución

¹⁵⁵ El Código de Comercio vigente en Cuba para las sociedades anónimas fue promulgado en España en 1885 y aplicado a Cuba desde 1886 en su condición de colonia, desde entonces a sufrido algunas modificaciones, pero su esencia se mantiene.

y corretaje de valores. Los bancos que realizan ambas funciones se conocen como bancos universales y se encuentran, sobre todo, en Europa. En México, las casas de bolsa realizan las actividades de banca de inversión, pues los bancos comerciales no pueden realizar actividades relacionadas con la suscripción de acciones¹⁵⁶.

Los bancos comerciales adquieren pasivos en forma de depósitos a la vista, los cuales son, por definición dinero, y depósitos a plazo, los cuales son considerados cuasidinero. A la vez, poseen activos, entre los que se encuentran préstamos e inversiones. Asimismo, estas instituciones pueden disponer tanto de activos como de pasivos del mercado monetario, los cuales se caracterizan por ser negociables.

Al igual que los bancos centrales y las empresas, los bancos comerciales participan como compradores y vendedores de valores en el mercado monetario por tres razones:

1. Mantener la liquidez y, por tanto, la solvencia del banco.
2. Obtener la máxima rentabilidad posible para los fondos excedentes, teniendo presentes las restricciones impuestas por la primera motivación.
3. Tomar en préstamo los fondos necesarios al costo más bajo posible.

Para un banco es fundamental mantener la liquidez. Si no la tiene, podría verse incapacitado para responder a retiros inesperados de depósitos, es por eso que cuando la liquidez de un banco es baja éste tiene la alternativa de obtener préstamos en los mercados monetarios. Cuando un banco comercial adquiere un pasivo por el cual debe pagar determinada tasa de interés es necesario que invierta en activos, por un monto y plazos similares, que paguen una tasa de interés superior a la que paga por sus pasivos, de manera que cubra sus costos y obtenga una utilidad. Si el banco no puede colocar los fondos que recibe en depósito por medio de un préstamo, puede comprar un instrumento del mercado monetario y de esa forma invertir su exceso de liquidez.

Por otra parte, si un banco comercial extiende un préstamo, necesitará fondearlo con un depósito que pague una tasa de interés inferior a la del préstamo. Si el banco no puede atraer inmediatamente un depósito con esa característica, puede fondearse en los mercados monetarios.

El siguiente ejemplo, utilizado por Riehl en su libro "Mercados de divisas y Mercados de dinero", ilustra con un poco más de detalle cómo son impulsados los bancos comerciales hacia el mercado monetario:

La empresa Energetic Corp. que mantiene sus saldos de caja en el banco comercial ABC, realiza un pago a la empresa Creditor Corporation por el montante de 10 millones de dólares. La empresa Creditor Corporation recibe un cheque con cargo a la cuenta corriente que Energetic Corp. mantiene en el banco ABC, y lo deposita en el banco comercial XYZ que es el banco con el que normalmente trabaja

Suponiendo que los dos bancos comerciales ABC y XYZ tuvieran equilibradas sus posiciones de efectivo justo antes de que la empresa Energetic Corp. decidiese pagar a un acreedor y la empresa Creditor Corp. depositase el cheque recibido, puede verse que cada uno de los dos bancos se encuentra ahora con un problema. El banco ABC observará que su liquidez se ha visto perjudicada por el hecho de haber dado salida 10 millones de dólares. Por otra parte, el banco XYZ tiene que encontrar una colocación rentable a los 10 millones de dólares que ha recibido. Estas son las dos fuerzas que conducirán a los bancos al mercado de dinero. En este ejemplo simplificado, en el que no se ha producido ninguna otra modificación, la solución más fácil consistiría en que el banco XYZ prestara su exceso de fondos al banco ABC. Esta transacción haría que las posiciones de caja de los dos bancos volvieran a equilibrarse.¹⁵⁷

¹⁵⁶ Sin embargo, es común en México la existencia de "grupos financieros" que pueden consistir en bancos comerciales, casas de bolsa, casas de cambio y otras instituciones financieras. Por lo tanto, el "grupo" se acerca al concepto de banco universal, un banco que puede prestar todo tipo de servicios.

¹⁵⁷ RIEHL, H y RODRÍGUEZ, R.M., *Mercados de divisas y Mercados de dinero*. México: McGraw-Hill, 1990 (1a. ed.), p. 6.

La participación de los bancos mexicanos en el mercado monetario es amplia, debido, fundamentalmente a los llamados préstamos interbancarios, que es un mecanismo utilizado entre los bancos para prestarse mutuamente dinero por cortos periodos de tiempo y cubrir desfases de liquidez. En 1997, estas operaciones representaron el 16% del total operado en el mercado de dinero mexicano. La emisión de títulos por parte de las instituciones bancarias es relativamente bajo, pues apenas representó el 1% de toda la colocación primaria en 1997, mientras que el financiamiento neto bursátil fue negativo, es decir los montos amortizados fueron superiores a las nuevas emisiones.

Según el Decreto-Ley 173 "Sobre los bancos e instituciones financieras no bancarias", las instituciones financieras pueden en correspondencia con sus licencias y con las regulaciones que al efecto dicte el Banco Central de Cuba, vender, comprar, custodiar y administrar activos monetarios y otros títulos o valores. Específicamente para los bancos nacionales, las licencias concedidas por el Banco Central los facultan para emitir, comprar, vender y suscribir bonos y otros títulos o valores financieros. Por lo tanto, a pesar de que hasta la fecha no se realizan operaciones con títulos, la participación futura de las instituciones financieras cubanas en un mercado monetario nacional está legalmente sustentada.¹⁵⁶

III.2.5 Los bancos de inversión

La función principal de un banco de inversión es la suscripción de valores, es decir la colocación de títulos en el mercado ya sea en el monetario o en el de capitales. La suscripción implica la preparación de todos los documentos necesarios para una emisión, desde el proyecto hasta el registro legal, así como la venta o colocación con corredores e inversionistas. Asimismo, los bancos de inversión pueden operar, además, los fondos de inversión. Por lo tanto, un banco de inversión típico no hace intermediación financiera tradicional (no acepta depósitos ni concede préstamos directos), pues dicha función está reservada a la banca comercial.

La suscripción puede hacerse de dos formas: en firme o bajo el menor esfuerzo. Si se trata de una emisión en firme, el suscriptor compra de inmediato una emisión completa de deuda y posteriormente coloca el papel. En este caso las utilidades del banco de inversión se derivan de las cuotas que cobra, además del diferencial entre el precio que pagó el banco de inversión al emisor del título y el precio al cual lo vendió a los inversionistas.

Si la suscripción se hace bajo el menor esfuerzo, el suscriptor sencillamente trata de vender el papel lo mejor que pueda, sin adquirirlo o asumiendo una responsabilidad específica. El monto y precio del papel vendido se dejan al mercado, y quien asume el riesgo en este caso es el emisor, no el suscriptor. Las ganancias del banco de inversión provienen de las cuotas que cobra al emisor.

En el mercado mexicano de valores, los instrumentos del mercado de dinero casi siempre se suscriben en firme, debido a que el emisor prefiere que el suscriptor corra el riesgo, ya que los suscriptores mexicanos se enfrentan a una fuerte competencia entre ellos.

Como comentaba en capítulos anteriores, los bancos cubanos, en su mayoría están autorizados, después de la reestructuración del sistema bancario en 1997, a prestar servicios de banca múltiple, por lo que además de realizar las operaciones características de la banca tradicional pueden realizar las funciones inherentes a un banco de inversión, específicamente la

¹⁵⁶ Para que se puedan iniciar operaciones con títulos será necesario crear condiciones objetivas y subjetivas no sólo en las propias instituciones financieras sino también en las empresas. Hay que tener en cuenta que estas operaciones constituyen una experiencia totalmente nueva para la mayoría de la entidades cubanas.

suscripción de valores. Adicionalmente, desde 1996 opera un banco especializado, el Banco de Inversiones, S.A. orientado a prestar servicios especializados en materia de inversión¹⁵⁹.

III.2.6 Las sociedades de inversión

Una forma muy activa de participación de los bancos y otra instituciones financieras en los mercados monetarios es a través de los fondos del mercado monetario o sociedades de inversión de renta fija, las cuales son una manera de atraer recursos adicionales, ya que las acciones de estos fondos no están sujetas a techos de tasas de interés, ni a encaje legal. Los administradores de estos fondos reciben un porcentaje como comisión por sus servicios.

Las sociedades de inversión de renta fija invierten los recursos en un portafolio diversificado de instrumentos del mercado monetario y resultan muy atractivas para los pequeños inversionistas y empresas, quienes al tener acceso al mercado al mayoreo, pueden obtener, en conjunto, tasas de interés más altas sobre un portafolio más diversificado de lo que lograrían a nivel individual. Muchos bancos también ofrecen a sus clientes corporativos servicios de manejo de efectivo, a través de los cuales invierten automáticamente la liquidez excedente de la empresa en acciones de fondos del mercado monetario, de manera que la empresa siempre obtiene una tasa de interés de mercado en sus tenencias de efectivo.

Los fondos del mercado de dinero mexicano pueden invertirse en cualquier título del país que no sean acciones, pero deben contar con un mínimo de 30% invertido en valores gubernamentales.

Dentro de las atribuciones de los bancos cubanos está la de constituir fondos de inversión y otros fondos, por lo que es factible, desde el punto de vista legal la constitución de eventuales fondos de inversión en el mercado monetario para facilitar la participación en este mercado de pequeños ahorradores nacionales o potenciales inversionistas extranjeros.

III.2.7 Las personas físicas

La participación de las personas físicas en los mercados monetarios se da fundamentalmente a través de las sociedades o fondos de inversión, pues como señalaba anteriormente los mercados monetarios son básicamente mercados al mayoreo. En este sentido, la integración de los individuos al mercado de dinero depende de su actitud frente al mantenimiento de efectivo o de cuasi-efectivo. Los motivos, que tradicionalmente se señalan para mantener efectivo o cuasi-efectivo son:

1. Por razones de transacción (realizar los pagos correspondientes a la adquisición de los bienes y servicios que se desean).
2. Por motivo de precaución (para hacer frente a algún acontecimiento imprevisto).
3. Por razones especulativas (conseguir un beneficio por las variaciones esperadas en las tasas de interés).

Como comentaba en el primer capítulo, Cuba es un país con una tasa elevada de liquidez monetaria (efectivo en circulación más ahorro ordinario), la cual representó en 1997 casi un 40% del Producto Interno Bruto. Esta liquidez no guarda relación con la oferta de bienes y servicios y es resultado de medidas pasadas que, no obstante su contenido social, soslayaron el impacto de una inadecuada política monetaria. Por lo tanto, una parte de la población dispone de

¹⁵⁹ Sobre el Banco de Inversiones en Cuba se comentó más ampliamente en el epígrafe II.2.2.

una liquidez muy superior a las necesidades de transacción y precaución, mientras que en un sistema de tasas de interés fijas¹⁶⁰, no aplican razones especulativas para mantener efectivo.¹⁶¹

En este contexto, es presumible que una parte de la población, con una adecuada política de promoción, pueda participar como pequeño inversionista en un mercado monetario, a través de fondos de inversión diseñados al efecto. Para ello será necesario cambiar la imagen de las instituciones financieras entre la población y propiciar una mayor cultura del ahorro, mediante el otorgamiento de mayores incentivos. Al mismo tiempo, las instituciones financieras deberán deslindarse de políticas oficiales que favorecen cierta desconfianza en un sector de la población hacia estas instituciones¹⁶².

III.2.8 Las características de los inversionistas del mercado monetario

Cuando un inversionista toma la decisión de invertir en un determinado instrumento del mercado monetario lo hace bajo ciertas expectativas como pueden ser sus necesidades de liquidez y su perfil de riesgo.

Teniendo en cuenta las necesidades de liquidez los inversionistas pueden ser de dos tipos:

I. los que acuden al mercado monetario con el fin de obtener el mayor beneficio de sus excedentes monetarios en caja y que en el corto plazo requieren de una rápida conversión en efectivo de los valores en posesión e incluso disponer de dichos valores antes de su vencimiento. Este tipo de inversionista se puede subdividir por su frecuencia de participación en el mercado.

- A. Importantes: Los que participan diariamente en el mercado con fuertes montos.
- B. Ordinarios: Los que participan semanal o quincenalmente
- C. Regulares: Los que participan con menor frecuencia, tal vez una vez al mes.
- D. Irregulares: Los que no mantienen una periodicidad, pero ostentan un buen potencial.

II. aquellos que invierten su capital con el objeto de obtener una renta predeterminada en un plazo predeterminado, esto es, esperan hasta el vencimiento del documento para obtener el beneficio.

Invertir significa asignar recursos a alguna operación con el objeto de obtener una mayor utilidad. Recurriendo al mercado monetario la inversión cuenta con un bajo nivel de riesgo para obtener utilidad sobre el monto invertido, ya que cada instrumento cuenta con la garantía del emisor o del colocador, según el caso particular.

En diferentes momentos, un mismo inversionista puede asumir diferentes riesgos de acuerdo a las expectativas que le requieran. Conceptos tales como el pago de impuestos, una situación de especulación cambiaria o un cambio en la política monetaria podrían llevar a un inversionista a asumir un papel precavido o tomar el papel de un inversionista sagaz y quizás llegar a convertirse en un inversionista arriesgado.

¹⁶⁰ Además de fijas, las tasas de interés son sumamente bajas. Por ejemplo, en 1997 la tasa real sobre depósitos de ahorro en moneda nacional fue de 2%.

¹⁶¹ En el epígrafe I.4 se comenta ampliamente sobre la liquidez monetaria en Cuba.

¹⁶² En algunos procesos penales a los que han sido sometidas ciertas personas acusadas de enriquecimiento ilícito se utilizan como argumentos los altos montos depositados en los bancos, por lo que muchas personas consideran que las instituciones financieras no mantienen una actitud de protección a sus ahorradores.

Entre las características más sobresalientes de un inversionista precavido destaca su posición respecto al riesgo, el cual debe tener niveles mínimos, esto es, mantener sus títulos hasta el vencimiento y recibir el interés pactado.

El inversionista sagaz, es aquel que estudia con detenimiento sus alternativas en el mercado, se guía por una serie de análisis de mercado y toma decisiones en base a los resultados de los análisis y alternativas.

En el caso del inversionista arriesgado distinguimos las mismas características del inversionista sagaz, con la excepción de que el riesgo llega a niveles considerablemente mayores, obviamente esperando rendimientos superiores.

Cuando un emisor planea introducir un título al mercado, es importante que tenga en consideración las variables anteriormente comentadas, es decir que haga un estudio de las expectativas de los potenciales inversionistas, a fin de diseñar instrumentos apropiados a las necesidades de éstos y por lo tanto que tengan aceptación en el mercado

III.3 Principales instrumentos del mercado monetario

Los activos financieros que se negocian en los mercados monetarios tienen ciertos elementos comunes, que se derivan del hecho de que estos instrumentos representan un préstamo del inversionista al deudor (emisor del título). Por lo tanto, la evaluación de los instrumentos del mercado monetario tiene mucho en común con el análisis de crédito que haría un banco.

Los principales elementos a considerar en los instrumentos del mercado monetario son: emisor, garantía, monto, valor nominal, tasa de rendimiento, pagos, plazo y amortización.

El principal emisor en un mercado monetario, como se comentó en el subcapítulo anterior, es el Gobierno, aunque también es utilizado por instituciones financieras y empresas para obtener financiamiento de corto plazo.

La garantía es un elemento estrechamente relacionado con el emisor del título. Cuando el Gobierno es el emisor, normalmente no hay una garantía específica de la inversión¹⁶³, si el emisor es un banco los instrumentos cuentan con la garantía del patrimonio de las Instituciones de Crédito y si es una empresa puede haber garantía o no.

El monto de las emisiones individuales de títulos gubernamentales no tiene un límite práctico, aunque generalmente el poder legislativo aprueba anualmente un tope máximo de endeudamiento, en todo caso el límite de las emisiones depende de las necesidades del gobierno y la capacidad de cada mercado. Los instrumentos bancarios tienen límites reglamentarios relacionados con el monto de capital y reservas de cada banco emisor. En el caso de las empresas, no hay límite formal al monto de las emisiones.

El valor nominal de los instrumentos del mercado monetario es variable. En el caso de instrumentos bursátiles, se subdivide el monto total de la emisión en instrumentos de menor denominación, para facilitar su negociabilidad en el mercado secundario. Por ejemplo, en el mercado de dinero mexicano, el valor nominal de los Cetes es de 10 pesos, de los pagarés financieros y papel comercial 100 pesos, mientras que las aceptaciones bancarias normalmente se emiten en 1 peso, o sus múltiplos.

¹⁶³ Aunque cuentan con el total respaldo del Gobierno.

La tasa de rendimiento se puede expresar de dos maneras. Generalmente, los instrumentos del mercado monetario cotizan con una "tasa de descuento", de la cual se deriva una tasa de rendimiento para el período correspondiente, aunque en algunos títulos la tasa de rendimiento se expresa como una tasa de interés, que puede ser fija o flotante.¹⁶⁴

En México, los títulos que cotizan a descuento son los Cetes, las aceptaciones bancarias y el papel comercial, mientras que los Bondes, las obligaciones corporativas y los pagarés a mediano plazo ofrecen su rendimiento por medio de tasas de interés flotantes (determinadas sobre la base de una tasa de referencia más una prima). Por su parte, los Udibonos proporcionan al inversionista un rendimiento predeterminado arriba de la tasa de inflación.

Los pagos de los rendimientos de los instrumentos del mercado monetario generalmente se realizan al vencimiento, mientras que el plazo de vencimiento de los títulos puede variar de un día a un año.

La amortización de los títulos del mercado monetario se lleva a cabo al vencimiento. A su vez, puede haber "derechos de venta o compra anticipada" para que se redima el instrumento totalmente o en parcialidades antes del vencimiento originalmente pactado.

Los mercados monetarios en general, han mostrado una gran flexibilidad y capacidad de innovación financiera, lo que se ha reflejado en la aparición de diferentes técnicas de emisión de los instrumentos, entre las que se pueden destacar las tres siguientes:¹⁶⁵

1. El descuento o cobro de intereses "al tirón". Esta fórmula implica que el comprador del activo paga una cantidad inferior al valor nominal en el momento de la adquisición, recibiendo el nominal en el momento de cancelarlo. La diferencia entre la cantidad pagada y el valor nominal es el descuento o rentabilidad que obtiene el comprador que, como es lógico, no recibe intereses periódicos, ya que los cobra por anticipado en su totalidad.
2. Cupón cero. En este caso el pago de los intereses se realiza a la maduración de la deuda, por tanto los títulos se adquieren por su valor nominal y se amortizan con diferentes primas según el plazo de reembolso.
3. A tipo variable. En este caso se emiten títulos cuyo tipo de interés no es fijo, sino que evoluciona según algún tipo de referencia, como el tipo interbancario, más un diferencial fijo.

Asimismo, los instrumentos de los mercados monetarios han evolucionado en función de las necesidades de prestatarios y prestamistas para satisfacer las necesidades de éstos, en el marco de las condiciones específicas por las que atraviesan los sistemas económicos de los países.

De esa forma, se han desarrollado instrumentos indexados a la inflación (Ajustabonos y Udibonos en México) o a un tipo de cambio (Tesabonos).

El Bono Ajustable del Gobierno Federal ("ajustabono") fue emitido por primera vez en 1989 y se dejó de emitir en 1996 con la introducción de un instrumento muy similar, el Bono de Desarrollo del Gobierno Federal denominado en Unidades de Inversión (UDIs)¹⁶⁶, llamado "Unibono", que se emitió por primera vez en mayo de 1996.

¹⁶⁴ En el epígrafe III.4.1 se comenta ampliamente sobre la relación entre la tasa de descuento y la tasa de rendimiento en instrumentos del mercado monetario.

¹⁶⁵ Cfr. CUERVO, Álvaro, et al., *Manual del sistema financiero español*. Barcelona: Ariel, 1995 (8a. ed.), p.134.

¹⁶⁶ Las UDIs son unidades de inversión cuyo valor aumenta y se publica a diario con la tasa de inflación medida por el índice Nacional de Precios al Consumidor.

El Ajustabono tuvo características híbridas entre un instrumento de cupón fijo, porque la tasa de rendimiento real era fija, y flotante, porque la base del pago del rendimiento (la inflación) era variable.

El Udibono es un instrumento muy similar al Ajustabono y al igual que aquél proporciona al inversionista un rendimiento predeterminado por arriba de la tasa de inflación. Las diferencias fundamentales radican en que el Ajustabono pagaba intereses trimestralmente, mientras que el pago del Udibono es semestral, además de que la tasa real del Ajustabono se fijaba con referencia al Índice de Precios al Consumidor, mientras que la del Udibono se fija con referencia a la UDI.

Los Tesobonos se introdujeron en México en 1989, como títulos gubernamentales denominados en dólares, tuvieron su auge en 1994 por la incertidumbre cambiaria y se retiraron de circulación en 1996.

La introducción de los principales instrumentos financieros de un mercado monetario, en el sistema financiero cubano debe ser un proceso paulatino, que se inicie con activos financieros sencillos, y en la medida en que el sistema financiero se perfeccione y desarrolle pasar a instrumentos más complejos. Esto debido al desconocimiento general que existe en el sector empresarial, la población e incluso en muchas áreas del sector financiero de otros mecanismos de inversión y financiamiento diferentes a los que tradicionalmente realizó la banca (captación de depósitos y otorgamiento de créditos).

Sobre esa base, deberán diseñarse e introducirse instrumentos gubernamentales, bancarios y empresariales, los cuales deberán tener las siguientes características generales:

III.3.1 Instrumentos Gubernamentales

Dentro de los criterios básicos sobre política monetaria del Banco Central de Cuba, se señala el objetivo de evitar a toda costa la monetización del déficit presupuestario y la necesidad de buscar alternativas que eviten resolverlo por la vía de la emisión monetaria. Una de estas alternativas puede ser la emisión de deuda gubernamental a corto plazo, documentada con un instrumento diseñado al estilo de los Certificados de la Tesorería de la Federación utilizados en México.

Estos documentos, que de acuerdo a la terminología más utilizada en Cuba, podrían denominarse "Pagarés del Gobierno" tendrían como objetivo fundamental el financiamiento del déficit del presupuesto central. Sin embargo, no podrían ser utilizados por el Banco Central para regular la oferta monetaria, como ocurre en México con los Cetes, pues el Banco Central de Cuba, por Ley, no puede comprar directamente valores del Estado¹⁶⁷.

Para la emisión de los Pagarés del Gobierno, el Ministerio de Finanzas informaría mensualmente al Banco Central de Cuba las necesidades de financiamiento a corto plazo para compensar los desfases periódicos entre los ingresos y gastos del presupuesto central. En los meses donde los ingresos sean inferiores a los gastos se emitiría deuda a corto plazo, tanto para cubrir las amortizaciones de títulos que se realicen en el mes, por vencimiento del plazo del documento, como para cubrir la diferencia mensual entre ingresos y gastos del presupuesto. Por otra parte, en los meses donde los ingresos sean superiores a los gastos se cubrirían las amortizaciones correspondientes sin emitir nueva deuda, con el efecto de una disminución del monto de títulos en circulación y la consecuente disminución de la deuda interna.

¹⁶⁷ Con lo cual se pretende evitar que el Banco Central financie el déficit presupuestario.

El Banco Central, en cumplimiento de las atribuciones que la Ley le otorga, actuaría como agente del Estado para la colocación de las emisiones de los Pagarés del Gobierno y en todo lo relacionado con la contratación de créditos internos, así como en la redención, pago de intereses y otras operaciones relacionadas con ello, para lo cual recibirá del Presupuesto del Estado los fondos necesarios para el servicio de la deuda.

Los Pagarés del Gobierno, como es usual para instrumentos gubernamentales, estarían respaldados por la buena fe y crédito del Gobierno Cubano. Sin embargo, lo que realmente los convertiría en los instrumentos menos riesgosos del mercado sería un historial de cumplimiento estricto de las obligaciones de pago por parte del emisor en todos y cada uno de los vencimientos.

En este sentido, no existe evidencia de que el Gobierno Cubano incumpla con sus compromisos financieros internos. Como comentaba anteriormente, desde hace cuarenta años no se emiten en Cuba instrumentos financieros del Gobierno, por lo tanto no existen antecedentes de cumplimiento o no por parte del Gobierno de sus obligaciones financieras internas. Sin embargo, a diferencia de otros países en Cuba nunca se ha dilatado el pago de los salarios de los empleados de empresas estatales aun en los años de crisis y fuertes tensiones presupuestarias; esto puede constituir un elemento de confianza entre la población de que el Gobierno Cubano asumirá en su momento los compromisos que le corresponda como emisor de deuda pública.

Los montos de las emisiones de Pagarés del Gobierno, como comentaba anteriormente, dependerán de las necesidades de financiamiento para cubrir desfases entre ingresos y gastos del presupuesto central, aunque deberán ajustarse a los límites de endeudamiento anual que determine el órgano legislativo correspondiente.

En este sentido, a nivel internacional se considera normal que la deuda total del Gobierno (interna y externa) sobrepase el 50 por ciento del PIB. Por ejemplo, el nivel promedio de la deuda en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) es del 74 por ciento del PIB, mientras que para el establecimiento de la Unión Monetaria Europea se utilizó el criterio de que los países miembros no podían tener una deuda superior al 60 por ciento del PIB. De todos los países miembros de la Unión Europea solo Luxemburgo tiene un porcentaje de deuda en relación al PIB inferior al 50% y en general, la relación va del 53 por ciento en Inglaterra al 118 por ciento de Bélgica e Italia. Por su parte, México, es uno de los países donde la relación deuda pública a PIB alcanza los niveles más bajos (27.9 por ciento) y aún en el caso que se apruebe por el órgano legislativo la consolidación de los pasivos del Fobaproa¹⁶⁸ con la deuda directa del Gobierno Federal, la deuda total representaría el 42.2 por ciento del PIB.¹⁶⁹

El valor nominal del instrumento propuesto será de 100 pesos cubanos o sus múltiplos, esto para facilitar su comercialización tanto en el mercado primario como el secundario.

Los Pagarés del Gobierno cotizarían a descuento, como es característico para los principales instrumentos del mercado monetario. Por lo tanto, los compradores del título pagarían por él una cantidad inferior a su valor nominal y obtendrían un rendimiento producto del diferencial entre su precio de adquisición y su valor de redención (si el inversionista los mantiene

¹⁶⁸ El Fondo Bancario de Protección al Ahorro (Fobaproa) fue creado por el Gobierno de México en 1990 con el fin de evitar que los problemas financieros impidieran a las instituciones bancarias cumplir con sus obligaciones. Cada año el Fondo publica el importe máximo de las obligaciones que son objeto de su protección expresa, que prácticamente corresponde a la totalidad de las obligaciones de los bancos. Después de la crisis financiera de 1994 el Fobaproa se encargó de ejecutar el llamado "rescate bancario" para evitar la quiebra generalizada de ese sector.

¹⁶⁹Cfr. SECRETARIA DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO, "Fobaproa: La verdadera historia", México: SHCP, 1998, p. 56.

hasta su vencimiento), o su precio de venta (si el inversionista opta por venderlos antes de su fecha de amortización).

Los pagos de los rendimientos de los Pagarés del Gobierno, al ser títulos que cotizan a descuento, se harían al momento de la venta o vencimiento del instrumento.

Los plazos de vencimiento de los Pagarés del Gobierno podrían variar entre un mes, un trimestre, un semestre o un año e incluso por periodos inferiores como una semana o un día. Sin embargo, mientras más largo sea el plazo de vencimiento mayor es la probabilidad de que los tenedores de títulos acudan al mercado secundario, por lo tanto el mercado debe ser lo suficientemente ágil para dar respuesta inmediata a sus participantes, lo que incluye un mercado secundario lo suficientemente desarrollado para darle liquidez a los títulos. En Cuba, como ya comentamos, el sistema financiero apenas inicia un proceso de desarrollo y modernización; y por tanto necesitará de un período inicial de ajuste y perfeccionamiento que puede durar varios años, durante el cual es lógico que se trate de estandarizar los títulos con plazos de vencimiento acordes con los requerimientos de los participantes.

Por otra parte, plazos de vencimiento muy cortos como una semana o un día implican una fuerte infraestructura y sobre todo gran experiencia en el manejo de las operaciones por parte de los intermediarios financieros, aspectos que naturalmente no caracterizan aun a las instituciones financieras cubanas. Por lo tanto, se recomienda que para iniciar en este mercado de títulos gubernamentales a corto plazo se emitan Pagarés del Gobierno con plazos de vencimiento de un trimestre¹⁷⁰.

Plazos de vencimiento de un trimestre podrán satisfacer las necesidades tanto de los inversionistas interesados en invertir a plazos menores, pues mediante los acuerdos de recompra, que veremos más adelante, podrán contratar plazos más cortos, como de aquellos inversionistas que deseen invertir a plazos mayores y que podrán reinvertir sus recursos una vez amortizado el título.

La amortización de los Pagarés del Gobierno se realizará a su vencimiento, para lo cual el Banco Central de Cuba situará los fondos correspondientes, mismos que recibirá del Presupuesto del Estado y que canalizará de la cuenta corriente del Estado, la cual, por Ley le corresponde controlar en su papel de cajero del Estado Cubano.

Para tener idea de lo que representaría la emisión de deuda interna como forma de financiar el déficit del presupuesto cubano se presenta el siguiente ejercicio realizado con base a los siguientes supuestos:

1. Emisión de deuda pública interna para financiar el 100% del déficit del presupuesto en el año 1997 (459 millones de pesos) y el déficit previsto para 1998 (710 millones de pesos)
2. Se consideraron déficits mensuales de igual monto.
3. Se aplica una tasa de descuento sobre los títulos del 10%, equivalente a una tasa de rendimiento de 10.26%.
4. Los títulos se colocan a un plazo de 91 días.
5. Al vencimiento de cada título se realiza una nueva emisión para amortizar la anterior.

¹⁷⁰ Los primeros Cetes emitidos por el Gobierno Mexicano en 1978, tuvieron igualmente un plazo de vencimiento de 91 días.

6. Para calcular los plazos se considera que las emisiones se realizan a mediados de mes.

Teniendo en cuenta las premisas anteriores, al finalizar el año 1998, la deuda pública interna (equivalente al total de títulos gubernamentales emitidos y no amortizados) alcanzaría un monto de 1 281.7 millones de pesos, con un costo financiero (por concepto de servicio de la deuda) para el fisco de 112.7 millones de pesos. Si estimamos que al finalizar el año 1998, la deuda externa cubana rondaría los 10 mil millones de pesos, la relación deuda total a PIB¹⁷¹ sería aproximadamente del 46%, lo cual está por debajo de los estándares internacionales comentados anteriormente.

III.3.2 Instrumentos bancarios

Los activos financieros que podrían emitir las instituciones bancarias cubanas se clasificarían en dos grupos: los emitidos por el Banco Central de Cuba para instrumentar la política monetaria y los emitidos por los bancos comerciales y de inversión para recabar financiamiento.

Teniendo en cuenta la limitante legal para que el Banco Central de Cuba actúe como comprador directo de valores del Estado, no es posible utilizar la compra y venta de títulos del Gobierno, como mecanismo para instrumentar la política monetaria. Es decir, comprar instrumentos gubernamentales cuando se desee inyectar liquidez al sistema y venderlos cuando se desee drenar liquidez del sistema. Sin embargo, el Banco Central de Cuba está encargado de dirigir de forma independiente la aplicación de la política monetaria, para la cual podría emitir un título especial dirigido precisamente a regular la oferta monetaria¹⁷².

El Banco Central de Cuba, según la Ley, está facultado para emitir títulos o valores denominados en moneda nacional o divisas, por lo tanto existe la base legal para la emisión de instrumentos bancarios reguladores de la oferta monetaria.

La emisión de instrumentos de regulación monetaria por el Banco Central de Cuba y la operación con éstos en un mercado abierto podría constituir, conjuntamente con el encaje legal y las operaciones de redescuento, nuevos mecanismos para aplicar una política monetaria más acorde con las transformaciones introducidas en el sistema económico y financiero de Cuba.

Es importante señalar que el Banco Central colocaría sus instrumentos de regulación monetaria o los Pagarés del Gobierno (actuando como agente financiero de éste) entre las instituciones financieras y éstas a su vez colocarían estos activos financieros entre sus clientes¹⁷³.

Los montos de las colocaciones dependerán de las necesidades del Banco Central de retirar circulante, lo cual estará en función de la política monetaria que se adopte, mientras que para facilitar la negociación de los títulos se recomienda cierta estandarización de su valor nominal por lo que éste pudiera ser de 100 unidades monetarias o sus múltiplos.

La presencia en Cuba de una doble circulación monetaria (pesos cubanos y dólares estadounidenses o su equivalente, el peso convertible) aconseja que los instrumentos de

¹⁷¹ Para 1998 el autor estimó un Producto Interno Bruto, a precios corrientes de 24 483 millones de pesos.

¹⁷² El Banco de México utiliza el mecanismo de compra y venta de valores gubernamentales (Cetes) para regular la oferta monetaria, otros bancos centrales como el Banco de España han diseñado tradicionalmente sus propios instrumentos para llevar a cabo esa misión como son los Certificados de Regulación Monetaria o los Certificados del Banco de España.

¹⁷³ Las instituciones financieras cubanas pueden, según la Ley, vender, comprar, custodiar y administrar activos monetarios y otros títulos o valores tanto por su propia cuenta como por cuenta de terceros.

regulación monetaria se emitan en las dos monedas que actualmente circulan: la moneda de curso legal que es el peso cubano y el otro medio de pago que de forma provisional ha emitido el Banco Central, el peso cubano convertible, equivalente al dólar estadounidense.

Para facilitar la operación con los instrumentos de regulación monetaria y teniendo en cuenta el corto plazo de sus vencimientos, es recomendable que los títulos se coloquen a descuento, realizándose el pago de los rendimientos al momento de su venta o vencimiento.

Los plazos de las emisiones se determinarán por el Banco Central, dependiendo de la evolución de los agregados monetarios y la política monetaria que se implemente, pero no deberán exceder de 360 días¹⁷⁴. La amortización de los títulos se honrará por el Banco Central al vencimiento del instrumento.

Los bancos comerciales cubanos también están facultados para emitir valores financieros, por lo que los actuales depósitos a plazo fijo en divisas podrían documentarse como títulos de crédito y ampliarse además al área de depósitos en moneda nacional. Este tipo de instrumento podría llamarse Certificado de Depósito Negociable y se utilizaría para atraer depósitos del público en general, ofreciendo la ventaja de tasas de interés más altas que las que perciben los depósitos en cuentas ordinarias de ahorro y ofreciendo la posibilidad al inversionista de cobrar por anticipado el crédito, mediante la venta del título en el mercado secundario.

Podemos ilustrar lo anterior mediante el siguiente ejemplo:

Las tasas de interés que pagan los bancos cubanos por depósitos a plazo fijo en divisas oscilan entre 4.25% y 5.50% dependiendo del plazo, mientras que el ahorro corriente en divisas devenga un interés anual del 3.50%. Si tomamos los depósitos a plazo fijo a tres meses, la tasa de interés es de 4.60%, equivalente a una tasa anual del 4.68%¹⁷⁵.

Teniendo en cuenta los elementos anteriores, la tasa de interés que podrían pagar los bancos cubanos a las personas físicas o morales que inviertan en Certificados de Depósito Negociables a 90 días debe oscilar entre 3.5% y 4.68%. De esa forma los inversionistas podrán adquirir un instrumento que tendría menor liquidez que las cuentas de ahorro y por lo tanto un rendimiento mayor y al mismo tiempo sería un instrumento más líquido que los depósitos a plazo fijo y consecuentemente devengarían un rendimiento inferior a éstos.

Los Certificados de Depósito Negociables serán menos líquidos que los depósitos en cuentas de ahorro, pues estos últimos están a disposición del ahorrador prácticamente en cualquier momento, mientras que para convertir en dinero los Certificados se deberá esperar algún tiempo, en función de su venta en el mercado secundario. Sin embargo, los Certificados de Depósito Negociables a diferencia de los Depósitos a Plazo Fijo podrán enajenarse antes de su vencimiento, lo que les otorga mayor liquidez que a aquellos.

Los Certificados de Depósito Negociables serían títulos de crédito a través de los cuales los bancos podrían documentar los depósitos a plazo que recibe del público, con la obligación de restituirlos en efectivo en un plazo determinado, más el pago de un interés periódico. Estos instrumentos se emitirían en plazos que pueden variar de un mes a un año, cotizarían a descuento y devengarían una tasa de rendimiento un poco más alta que la tasa de interés aplicada a los depósitos en cuentas de ahorro. El pago de los rendimientos se realizaría al momento del vencimiento o de su venta en los casos en que se enajenara el título antes de su vencimiento. Estos instrumentos podrían emitirse en pesos cubanos o en divisas, dependiendo

¹⁷⁴ Según la Ley, las operaciones de crédito, de acuerdo con su término de vencimiento, se consideran a corto plazo si tienen un vencimiento de hasta un año (360 días).

¹⁷⁵ En el epígrafe III.4.1 se comentan los aspectos relacionados con las tasas equivalentes.

de las necesidades del banco emisor y de la moneda o monedas en que esté autorizado a operar.

Otro instrumento que podrían utilizar los bancos cubanos para allegarse de recursos son las aceptaciones bancarias. Estos instrumentos se documentan como letras de cambio, debidamente garantizadas, giradas por las empresas usuarias del crédito, a su propia orden, las cuales son aceptadas por las instituciones de crédito y posteriormente colocadas entre el público inversionista con lo cual se obtiene el fondeo suficiente para conceder un préstamo a la empresa. Es decir, se estructuran como operaciones de crédito a corto plazo, mediante las cuales la banca está en posibilidad de financiar a las empresas. Los plazos de las aceptaciones bancarias generalmente no exceden de un año y son instrumentos que se colocan a descuento.

Las aceptaciones bancarias generalmente no están sujetas al encaje legal, en el sentido tradicional del mismo, en cuanto a la relación activo/pasivo, únicamente se ponen topes a la capacidad de emisión de las mismas hasta un determinado porcentaje del capital del banco. De esa forma los bancos pueden captar recursos (equivalentes a depósitos) de manera directa para financiar las demandas de crédito de las empresas, aún en los casos en que la capacidad de otorgamiento de crédito esté agotada¹⁷⁶.

Una característica de las posibles aceptaciones bancarias cubanas es que, según la Ley, para que un banco acepte una letra de cambio ésta debe estar debidamente garantizada, mientras que en México por lo general no existe ningún colateral específico relacionado con este tipo de transacciones.

En los Estados Unidos las aceptaciones bancarias son emitidas exclusivamente para financiar operaciones de comercio exterior, típicamente importaciones, aunque las exportaciones también pueden ser objeto de este tipo de financiamiento, en ese caso la operación se documenta mediante una carta de crédito.

La legislación cubana faculta además a las instituciones bancarias para avalar documentos negociables emitidos por personas naturales o jurídicas (siempre que sean efectos debidamente garantizados), por lo tanto sería factible que determinados pagarés emitidos por ciertas empresas sean garantizados mediante avales concedidos por instituciones bancarias y como tal negociados en el mercado monetario.

Los pagarés empresariales con aval bancario, pueden constituir una fuente de financiamiento para las empresas cuando las restricciones crediticias no posibiliten el otorgamiento de un crédito directo por parte del banco. En ese caso la empresa emite el pagaré, el cual una vez avalado por el banco se coloca a descuento entre el público inversionista con una tasa de rendimiento inferior a la que tendría que pagar la empresa si no tuviera la garantía bancaria. Por supuesto, para emitir el aval, el banco realizaría un estudio de crédito, incluyendo el análisis de las garantías que ofrece la empresa, y cobraría una prima que refleje el riesgo que corre el banco de responder con sus propios recursos, ante el tenedor del documento, en el caso de que la empresa no pueda hacer frente a sus obligaciones al vencimiento del título.

Tanto los pagarés empresariales con aval bancario como las aceptaciones bancarias podrán emitirse en pesos cubanos o divisas, dependiendo de la moneda en que opere tanto la empresa emisora del documento como el banco que aporta su garantía.

¹⁷⁶ La capacidad de los bancos para otorgar préstamos a partir de sus depósitos está limitada por el porcentaje de éstos que debe mantener como reserva (encaje legal) en el Banco Central.

III.3.3 Instrumentos empresariales

La emisión de activos financieros del mercado monetario por empresas cubanas estaría sujeta a la modificación de la actual legislación normativa de las relaciones entre las empresas estatales cubanas. Sin embargo, las sociedades anónimas cubanas, como comentaba en el subcapítulo anterior, si están facultadas para emitir pagarés al portador por lo que, aun en las actuales condiciones, es factible la emisión, al menos por las sociedades anónimas, de instrumentos financieros del mercado monetario. Esto, hasta tanto, se modifique legalmente el régimen de operación de las empresas estatales y se adopten prácticas modernas de operación financiera en las empresas, acordes con las grandes transformaciones que se vienen dando en la economía y el sistema financiero cubano para adaptarse a las condiciones de los mercados globalizados.

Los pagarés empresariales se pueden emitir como títulos de crédito por los cuales el emisor promete pagar a los tenedores una cierta cantidad de dinero en la fecha de su vencimiento, la cual no debe exceder de un año¹⁷⁷.

Como documentos de corto plazo, los pagarés empresariales se colocan a descuento y ofrecen un rendimiento¹⁷⁸ al inversionista que debe estar relacionado con el riesgo que éste asume. El riesgo de estos instrumentos es valuado por una empresa Calificadora de Valores, la que considera para su calificación la capacidad de pago y liquidez de la emisora y la garantía o aval que respalde la emisión.

Atendiendo a la moneda en que la empresa realiza sus transacciones, los pagarés empresariales podrán emitirse en pesos cubanos o en divisas.

III.4 Las operaciones del mercado monetario

Antes de comenzar a analizar las principales operaciones que se podrían realizar en un mercado monetario en Cuba, es conveniente precisar algunos cálculos básicos, necesarios para comprender la dinámica de las operaciones en ese mercado.

III.4.1 Algunos cálculos básicos de matemáticas financieras.

Las matemáticas financieras ofrecen los elementos necesarios para trasladar en el tiempo y de manera simbólica las cantidades de dinero que intervienen en cualquier operación de carácter financiero. Para ello es, importante conocer conceptos como el valor del dinero, valor presente, valor futuro y tasa de interés.

El valor del dinero representa el costo por mantener dinero en efectivo. Derivado de ello, el valor presente (VP) se refiere al valor del dinero en el presente y el valor futuro (VF) a la expresión en términos de dinero de recibir o pagar en el futuro, de acuerdo a la tasa de interés¹⁷⁹ que prevalece en el mercado.

¹⁷⁷ Aunque en el caso de papel comercial emitido por empresas mexicanas, los plazos de emisión son generalmente de 91 días.

¹⁷⁸ Normalmente, la tasa de rendimiento se fija de común acuerdo entre la institución financiera colocadora y la empresa.

¹⁷⁹ La tasa de interés se define como el pago por el uso del dinero ajeno, o bien como el beneficio por invertir una cierta cantidad de dinero.

El concepto de interés aparece relacionado con la preferencia que expresan las personas por recibir dinero ahora en lugar de obtenerlo más tarde. Esta preferencia está relacionada con el potencial que tiene el dinero disponible de crecer cuando se invierte en alternativas productivas.

Para que un inversionista acepte recibir una suma de dinero dentro de un periodo, en lugar de recibirla ahora, es preciso entregarle al final de tal periodo una suma superior a la actual. La cantidad adicional que es necesario reconocerle refleja la capacidad que el dinero tiene de crecer en sus manos, que expresado en un porcentaje de la suma inicial, se llama tasa de interés por periodo. Si a una persona le es indiferente recibir una suma de dinero hoy (VP) o otra cantidad (VP + I) dentro de un periodo x, la tasa de interés de ese individuo para el periodo x es:

$$i = \frac{I}{VP}$$

Si realmente a este inversionista le es indiferente recibir una suma (VP) hoy o recibir (VP + I) dentro de un periodo x, tal inversionista debe estar dispuesto a tomar o ceder dinero en préstamo, a una tasa de interés para el periodo x del $(I/VP) \times 100\%$. Esta tasa de interés es conocida como tasa de interés de oportunidad, con el propósito de destacar la idea de que el interés es un concepto relativo a las oportunidades que enfrenta cada persona o entidad.

La tasa de interés del mercado representa el promedio general de las tasas de interés de oportunidad de los individuos y entidades y se puede considerar como el rendimiento que obtiene la mayor parte de los inversionistas, además se relaciona estrechamente con las oportunidades de hacer crecer el dinero, que tienen la mayoría de las personas y entidades.

Cuando a un inversionista le es indiferente entre recibir una cantidad de dinero hoy (VP) o recibir (VP+I) dentro de un periodo x, se puede decir que para ese individuo la cantidad (VP) de hoy es equivalente¹⁸⁰ a (VP+I) dentro de un periodo x, y que su tasa de interés de oportunidad para ese periodo x es igual a $(I/VP) \times 100\%$. Basados en el concepto anterior, es posible desarrollar relaciones matemáticas entre sumas de dinero que se reciben en diferentes momentos, para establecer equivalencias entre ellas.

Una relación de equivalencia fundamental es la que existe entre una suma actual de dinero (VP) y una suma futura (VF).

Si i es la tasa de interés de oportunidad por periodo, expresada como una fracción, para que (VF) pesos recibidos dentro de un periodo sean equivalentes a (VP) pesos recibidos hoy, la cantidad futura debe ser:

$$VF = VP + VP i$$

o lo que es igual;

$$VF = VP (1 + i) \tag{1}$$

donde:

¹⁸⁰ El concepto de equivalencia puede verse además como de indiferencia financiera. Cuando un inversionista considera que le es indiferente recibir una cantidad (VP) hoy o (VP+I) dentro de un periodo x está aseverando implícitamente que él dispone de oportunidades de inversión, que le permiten convertir la cantidad VP de ahora en (VP+I) dentro de un periodo x.

VF = valor futuro
VP = valor presente
 i = tasa de interés

La equivalencia anterior es acertada cuando la tasa de interés se expresa en la misma unidad de tiempo que el período considerado. Por ejemplo, 100 pesos hoy (VP) son equivalentes a 120 pesos (VF) dentro de un año si la tasa de interés es de 20% anual ($120 = 100 [1 + 0.20]$). Sin embargo, cuando el horizonte se amplía a varios períodos (n) y teniendo en cuenta que, generalmente las tasas de interés se refieren a períodos de un año, la fórmula (1) se modifica ligeramente para incluir el interés que se genera durante cada período.

$$VF = VP (1 + i n) \quad (2)$$

donde:

n = número de años del período

De esa forma, los 100 pesos de hoy (VP) son equivalentes a 140 pesos (VF) dentro de dos años, si la tasa de interés se mantiene en 20% anual durante todo el período ($140 = 100 [1 + 2 \times 0.20]$).

No obstante, los períodos a considerar pueden ser diferentes a un año, por lo que una forma fácil de utilizar la fórmula (2) puede ser convertir el plazo o período a una fracción anual. Para ello basta con expresar el plazo deseado en días y dividirlo entre el número de días del año (360)¹⁸¹. De esa forma, la equivalencia (2) adoptaría la forma siguiente:

$$VF = VP (1 + i (d/360)) \quad (3)$$

donde:

d = número de días del período

Si, por ejemplo, los 100 pesos de hoy decidimos invertirlos durante 28 días a una tasa anual del 20%, al finalizar el plazo de vencimiento nuestra inversión de hoy sería equivalente a 101.56 pesos. ($100 [1 + 0.20 \times (28/360)]$).

Hasta aquí hemos considerado un tipo de interés simple, es decir los intereses causados y no retirados, no ganan interés. Sin embargo, muchas veces el tipo de interés que se utiliza para realizar los cálculos en las finanzas es el tipo de interés compuesto, que se aplica cuando los intereses causados y no retirados entran a ganar intereses. El tipo de interés compuesto se presenta cuando existe capitalización de intereses, es decir, cuando los intereses se acumulan al capital invertido.

Para ilustrar el concepto anterior y partiendo de la fórmula (1), si el horizonte se amplía a dos períodos, la cantidad (VP) de hoy equivale a $VP(1+i)$ dentro de un período 1, lo que representa para el día de hoy el valor futuro (VF) de (VP) al finalizar el período 1, llamemos (VF₁) a esa cantidad futura. A su vez, consideremos que, lo que hoy representa un valor futuro (VF₁) al finalizar el período 1 será el valor presente (VP₁) en ese momento, el cual equivaldrá dentro de un segundo período a $VP_1(1+i)$. Reemplazando el valor de (VP₁), podemos establecer fácilmente que (VP) de hoy equivale dentro de dos períodos a $VP (1+i)(1+i)$, o lo que es igual

¹⁸¹ A pesar de que es conocido que el año tiene 365 días o 366 si corresponde a año bisiesto, por consenso generalmente se aplican en los cálculos financieros períodos anuales de 360 días.

$VP(1+i)^2$. Dicho en otras palabras, el valor futuro (VF) de un valor actual (VP) dentro de dos periodos es igual a $VP(1+i)^2$.

Apoyándonos en el raciocinio anterior y utilizando un procedimiento de inducción matemática, podemos determinar que una suma VP actual equivale a una suma VF dentro de n periodos¹⁸², siempre y cuando se cumpla que:

$$VF = VP(1+i)^n \quad (4)$$

En ocasiones, el interés se estipula en plazos distintos a los anuales, por ejemplo, una tasa del 12% con capitalización semestral. Esto significa que el interés se va reconociendo en periodos menores a un año (cada seis meses en este caso), por lo tanto es necesario adecuar la fórmula (4), para reflejar el interés compuesto con capitalización menor a un año. Para ello basta con dividir la tasa de interés (i) por la frecuencia de capitalización (m) y multiplicar el periodo (n) por esta misma frecuencia de capitalización (m)¹⁸³. De esa forma la equivalencia (3) utilizada para tasas de interés compuestas adoptaría la forma siguiente para ser utilizada cuando el interés se reconoce en periodos menores a un año.

$$VF = VP(1+i/m)^{nm} \quad (5)$$

donde:

m = frecuencia de capitalización

Los comentarios realizados en relación a la fórmula (3) son aplicables igualmente para el caso de cálculos de interés compuesto. Por lo tanto, la fórmula (5) puede adoptar la forma siguiente en los casos que el periodo de vencimiento (n) sea diferente al anual.

$$VF = VP(1+i/m)^{dm/360} \quad (6)$$

Consideremos el ejemplo de una inversión de 100 pesos en un instrumento con un plazo de vencimiento de 91 días que otorga una tasa de interés de 20% anual, la cual se capitaliza semanalmente. En este caso nuestra inversión inicial de 100 pesos será equivalente a 105.18 pesos dentro de 91 días ($105.18 = 100 [1 + 0.20/52]^{(91)(52)/360}$).

Por otra parte, la frecuencia de capitalización (m) se puede considerar, asimismo, como la relación entre el número de días en el año (360) y el plazo de capitalización (c), que para el ejemplo anterior es de una semana (7 días), el resultado es de 52 semanas al año consideradas en el cálculo. Sin embargo, se puede sustituir directamente la relación señalada en la fórmula, obteniéndose el resultado siguiente:

si:

$$m = 360/c$$

donde:

c = plazo de capitalización en días

¹⁸² Teniendo en cuenta que la tasa de interés generalmente corresponde a periodos de un año, n en este caso representa el número de años.

¹⁸³ La frecuencia de capitalización se puede entender como el número de veces que se capitalizaron los intereses en el año.

entonces, sustituyendo en la fórmula (6);

$$VF = VP \left(1 + \frac{c}{360} \right)^{(d/360)(360/c)}$$

simplificando;

$$VF = VP \left(1 + \frac{c}{360} \right)^{(d/c)} \tag{6.1}$$

Considerando los datos del ejemplo anterior:

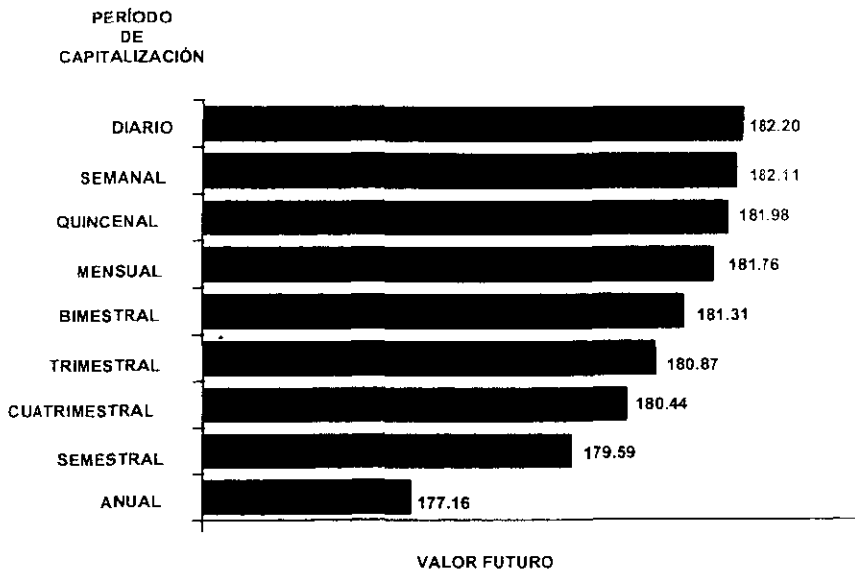
$$VF = 100 \left(1 + \frac{0.20}{360/7} \right)^{(91/7)}$$

$$VF = 105.18 \text{ pesos}$$

El período de capitalización tiene una gran importancia para realizar cualquier evaluación financiera, pues mientras más seguido se reconozca el interés (es decir menor período de capitalización) mayor será el rendimiento sobre la inversión, en virtud de que los intereses se agregan al capital con mayor frecuencia.

Lo anterior se muestra en la figura No.11, en el cual se compara el valor futuro (VF) de 100 pesos invertidos el día de hoy por un período de 6 años, con una tasa del 10% anual (interés compuesto) y diferentes períodos de capitalización.

Figura No.11: Comparación del valor futuro de una inversión con diferentes períodos de capitalización.



Para facilitar la toma de decisiones en instrumentos que tienen diferentes períodos de capitalización se utiliza el concepto de tasa de interés equivalente, que es aquella tasa que

partiendo de diferentes periodos de capitalización produce el mismo interés en igual plazo. Sobre la base de esta definición y de la equivalencia (6.1) podemos determinar la fórmula para calcular la tasa equivalente.

Consideremos una inversión 1, con una tasa de interés i_1 , un plazo de vencimiento de d_1 , y un plazo de capitalización de c_1 , necesitamos conocer cual sería la tasa equivalente (i_e) para que una inversión 2 produzca el mismo interés en el mismo plazo de vencimiento (d_2) que la inversión 1, pero con un plazo de capitalización (c_2) diferente. En ambos casos partimos del supuesto que el valor presente (VP) es el mismo y que debemos llegar a igual valor futuro (VF) para que el interés ($I = VF - VP$) sea igual para cualquiera de las dos inversiones. Teniendo en cuenta lo anterior podemos establecer la siguiente equivalencia a partir de la ecuación (6.1):

$$VF_1 = VP_1 \left(1 + \frac{i_1}{360/c_1} \right)^{(d_1/c_1)} = VF_2 = VP_2 \left(1 + \frac{i_e}{360/c_2} \right)^{(d_2/c_2)}$$

donde:

$$\begin{aligned} VF_1 &= VF_2 \\ VP_1 &= VP_2 \\ d_1 &= d_2 \end{aligned}$$

Por lo tanto, podemos simplificar la equivalencia como sigue:

$$\begin{aligned} \left(1 + \frac{i_e}{360/c_2} \right)^{(d_2/c_2)} &= \left(1 + \frac{i_1}{360/c_1} \right)^{(d_1/c_1)} \\ \left(1 + \frac{i_e}{360/c_2} \right) &= \left(1 + \frac{i_1}{360/c_1} \right)^{(d_1/c_1)(c_2/d_2)} \end{aligned}$$

Como $d_1 = d_2$, entonces:

$$\left(1 + \frac{i_e}{360/c_2} \right) = \left(1 + \frac{i_1}{360/c_1} \right)^{(c_2/c_1)}$$

Concluyendo, que:

$$i_e = \left(\left(1 + \frac{i_1 (c_1/360)}{360/c_1} \right)^{(c_2/c_1)} - 1 \right) (360/c_2) \quad (7)$$

Aplicando la fórmula (7), una tasa de interés anual del 20%, capitalizable cada 28 días es equivalente a una tasa del 20.35% capitalizable cada 91 días.

$$\begin{aligned} i_e &= \left(\left(1 + 0.20(28/360) \right)^{(91/28)} - 1 \right) (360/91) \\ i_e &= 0.2035 \text{ ó } 20.35\% \end{aligned}$$

Para comprobar lo anterior, apliquemos la fórmula (6.1), partiendo de un valor presente de 1000 pesos y un plazo de 180 días para las dos inversiones:

$$VF_1 = 1000 \left(1 + \frac{0.20}{360/28} \right)^{(180/28)} = 1104.32 \text{ pesos}$$

$$VF_2 = 1000 \left(1 + \frac{0.2035}{360/91} \right)^{(180/91)} = 1104.32 \text{ pesos}$$

Teniendo en cuenta que en ambos casos partimos de un mismo valor presente y llegamos a igual valor futuro (por lo que el interés será el mismo para ambas inversiones), podemos concluir que las tasas de interés utilizadas ($i_1 = 20\%$ capitalizable cada 28 días y $i_2 = 20.35\%$ capitalizable cada 91 días) son equivalentes entre sí.

El cálculo de las tasas equivalentes es de gran ayuda para comparar diferentes alternativas de inversión, por ejemplo, podemos analizar las tasas de interés que pagan los bancos cubanos por los depósitos a plazo fijo en moneda libremente convertible.

	Plazo en días				
	30	90	180	270	360
Tasa de interés nominal (%)	4.2500	4.6000	5.0000	5.2500	5.5000
Tasa de interés anual equivalente(%)	4.3338	4.6800	5.0625	5.2842	5.5000
Diferencia entre la tasa de interés nominal anual y la tasa de interés anual equivalente	1.1662	0.8200	0.4375	0.2158	0.0000

La diferencia entre la tasa de interés nominal para un período de capitalización dado y la tasa de interés anual equivalente a ese período se puede considerar como el premio que paga el banco a los inversionistas para que inviertan en plazos más largos. Por ejemplo, la tasa de interés anual equivalente a una tasa de interés de 4.25% con capitalización mensual es de 4.3338%. Esto significa que si se invierten 1000 dólares durante 360 días a un plazo fijo de 30 días con capitalización mensual de intereses, una vez transcurrido el plazo de 360 días, el monto inicial habrá aumentado a 1043.34 dólares, lo que representa una tasa anual equivalente de 4.3338%. Sin embargo, si la misma cantidad inicial de 1000 dólares la invertimos desde el inicio a un plazo fijo de 360 días, al finalizar el período el monto será de 1055.00 dólares, lo cual representa un premio de 11.66 dólares (1055.00 - 1043.34) por colocar los ahorros a plazos más largos.

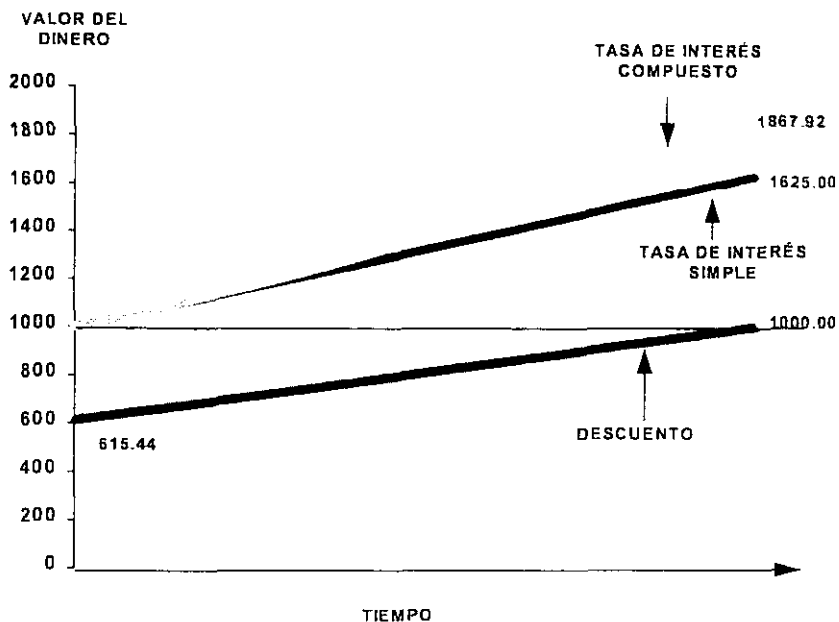
De esta forma, el cálculo de las tasas de interés equivalentes es una útil herramienta para el análisis de la estructura de plazos de las tasas de interés nominales.

Además de las formas simple y compuesta, comentadas anteriormente, que puede tener una tasa de interés, en ocasiones se puede utilizar el descuento, que es el proceso inverso a la composición. Si generalmente utilizamos las tasas de interés simple y compuesta para determinar el valor futuro a partir de un valor presente, con el descuento hacemos el proceso inverso, es decir, partimos de un valor futuro para determinar el valor presente.

La figura No.12 muestra la evolución del valor del dinero, siguiendo las diferentes formas que puede adoptar la tasa de interés: simple, compuesta o descuento. Utilizamos el ejemplo de una inversión de 1000 pesos a un plazo de 1125 días y una tasa de rendimiento (interés) anual del 20%¹⁸⁴, considerando además para el cálculo del interés compuesto una capitalización diaria

¹⁸⁴ Dado el plazo de vencimiento de la inversión, para el cálculo del descuento se aplicó una tasa de 12.306% anual, que es la tasa que permite un rendimiento sobre la inversión del 20%. La relación entre estas dos tasas se verá más adelante.

Figura No.12: Evolución del valor del dinero aplicando tasas de interés simple, compuesta o descuento



Como se puede apreciar en la figura anterior, la evolución del valor del dinero en el tiempo es paralela siguiendo los métodos de tasas de interés simple o el descuento. Esto se confirma comparando la relación entre el valor del dinero por los dos métodos anteriormente señalados, la cual en cualquier momento de la curva se mantiene inalterable (0.6154). De lo anterior podemos concluir que el método del descuento es una forma especial que adopta el interés simple, según la cual se parte de un valor futuro para determinar un valor actual.

Una vez precisados algunos conceptos básicos de las matemáticas financieras podemos pasar a analizar las operaciones fundamentales de un futuro mercado monetario en Cuba.

III.4.2 Determinación del precio de los instrumentos que cotizan a descuento. Relaciones fundamentales entre las variables que intervienen en el precio.

Como se comentó en el subcapítulo anterior, todos los instrumentos propuestos para operar en Cuba cotizarían a descuento, por lo tanto debe quedar clara la relación entre el valor nominal del instrumento, su precio, su tasa de descuento y su tasa de rendimiento.

La característica más importante de los instrumentos financieros que cotizan a descuento es que el rendimiento que ofrecen está implícito en el diferencial que existe entre el precio de compra (valor presente) y su valor nominal o de vencimiento (valor futuro). El valor nominal se conoce, mientras que el precio de adquisición depende directamente de la tasa de descuento que se negocie.

El rendimiento implícito (ganancia de capital) es el diferencial entre el valor nominal y el precio $(VN_{\text{título}} - P_{\text{título}})^{185}$. Relacionando este diferencial ya sea con el valor nominal o el precio es fácil obtener la tasa de descuento o la tasa de rendimiento.

La tasa de descuento representa la relación entre la ganancia de capital que ofrece un instrumento y su valor nominal, expresada en términos anuales y es la tasa que se utiliza para determinar el precio o valor presente del título. En ningún caso se debe confundir con la tasa de rendimiento que se calcula como la relación entre la ganancia de capital y el precio del instrumento¹⁸⁶ y es la tasa que utilizan los inversionistas para comparar el rendimiento de los títulos con otras alternativas de inversión.

$$TD_{\text{título}} = \frac{(VN_{\text{título}} - P_{\text{título}})(360/d)}{VN_{\text{título}}} \quad (8)$$

$$TR_{\text{título}} = \frac{(VN_{\text{título}} - P_{\text{título}})(360/d)}{P_{\text{título}}} \quad (9)$$

donde:

- TD_{título} = tasa de descuento
- TR_{título} = tasa de rendimiento
- P_{título} = precio de compra
- VN_{título} = valor nominal
- d = número de días hasta el vencimiento (plazo)

La tasa de rendimiento es posible analizarla como la tasa de interés que paga el instrumento, por lo tanto si despejamos la ecuación (3) en busca de (i) y consideramos al precio como valor presente y al valor nominal como valor futuro obtenemos la fórmula (9)

Teniendo en cuenta, que tanto la ecuación (8) como la (9) tienen igual numerador $(VN_{\text{título}} - P_{\text{título}})(360/d)$, es fácil interrelacionarlas y convertir la tasa de descuento a tasa de rendimiento y viceversa.

$$\frac{(VN_{\text{título}} - P_{\text{título}})(360/n)}{(VN_{\text{título}} - P_{\text{título}})(360/n)} = \frac{(TD_{\text{título}})(VN_{\text{título}})}{(TR_{\text{título}})(P_{\text{título}})}$$

Por lo tanto:

$$(TD_{\text{título}})(VN_{\text{título}}) = (TR_{\text{título}})(P_{\text{título}})$$

De donde obtenemos que:

$$TD_{\text{título}} = \frac{(TR_{\text{título}})(P_{\text{título}})}{VN_{\text{título}}} \quad (10)$$

$$TR_{\text{título}} = \frac{(TD_{\text{título}})(VN_{\text{título}})}{P_{\text{título}}} \quad (11)$$

¹⁸⁵ En otras palabras, la diferencia entre valor futuro y valor presente
¹⁸⁶ Considerando que la tasa de rendimiento generalmente se calcula como la relación entre el beneficio y la inversión, para calcular el rendimiento de los instrumentos que cotizan a descuento es necesario dividir el beneficio (ganancia de capital) entre la inversión que hace el inversionista o comprador del instrumento (Precio de compra).

La fórmula anterior (11) nos permite afirmar que existe una relación inversa entre precio y rendimiento, es decir, a mayor rendimiento menor precio del título. Un incremento en las tasas de mercado, repercute en una disminución en los precios de los títulos con la consecuente minusvalía para el tenedor.

El precio del título se determina a partir de su valor nominal y de su tasa de descuento de la siguiente forma¹⁸⁷:

$$P_{\text{título}} = VN_{\text{título}} - \left[\frac{(VN_{\text{título}})(TD_{\text{título}})(d)}{360} \right] \quad (12)$$

La ecuación anterior también puede expresarse de la forma siguiente:

$$P_{\text{título}} = VN_{\text{título}} \left[1 - \frac{(TD_{\text{título}})(d)}{360} \right] \quad (13)$$

Sustituyendo el precio del título ($P_{\text{título}}$), determinado según la fórmula (13), en las ecuaciones 10 y 11, obtenemos una nueva forma de convertir la tasa de descuento a tasa de rendimiento y viceversa.

$$TD_{\text{título}} = \frac{(TR_{\text{título}})}{1 + (TR_{\text{título}})(d/360)} \quad (14)$$

$$TR_{\text{título}} = \frac{(TD_{\text{título}})}{1 - (TD_{\text{título}})(d/360)} \quad (15)$$

Tomando como ejemplo un instrumento con vencimiento a 28 días, tasa de descuento anual del 15% y valor nominal de 100 pesos, su precio de compra, aplicando la fórmula (13), sería el siguiente:

$$P_{\text{título}} = 100 \left[1 - \frac{(0.15)(28)}{360} \right]$$

$$P_{\text{título}} = 98.8333 \text{ pesos}$$

La ganancia (de capital) de la inversión, como comentaba anteriormente, es equivalente a la diferencia entre el precio de la inversión ($P_{\text{título}}$) y su valor nominal ($VN_{\text{título}}$), medida en este caso por el descuento ($D_{\text{título}}$):

$$D_{\text{título}} = VN_{\text{título}} - P_{\text{título}}$$

Siguiendo los datos del ejemplo anterior:

$$D_{\text{título}} = 100 - 98.8333$$

$$D_{\text{título}} = 1.1667$$

¹⁸⁷ La cual no es más que un despeje de la ecuación (8).

Para expresar esta ganancia de capital o descuento como una tasa de rendimiento anual ($TR_{\text{título}}$) se puede utilizar la ecuación (9):

$$TR_{\text{título}} = (D_{\text{título}} / P_{\text{título}}) (360 / d)$$

Refiriéndose al ejemplo anterior se tiene:

$$TR_{\text{título}} = \frac{(1.1667)}{98.8333} \frac{(360)}{28}$$

$$TR_{\text{título}} = 0.1518 \text{ ó } 15.18\%$$

Igual resultado se obtiene aplicando la fórmulas (11) y (15):

$$TR_{\text{título}} = \frac{(0.15)(100)}{98.8333} = 0.1518$$

$$TR_{\text{título}} = \frac{(0.15)}{1 - (0.15)(28/360)} = 0.1518$$

El rendimiento calculado anteriormente corresponde a un tipo de rendimiento bruto, ya que adicionalmente, el rendimiento se puede ver afectado por el pago de comisiones y de impuestos. Generalmente, para el caso se instrumentos del mercado monetario, no se cobra ninguna comisión al inversionista, mientras que el pago de impuestos sólo se incluirá cuando haya retención de los mismos por parte del vendedor del instrumento, lo cual repercutirá directamente en el rendimiento del inversionista. De esa forma a la tasa de rendimiento bruta le restamos la tasa de impuestos para obtener el rendimiento neto. Por ejemplo, una tasa de rendimiento bruta de 15.18% a la cual le consideremos una retención del 1.4% (impuesto) implicará una tasa de rendimiento neta de 13.78% ($0.1518 - 0.014$)

Adecuando ligeramente la ecuación (13), podemos determinar la cantidad a comprar (a valor nominal) cuando deseamos invertir una cierta cantidad de dinero a valor real (VR)¹⁹⁸. Supongamos que se desean invertir 500 mil pesos en instrumentos con las mismas características del ejemplo anterior ($d=28$, $TD_{\text{título}} = 0.15$ y $VN = 100$).

$$VN = \frac{VR}{[1 - (TD_{\text{título}}) (d / 360)]}$$

$$VN = \frac{500.000}{[1 - (0.15) (28 / 360)]}$$

$$VN = 505.902.19 \text{ pesos}$$

Se debe hacer un ajuste por redondeo, ya que no se pueden negociar cantidades inferiores al valor nominal de 100 pesos, por lo que redondeamos el valor nominal a múltiplos de cien, es decir, compraremos 505 900 pesos a valor nominal, por lo que de los 500 mil originales sobrará una mínima cantidad no invertida, de tal forma que el importe de la operación será de:

$$VR = VN [1 - (TD_{\text{título}}) (d / 360)]$$

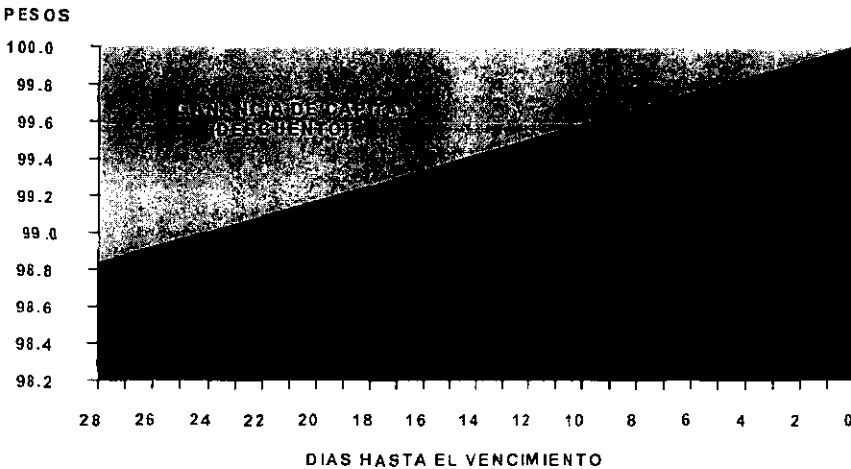
¹⁹⁸ El valor real está directamente relacionado con el precio de cada uno de los títulos, es el importe total a liquidar en una operación sin importar el valor nominal o de vencimiento.

$$VR = 505\,900 [1 - (0.15) (28 / 360)]$$

$$VR = 499\,997.83 \text{ pesos}$$

La relación entre el descuento y el plazo es inversa, es decir, en la medida en que el vencimiento del título se acerca, disminuye su ganancia de capital (ver figura No.13). En otras palabras, en la medida que transcurre el tiempo, el precio del instrumento aumenta, acercándose cada vez más al valor nominal, hasta que al momento del vencimiento el precio y el valor nominal se igualan y el descuento es igual a cero.

Figura No.13: Relación entre el precio y la ganancia de capital de un instrumento con valor nominal de 100 pesos, emitido a 28 días con una tasa de descuento del 15%.



Esta relación entre el precio y el vencimiento facilita la compra-venta de títulos del mercado monetario, por cuanto la ganancia de capital o beneficio puede hacerse efectiva inmediatamente, al momento en que el tenedor de un título realice su venta a otro inversionista antes del vencimiento del instrumento.

III.4.3 La venta de un instrumento antes de su vencimiento.

El ejemplo, hasta ahora comentado, corresponde al cálculo del precio, descuento y tasa de rendimiento de un instrumento negociado en el mercado primario, es decir, calculamos el precio de compra para el inversionista, considerando la tenencia del instrumento hasta el vencimiento de su plazo de amortización.

Sin embargo, muchas veces los instrumentos del mercado monetario se venden antes de su vencimiento (en el mercado secundario). Cuando esto ocurre, para determinar el precio de venta se aplica la misma fórmula utilizada para calcular el precio de compra (fórmulas 12 ó 13), considerando especialmente que en este caso el número de días hasta el vencimiento (plazo) no coincide con el plazo de vencimiento del instrumento, al cual hay que disminuirle el número de

días transcurridos desde la emisión del título. Posteriormente, para calcular el rendimiento percibido durante el plazo de tenencia del instrumento, se sustituye el valor nominal en la fórmula (9) por el precio de venta.

Considerando los mismos datos del ejemplo anterior. Después de retener el título 10 días (con un vencimiento ahora de 18 días, o sea 28 menos 10), se vende a la misma tasa de descuento (15%):

$$P_{\text{venta del título}} = 100 - \left[(100) (0.15) \left(\frac{18}{360} \right) \right]$$

$$P_{\text{venta del título}} = 99.2500 \text{ pesos}$$

La ganancia de capital, considerada en este caso como la diferencia entre el precio de compra y venta sería:

$$D_{\text{título}} = P_{\text{venta del título}} - P_{\text{compra del título}}$$

$$D_{\text{título}} = 99.2500 - 98.8333$$

$$D_{\text{título}} = 0.4167 \text{ pesos}$$

Por lo tanto, la tasa de rendimiento es igual a:

$$TR_{\text{título}} = \left(\frac{D_{\text{título}}}{P_{\text{compra}}} \right) \left(\frac{360}{d} \right)$$

$$TR_{\text{título}} = \left(\frac{0.4167}{98.8333} \right) \left(\frac{360}{10} \right)$$

$$TR_{\text{título}} = 0.1518$$

Es importante tener en cuenta que en este caso, el rendimiento se calcula desde la óptica del vendedor del título¹⁸⁹, por lo tanto el plazo (d) se refiere al tiempo que el vendedor tuvo posesión del instrumento, es decir el tiempo transcurrido desde el momento de la compra hasta el momento de la venta (para el ejemplo que nos ocupa este lapso de tiempo es equivalente a 10 días).

En este ejemplo, dado que la tasa de descuento de compra fue la misma que la tasa de descuento de venta, es natural que las tasas de rendimiento tanto de compra como de venta sean iguales para el vendedor del título.

Por lo tanto, para el vendedor del título, la tasa de rendimiento será igual, independientemente del momento en que realice la venta (considerando que se mantenga la misma tasa de descuento que la aplicada a la emisión del instrumento).

Sin embargo, para el comprador la situación es diferente, pues en la medida en que el plazo de vencimiento se acerca disminuye la tasa de rendimiento del título, en relación a la que tenía en el momento de la emisión. Por lo tanto, para el inversionista que compró el título 10 días después de ser emitido, la tasa de rendimiento será igual a:

¹⁸⁹ Para el caso aquí analizado me refiero al vendedor como al inversionista que adquirió el título en el momento de su emisión, es decir, en el mercado primario y posteriormente decide venderlo en el mercado secundario.

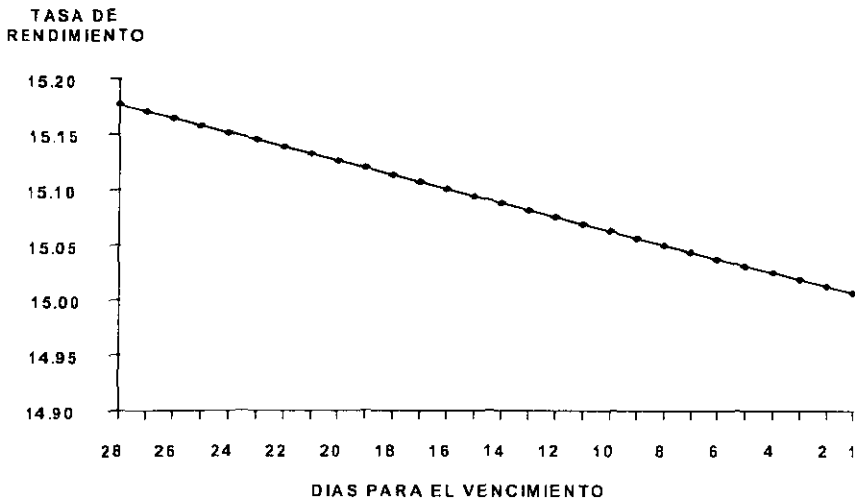
$$TR_{\text{título}} = \frac{(VN_{\text{título}} - P_{\text{título}})(360/d)}{P_{\text{título}}}$$

$$TR_{\text{comprador}} = \frac{(100 - 99.25)(360/18)}{99.25}$$

$$TR_{\text{comprador}} = 0.1511$$

Para ilustrar la afirmación anterior, podemos expresar gráficamente (ver figura No.14) el comportamiento que tiene la tasa de rendimiento para un comprador de un título en el mercado secundario, que fue emitido a 28 días, con una tasa de descuento del 15%, a medida que se acerca el plazo de vencimiento del instrumento.

Figura No.14: Comportamiento de la tasa de rendimiento para el comprador de un título en el mercado secundario



Para entender el motivo por el cual el comportamiento de la tasa de rendimiento es diferente para el vendedor y el comprador de un instrumento en el mercado secundario, es conveniente comparar la evolución gráfica de los beneficios (ganancias de capital) tanto para el vendedor como para el comprador en la medida que se acerca el plazo de vencimiento del título.

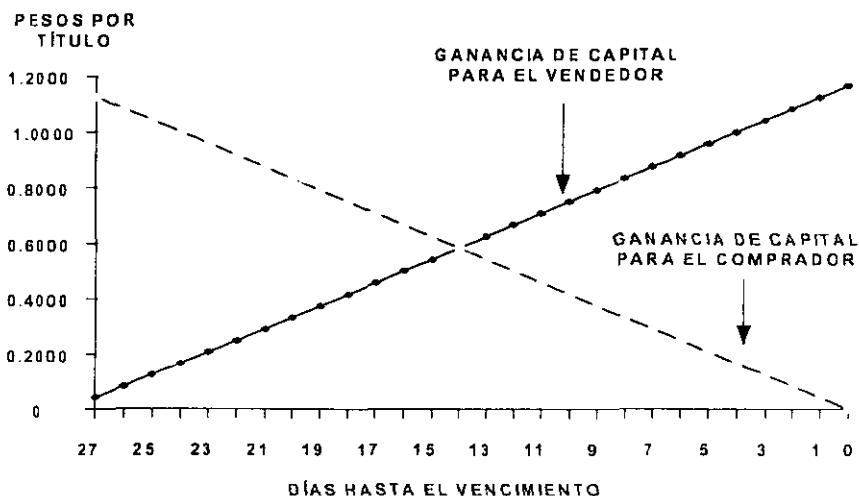
El análisis de la figura No.14 está relacionado con la No.13. Según pasa el tiempo, el precio del título va reconociendo el interés diario que paga el instrumento, por lo tanto en la medida en que el precio sea más alto y teniendo en cuenta que la inversión inicial se mantiene constante, la ganancia de capital aumenta diariamente.

Teniendo en cuenta lo anterior y como la tasa de rendimiento se determina sobre la base de los días de tenencia del instrumento, a medida que aumentan los días crece proporcionalmente el monto de ganancia de capital, por lo tanto, el efecto sobre la tasa de rendimiento es nulo. Es por ello, que en cualquier momento que el inversionista venda su título (siempre que se cotice a la misma tasa de descuento en que se emitió) obtendrá la misma tasa

de rendimiento que la correspondiente al momento en que adquirió el instrumento en el mercado primario.

La situación para el comprador del título es inversa, pues según se acerca la fecha de vencimiento del instrumento, su precio es mayor y por lo tanto la ganancia de capital disminuye día con día, considerando que mantenga el título hasta su amortización en la fecha de vencimiento, la tasa de rendimiento reflejará diariamente la disminución de la ganancia de capital a medida que se acerca la fecha de vencimiento (ver figura No.15).

Figura No.15: Ganancias de capital para el comprador y vendedor de un título en el mercado secundario, que fue emitido a 28 días con una tasa de descuento del 15%.



En resumen, el tenedor de un título obtendrá la misma tasa de rendimiento independientemente de que espere al vencimiento del plazo de amortización o lo venda antes en el mercado secundario, el comprador de un título en el mercado secundario obtendrá una tasa de rendimiento mayor mientras más alejado esté el vencimiento del instrumento¹⁹⁰.

Los elementos hasta aquí comentados se basan en el supuesto de que la tasa de descuento se mantiene sin cambios durante toda la vida del título, sin embargo, es común que los niveles generales de tasas de interés varíen, por lo tanto la tasa de descuento de venta puede ser diferente a la tasa de descuento de compra. Por ejemplo, si la tasa de descuento de venta es menor que la tasa de descuento de compra (o sea el nivel de general de tasas de interés ha bajado), el inversionista recibe una tasa de rendimiento mayor de lo pactado. Continuando con nuestro ejemplo, con una tasa de descuento menor a la empleada en el momento de la emisión (supongamos 12%), el precio de venta sería:

$$P_{\text{venta del título}} = 100 - \frac{(100)(0.12)(18)}{360}$$

¹⁹⁰ Siempre considerando que la tasa de descuento es la misma.

$$P_{\text{venta del título}} = 99.4000 \text{ pesos}$$

Esto nos da una ganancia de capital de:

$$D_{\text{título}} = 99.4000 - 98.8333$$

$$D_{\text{título}} = 0.5667 \text{ pesos}$$

Por lo tanto, la tasa de rendimiento es igual a:

$$TR_{\text{título}} = \frac{(0.5667)}{98.8333} \left(\frac{360}{10} \right)$$

$$TR_{\text{título}} = 0.2064$$

Con una tasa de descuento mayor (por ejemplo 20%), el precio de venta sería:

$$P_{\text{venta del título}} = 100 - [(100) (0.20) \left(\frac{18}{360} \right)]$$

$$P_{\text{venta del título}} = 99.0000 \text{ pesos}$$

Esto nos da una ganancia de capital de:

$$D_{\text{título}} = 99.0000 - 98.8333$$

$$D_{\text{título}} = 0.1667 \text{ pesos}$$

La cual representa una tasa de rendimiento igual a:

$$TR_{\text{título}} = \frac{(0.1667)}{98.8333} \left(\frac{360}{10} \right)$$

$$TR_{\text{título}} = 0.0607$$

III.4.4 El fondeo de las posiciones de riesgo de las instituciones financieras mediante los acuerdos de recompra.

Cuando un intermediario financiero compra un instrumento del mercado monetario, toma el riesgo derivado de la colocación del instrumento en el mercado, sin embargo, aunque toma el riesgo, en ningún momento llega a comprar el título con recursos propios. El intermediario adquiere un compromiso con la entidad que le vendió el instrumento financiero, pero los recursos con los cuales se paga este compromiso son de la clientela a la cual se le revendió el título.

Cuando una institución financiera compra títulos gubernamentales a un agente colocador (Banco Central) a 28 días y el mismo día que los compró, los vende a clientes también a 28 días, estamos frente a un simple acto de intermediación financiera, pero cuando las condiciones del mercado imposibilitan a la institución financiera vender los títulos a 28 días, ésta tendrá forzosamente que venderlos a cualquier plazo menor a 28 días, para poder pagarle al Banco Central por la compra original de los títulos. Otra alternativa sería pedir un préstamo a un día y pagar el interés correspondiente, al día siguiente la institución financiera tendrá que vender los títulos a 27 días o volver a pedir prestado para pagarle al prestamista que le prestó su dinero por

un día. Esta actividad que conlleva un riesgo se llama fondeo, que quiere decir hacerse de fondos a corto plazo de la clientela para liquidar la posición de riesgo.

El fondeo de la posición de riesgo se lleva a cabo a través de los acuerdos de recompra de instrumentos del mercado monetario, conocidos en México como reportos. En esta operación una institución financiera pacta con el inversionista venderle en el presente un instrumento en un plazo determinado, pactando simultáneamente su recompra a un plazo predeterminado, garantizándole un rendimiento durante el plazo convenido. En otras palabras, la institución financiera cede títulos de crédito en garantía al inversionista, el cual se compromete a devolver títulos de la misma especie y cantidad dentro de un plazo previamente determinado, a cambio de recibir el principal del dinero más un premio previamente especificado también.

La ventaja que este tipo de operaciones tiene para el inversionista es que amplía el rango de plazos disponibles, en el caso que no haya en el mercado instrumentos con el vencimiento requerido. Para la institución financiera estas operaciones, además de constituir una fuente de fondeo de su posición de riesgo, implican la posibilidad de ganancia si el rendimiento que se pacta con el inversionista es menor al rendimiento al que se compró el instrumento.

Al hablar sobre los acuerdos de recompra de instrumentos del mercado monetario se introducen dos nuevos conceptos: los días plazo y la tasa premio. En esencia, estos dos conceptos representan lo mismo que los días a vencimiento y la tasa de rendimiento, comentados en el epígrafe anterior, debido a que tanto los días plazo como los días a vencimiento indican el período de tiempo que dura una inversión, mientras que la tasa premio y la tasa de rendimiento representan la relación entre la ganancia y el principal de una inversión expresada como un porcentaje anualizado. Sin embargo, mientras la tasa de rendimiento y los días a vencimiento nos indican la inversión en un instrumento hasta su fecha de amortización, la tasa premio y los días plazo nos indican una inversión temporal o parcial, con respecto a la vida total del título.

Quando una institución financiera necesita fondear su posición de riesgo a un plazo menor del plazo que tiene la emisión que compró, utiliza, como ya hemos comentado, un acuerdo de recompra, pero primero necesita saber su punto de equilibrio, con el fin de determinar la tasa de rendimiento a la cual se puede vender el título sin sufrir pérdidas. Para ello, se utiliza la fórmula de la tasa equivalente (fórmula 7) analizada previamente.

Sólo es necesario precisar que para el caso de instrumentos del mercado monetario, podemos identificar el plazo de vencimiento con el período de capitalización, por lo tanto $d = c$. Asimismo, para expresar los beneficios sobre la inversión se utiliza el término rendimiento en lugar de interés. Por lo tanto, para mayor facilidad de comprensión se sustituye i por $TR_{\text{título}}$, C_1 por d y C_2 por d_e .

$$TR_e = \left(\left(1 + \left(TR_{\text{título}} \times \frac{d}{360} \right)^{360/d} - 1 \right) \times \frac{360}{d_e} \right)$$

donde:

- TR_e = tasa de rendimiento anualizado al plazo equivalente
- $TR_{\text{título}}$ = tasa de rendimiento anualizado original
- d = plazo a vencimiento original (pactado por la institución financiera)
- d_e = plazo equivalente que se quiere calcular (plazo pactado por el cliente) ó días plazo.

Continuando con nuestro ejemplo de un instrumento financiero con vencimiento a 28 días, tasa de descuento anual del 15% y por lo tanto un 15.18% de tasa de rendimiento. Al tratar de vender el título a sus 28 días de vencimiento, el intermediario financiero no encuentra comprador pero sí a 7 días, por lo que la institución financiera necesita saber su punto de equilibrio para cerrar un acuerdo de recompra a 7 días.

$$TR = \left(\left(1 + \left(\frac{.1518 \cdot 28}{360} \right) \right)^{7/28} - 1 \right) \cdot \frac{360}{7}$$

$$TRe = 15.11\%$$

De esta forma, la institución financiera ganará el 15.11% de rendimiento los 7 primeros días de la emisión, intrínsecamente por el sólo hecho de poseer el título, es decir, el instrumento financiero rendirá el 15.11% a cargo del agente colocador (Banco Central) durante esos siete días, por lo que si la institución financiera paga una tasa menor al 15.11% al posible comprador, la institución financiera ganará un diferencial, si la institución financiera paga más del 15.11% perderá un diferencial, aún si la institución financiera paga exactamente el 15.11% perderá los costos fijos de las operaciones.

Suponiendo que la institución financiera cierre con el cliente en cuestión al 15.05% de tasa de premio y siete días de plazo.

Para ejecutar el acuerdo de recompra, la operación consta de dos etapas: la liquidación de inicio y la liquidación al vencimiento.

La liquidación al inicio implica la venta del título al cliente con las características con las cuales la institución financiera compró originalmente, es decir,

Tasa de descuento $(TD_{\text{título}}) = 15\%$
 Días a vencimiento $(d) = 28$

Documentándose como si fuera la operación a vencimiento, es decir a 28 días y recordando que los títulos son cedidos en garantía, la liquidación al inicio es el importe del título en sí expresado en su precio, en otras palabras, la cantidad que paga el cliente a la institución financiera para disponer del título por el plazo acordado y que podemos calcular mediante la fórmula (13).

$$P_{\text{título}} = VN_{\text{título}} \left[1 - \frac{(TD_{\text{título}})(d)}{360} \right]$$

$$P_{\text{título}} = 100 \left[1 - \frac{(0.15)(28)}{360} \right]$$

$$P_{\text{título}} = 98.8333 \text{ pesos}$$

Al vencimiento de la operación, pasados los siete días, debemos devolverle al cliente sus 98.83 pesos más sus intereses o premio, mediante la compra a éste de los títulos que mantuvo durante el período acordado, para lo cual podemos utilizar la fórmula (3). De esa forma cumplimentamos la segunda etapa de la operación, la liquidación al vencimiento:

$$VF = VP \left(1 + i \left(\frac{d_p}{360} \right) \right)$$

$$VF = 98.8333 \left[1 + \frac{(0.1505)(7)}{360} \right]$$

$$VF = 99.1226 \text{ pesos}$$

Para determinar el premio:

$$99.1226 - 98.8333 = 0.2893 \text{ pesos}$$

Al mismo tiempo, el cliente regresa el título, cuyo costo para la institución financiera es ahora de 99.1226 pesos. Teniendo en cuenta, que el instrumento se maneja a descuento y que han pasado 7 días, para calcular la nueva tasa de descuento a partir del precio pagado por la institución financiera a su cliente, hay que considerar un nuevo plazo de vencimiento de 21 días. Para ello utilizamos la fórmula (8), considerando en este caso que los días al vencimiento son iguales a la diferencia entre el plazo a vencimiento original (d) y el plazo pactado por el cliente (d_e).

$$TD_{\text{título}} = \frac{(VN_{\text{título}} - P_{\text{título}}) (360/(d-d_e))}{VN_{\text{título}}}$$

$$TD_{\text{título}} = \frac{(100 - 99.1226) (360/(28-7))}{100}$$

$$TD_{\text{título}} = 0.1504$$

Esta tasa de descuento será la que se utilizará para reintegrar los títulos al sistema contable de la institución financiera y se le denomina Costo de Recuperación (CR) o Tasa de Salida. Es posible determinar el Costo de Recuperación directamente, mediante una ecuación que sintetice en una sola fórmula todos los elementos de la operación:

$$CR = \frac{VN_{\text{título}} - \left[\left[\frac{VN_{\text{título}} (1 - (TD_{\text{título}})(d/360))}{1 + (d_e/360)} \right] \left[\frac{360}{(d-d_e)} \right] \right]}{VN_{\text{título}}}$$

simplificando:

$$CR = 1 - \left[\left(1 - (TD_{\text{título}})(d/360) \right) \left(1 + (d_e/360) \right) \right] \left[\frac{360}{(d-d_e)} \right]$$

$$CR = 1 - \left[\left(1 - (0.15)(28/360) \right) \left(1 + 0.1505(7/360) \right) \right] \left[\frac{360}{(28-7)} \right]$$

$$CR = 0.1504$$

A partir de esta nueva tasa de descuento o costo de recuperación podemos calcular una nueva tasa de rendimiento para el plazo hasta el vencimiento del título recuperado por la institución financiera. Para ello podemos utilizar la fórmula (15).

$$TR_{\text{título}} = \frac{(TD_{\text{título}})}{1 - (TD_{\text{título}})(d/360)}$$

$$TR_{\text{título}} = \frac{(0.1504)}{1 - (0.1504)(21/360)}$$

$$TR_{\text{título}} = 0.1517$$

Si quisiéramos saber si el pacto de compra venta fue beneficioso para la institución financiera podemos aplicar la fórmula de la tasa de rendimiento equivalente para determinar que costo debería tener el título si no lo hubiera fondeado la institución financiera. En otras palabras, deseamos conocer la tasa de rendimiento del título para el plazo hasta el vencimiento, si no lo hubiera fondeado la institución financiera.

$$TR_e = \left(\left(1 + \frac{TR_{\text{título}} \cdot d}{360} \right)^{\frac{(d-d_e)}{d}} - 1 \right) \cdot \frac{360}{(d-d_e)}$$

$$TR_e = \left(\left(1 + (0.1518)(28/360) \right)^{\frac{(28-7)}{28}} - 1 \right) (360/(28-7))$$

$$TR_e = 0.1515$$

Teniendo en cuenta que la tasa de rendimiento del título después de liquidado el acuerdo de recompra es superior a la tasa de rendimiento que tendría el título si no se hubiera realizado la operación (0.1517 > 0.1515), podemos concluir que la institución financiera obtuvo un beneficio como resultado de fondearse con su cliente. Para conocer, la magnitud de este beneficio podemos comparar la ganancia de capital que tendría la institución financiera si se hubiera quedado con el título y la que tiene después de realizada la operación de fondeo.

En primer lugar es necesario conocer el precio del título a 21 días de su vencimiento considerando las características de la emisión inicial. Para ello, a partir de la tasa de rendimiento equivalente, calculada para el caso en que el título no se hubiera fondeado, determinamos la tasa de descuento equivalente utilizando la fórmula (14) y posteriormente, con esta nueva tasa de descuento calculamos el precio mediante la fórmula (13).

$$TD_{\text{título}} = \frac{(TR_{\text{título}})}{1 + (TR_{\text{título}})(d/360)}$$

$$TD_{\text{título}} = \frac{(0.1515)}{1 + (0.1515)(21/360)}$$

$$TD_{\text{título}} = 0.1502$$

Aplicando la fórmula (13):

$$P_{\text{título}} = VN_{\text{título}} \left[1 - (TD_{\text{título}}) \left(\frac{d}{360} \right) \right]$$

$$P_{\text{título}} = 100 \left[1 - (0.1502)(21/360) \right]$$

$$P_{\text{título}} = 99.1237 \text{ pesos}$$

Si la institución financiera si hubiera quedado con el título (no lo hubiera fondeado), 7 días después de su adquisición el precio del instrumento sería de 99.1237 pesos. Lo que representa una ganancia de capital para ese día de 0.8763 pesos. Sin embargo, como la institución financiera realizó una operación de fondeo, que implicó la recompra del instrumento 7 días después de su venta al cliente, al momento de adquirir el título a un precio de 99.1226 pesos

se está reconociendo una ganancia de capital de 0.8774 pesos. Como la ganancia de capital que se recibe después de realizada la operación de fondeo es mayor a la que se hubiera tenido de mantener el título sin fondearlo se puede considerar que el beneficio que recibió la institución financiera por fondear el título fue de 0.0011 pesos (0.8774 - 0.8763).

III.5 Conclusión Capitular

Al mercado monetario, como a cualquier otro mercado en la economía, acuden oferentes y demandantes con el fin de intercambiar bienes. Sin embargo, a diferencia de otros mercados donde generalmente las transacciones se caracterizan por el intercambio de bienes y servicios por dinero, en este caso, el dinero se intercambia por títulos o valores representativos de deudas a corto plazo cuyo precio al igual que el del dinero está determinado por las tasas de interés.

En otras palabras el mercado monetario es un mercado donde se intercambian flujos de dinero en el presente por flujos de dinero en el futuro con el fin de recibir un determinado beneficio por el hecho de ceder temporalmente la liquidez a un tercero. Es por ello que los mercados monetarios son también conocidos como mercados de dinero.

En una economía de mercado al igual que ocurre con la mayoría de los bienes y servicios, la determinación del precio del dinero y de los títulos que se negocian en el mercado monetario está dada por el juego de la oferta y la demanda, aunque también influyen otras variables como son el nivel de riesgo y el plazo a que se encuentra sujeta una inversión, así como variables no relacionadas directamente con los títulos como son las decisiones de política monetaria de las autoridades o la influencia de factores externos al país.

En el mercado monetario se negocian títulos con cortos plazos de vencimiento que se caracterizan además por un bajo riesgo y una elevada liquidez. Los instrumentos del mercado monetario generalmente se cotizan a descuento y ofrecen un rendimiento fijo.

A nivel internacional, los mercados monetarios se han desarrollado vertiginosamente en los últimos años en lo que ha influido decisivamente el auge de los sistemas de cómputo y comunicaciones, la alta volatilidad de las tasas de interés y los procesos de desregulación financiera. Estos factores han favorecido el desarrollo de mercados monetarios extrabursátiles y el intercambio de los activos financieros por medios electrónicos.

Asimismo, el proceso de globalización ha favorecido la internacionalización de los mercados monetarios, con el efecto de un gran movimiento internacional de dinero y de ampliación de los canales de transmisión a través de los cuales se difunden a todo el mundo los efectos de los desequilibrios y de las crisis que sacuden inicialmente a un país y terminan por afectar, en menor o mayor grado, a la mayoría de los países.

Por otra parte, la globalización de los mercados monetarios favorece la actividad especulativa a nivel internacional y el distanciamiento progresivo de los mercados monetarios de la economía real.

Un mercado monetario en Cuba debe estar sustentado en el apoyo a la economía real y no en un alejamiento de ésta, pues la experiencia internacional ha demostrado como la acción de los especuladores ha multiplicado los efectos negativos de algunas decisiones, al intentar sacar provecho monetario de ellas sin importar las consecuencias que esas actitudes traen para los países afectados. Por otra parte, la inexperiencia de los diferentes participantes del sistema financiero cubano en operaciones relacionadas con el mercado monetario, recomienda proteger a

éste de la actividad especulativa, con el fin de priorizar el objetivo de que los recursos que se capten a través del mercado monetario se orienten al financiamiento de la economía real y no se conviertan en un simple medio de incrementar los ingresos financieros por la obtención de ganancias de capital.

En este sentido, aunque se reconoce el papel positivo de la especulación como elemento para fijar los precios, es incuestionable que actitudes especulativas pueden afectar fuertemente la economía de países subdesarrollados, fundamentalmente las de aquellos países que no siguen ciegamente las leyes del mercado.

Cuba, a pesar de las medidas adoptadas en los últimos años que han introducido algunos elementos de economía de mercado, no se puede definir como un país con un sistema en el cual predominen las leyes del mercado en el funcionamiento de la economía y por lo tanto mantiene en su esencia su sistema sociopolítico de carácter socialista. Por lo tanto, un mercado monetario en Cuba debe tener sus propias características nacionales, una de las cuales debe ser su carácter básicamente doméstico, es decir priorizar la participación de instituciones cubanas o empresas mixtas constituidas con participación de capital extranjero, evitando el predominio de los capitales especulativos internacionales que puedan introducir elementos desestabilizadores y afectar el modesto pero gradual proceso de recuperación económica.

Sobre esa base, en un mercado monetario cubano podrían participar fundamentalmente el Gobierno Central a través del Ministerio de Finanzas, los bancos nacionales, las empresas no financieras y en menor medida la población.

La participación del Gobierno Cubano en el mercado monetario, se podría dar, principalmente, mediante la emisión de títulos a corto plazo, a través del Ministerio de Finanzas, como vía para financiar el déficit presupuestario. Los títulos gubernamentales de corto plazo podrían llamarse "Pagarés del Gobierno" y como es usual contarían con el respaldo de la buena fe y crédito del Gobierno Cubano. La emisión continua de estos títulos conformaría la deuda interna del país, que hoy es difícil de precisar, y deberá estar sujeta a la estricta supervisión de las autoridades financieras con el fin de mantenerla en niveles adecuados a las necesidades de desarrollo económico y a la capacidad financiera del país para satisfacer sus obligaciones internas.

La participación del sistema bancario cubano en el mercado monetario podría ser bastante amplia. En primer lugar, el banco central podría actuar como agente financiero del Estado para la colocación de los títulos gubernamentales, atribución que puede asumir según la Ley. Asimismo, el Banco Central de Cuba podría emitir títulos propios para regular la oferta monetaria y actuar en el mercado abierto para instrumentar su política monetaria conjuntamente con otros instrumentos a su disposición legal como son la compraventa de divisas, la modificación de la tasa de redescuento o la variación del monto de reservas bancarias (encaje legal).

Por otra parte, los bancos comerciales cubanos, autorizados a prestar servicios de banca múltiple, podrían acudir al mercado monetario para cubrir sus desfases de liquidez emitiendo sus propios títulos o comprando y vendiendo títulos emitidos por terceros. Los bancos cubanos podrían emitir Certificados de Depósitos Negociables con el fin de atraer depósitos del público en general, ofreciendo la ventaja para los inversionistas de poder colocar los títulos antes de su vencimiento en el mercado secundario. Otro instrumento que podrían utilizar los bancos para allegarse de recursos son las aceptaciones bancarias con la ventaja de que usualmente estos documentos no están sujetos al encaje legal. Asimismo, cuando las restricciones crediticias limiten el otorgamiento de créditos por parte de la banca ésta pudiera otorgar avales a títulos emitidos por las empresas, de esa forma el documento emitido por la empresa y avalado por el

banco se puede colocar entre el público inversionista con una tasa de rendimiento inferior a la que tendría de no contar con aval bancario.

Los bancos comerciales podrían actuar además como intermediarios financieros para la compra y venta de instrumentos del mercado monetario por parte de empresas no financieras u otras instituciones no autorizadas para intermediar con títulos.

Otra forma en que pudieran participar los bancos cubanos en el mercado monetario es a través de los fondos de inversión que pueden constituir según la Ley y que facilitaría además la participación indirecta de la población en un mercado diseñado para operaciones a gran escala.

La participación de las empresas cubanas en el mercado monetario en su doble papel de inversionista y emisoras de títulos ayudaría sensiblemente a una utilización más eficiente de su efectivo, pues estimularía a que las empresas no tuvieran saldos ociosos que se pudieran movilizar para satisfacer necesidades temporales de otras empresas. En este sentido, la tarea fundamental de las áreas de finanzas de las empresas deberá dirigirse a buscar el óptimo equilibrio entre los saldos que mantienen en efectivo y le proporcionan la liquidez necesaria para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo y los montos invertidos en instrumentos del mercado monetario, menos líquidos que el efectivo, pero que ofrecen determinado rendimiento. Por otra parte, la emisión de pagarés empresariales pudiera constituir una vía alterna de financiamiento a corto plazo cuando las restricciones crediticias limiten el otorgamiento de créditos por parte de la banca.

La emisión de títulos por parte de las diferentes instituciones que conformarían el mercado monetario en Cuba debe considerar necesariamente las características de los potenciales inversionistas, pues estos pueden invertir su capital con el objeto de obtener una renta fija en un plazo conocido, es decir esperar hasta el vencimiento del documento para obtener el beneficio o bien participar en el mercado por cortos períodos de tiempo, es decir comprar y vender constantemente los títulos para obtener el mayor beneficio de sus excedentes monetarios en caja. Por otra parte, sería conveniente, que cada institución financiera realizara un estudio de sus clientes para clasificar los potenciales inversionistas de un mercado monetario según su posición ante el riesgo y de esa forma facilitar el diseño de instrumentos más acordes con los inversionistas que prevalecen en el mercado.

Las operaciones de los mercados monetarios a nivel internacional han alcanzado un alto grado de complejidad acorde con el desarrollo experimentado por estos mercados. Además, cada país ha diseñado tradicionalmente instrumentos, adecuados a sus necesidades, los cuales muchas veces han operado durante varios años para después discontinuarse ante las condiciones cambiantes de las economías nacionales. En este contexto y teniendo en cuenta las características de Cuba, como país que recientemente inició un proceso de reformas para adecuar su sistema financiero a las nuevas condiciones de su economía, el mercado monetario deberá iniciar con operaciones sencillas y en la medida que se alcance un mayor dominio de éstas por parte de los participantes en el mercado se podrán introducir operaciones cada vez más complejas acordes con la evolución que experimenten los nuevos instrumentos y en la misma medida en que el sistema financiero en general se perfeccione.

CAPÍTULO IV:
**“PROPUESTA PARA EL ESTABLECIMIENTO DE UN
MERCADO MONETARIO EN CUBA”**

IV.1 Generalidades

La operación de un mercado monetario en Cuba deberá, necesariamente, estar precedida por un amplio proceso preparatorio que deberá incluir la creación de condiciones subjetivas y objetivas. Las condiciones subjetivas para el funcionamiento de un mercado monetario están relacionadas con la actitud de las personas hacia ese fenómeno y en el caso de Cuba, por razones históricas, hablar de mercado en cualquiera de sus formas de manifestación es un aspecto que debe ser tratado con especial cuidado dados los subsecuentes efectos sociales y políticos.

La introducción de un mercado monetario en Cuba, manteniendo el sistema sociopolítico del país, constituye una propuesta para aplicar ciertos procedimientos de economías de mercado con el fin de estimular un uso más eficiente de los recursos monetarios por parte de los agentes económicos. Este enfoque no es nuevo en Cuba, con este mismo principio se rige la política hacia la inversión extranjera, el sistema tributario o la circulación de divisas, incluyendo la red de casas de cambio.

En este sentido, la experiencia internacional es escasa, pues los antiguos países socialistas que introdujeron mecanismos de mercado en sus economías en los últimos diez años, lo hicieron después de renunciar completamente al sistema socioeconómico anterior, desechando incluso, los incuestionables avances que se habían alcanzado en aspectos como la seguridad y la asistencia social. Tal vez, la experiencia más interesante a considerar sería la transición china hacia un sistema financiero de mercado, aplicada bajo la tesis de una "economía socialista de mercado"¹⁹¹.

El proceso de reforma financiera en China ha comprendido la utilización de los tres aspectos esenciales que integran el sistema financiero: instituciones, instrumentos y mercados. En el primero se ha requerido establecer bancos y otras instituciones e infraestructura financiera. En el segundo se han desarrollado instrumentos financieros para la inversión y el comercio y en el tercero, el desarrollo del mercado, ha presupuesto la libre operación de los mecanismos de tasas de interés y precios.

Como resultado de la reforma financiera en China, el papel de la política monetaria en la administración macroeconómica se ha incrementado significativamente, introduciendo el Banco Central requerimientos de reserva y facilidades de financiamiento a bancos comerciales para apoyar sus acciones de política monetaria. Por otra parte, desde 1994 los préstamos directos del Banco Central al gobierno fueron descontinuados y se ha incrementado la dependencia de instrumentos indirectos de política monetaria. Asimismo, se crearon 4 bancos estatales especializados para mejorar la asignación de recursos financieros a sectores específicos y desde la segunda mitad de los años ochenta surgió una red de instituciones financieras no bancarias con un amplio margen de libertad en sus operaciones.

En cuanto al desarrollo de instrumentos financieros, éste ha sido confinado a los mercados de capital, pues no se han configurado los mercados monetarios integrados nacionalmente y la mayoría de los bancos han adolecido de las habilidades para desarrollar nuevos servicios y estimular la competitividad en el sector financiero.

La ausencia de un mercado monetario organizado a escala nacional se ha vinculado con bajos ritmos en la liberalización de las tasas de interés, falta de infraestructura e ineficiente organización bancaria administrativa, lo que ha obstaculizado los esfuerzos para lograr la transición a instrumentos indirectos de política monetaria. Los instrumentos utilizados han

¹⁹¹ En una economía socialista de mercado los mecanismos de mercado controlan las interacciones económicas aunque el sector público mantiene la propiedad de los más importantes medios de producción.

canalizado la liquidez de una región o entidad a otra con la regulación del gobierno y mediante el ajuste de los requerimientos de reservas y la utilización de las facilidades de financiamiento del Banco Central, manteniendo tasas estables de interés.

El desarrollo de los mercados de capital ha sido una de las características más sobresalientes del proceso de reforma chino, a través del estímulo de los mercados secundarios de bonos y valores, principalmente de Shanghai y Shenzhen.

La reforma financiera china ha sido pragmática¹⁹² y gradual, y más de carácter evolutivo que revolucionaria. Se partió de un sector financiero prácticamente inexistente aunque el gobierno chino ha dirigido sus mayores esfuerzos más al desarrollo institucional que al proceso de creación de mercados que involucren la liberalización de operaciones financieras. Por otro lado, los progresos en la instrumentación financiera han sido circunscritos a los mercados de capital, lo que ha reflejado la preferencia por un sistema de control macroeconómico intermedio, donde el sector monetario mantiene una posición relevante. Las técnicas de control de una economía planificada continúan dominando el escenario chino, mientras que las políticas de mercado han mantenido una función complementaria. Esta combinación ha reflejado sin duda el interés por utilizar el nuevo sector financiero como la principal estrategia de desarrollo económico intervencionista, lo que ha mostrado la convicción del gobierno chino de que el mantenimiento de un fuerte control sobre los mecanismos de precios del sector, asegurará su gran impacto en las políticas de asignación financiera de recursos públicos mediante la forma de tasas de interés administradas, control sobre los costos, créditos directos y subsidios a las tasas de interés.

Este breve resumen de las transformaciones financieras en China nos permite señalar cierta coincidencia entre las reformas financieras entre ese país y Cuba. En ambos países, la transformación financiera partió de un sector financiero prácticamente inexistente y se pretende incrementar el papel de la política monetaria con la introducción de los requerimientos de reserva a los bancos comerciales por parte del Banco Central. Por otra parte, los bancos estatales siguen jugando un importante papel en la asignación de recursos financieros aunque ha surgido una amplia red de instituciones financieras no bancarias. Tanto en Cuba como en China, las técnicas de control de una economía planificada continúan dominando, a pesar de la introducción de ciertas políticas de mercado.

Sin embargo, las diferencias entre las economías de ambos países son abismales, tanto en tamaño como en dinámica de crecimiento, independientemente de que las condiciones de las dos naciones son totalmente diferentes¹⁹³.

En este sentido, nuestra propuesta de organizar un mercado monetario en Cuba sigue el principio, adoptado en China, de que la introducción de ciertos mecanismos de mercado no se contraponen al predominio de la propiedad estatal sobre los principales medios de producción y al papel fundamental de las técnicas de control de una economía planificada. Asimismo, debe ser un proceso gradual y pragmático, de carácter evolutivo, tal y como se han caracterizado las reformas en Cuba y China.

Sin embargo, si bien en China el proceso de reformas del sistema financiero se ha caracterizado por el desarrollo de los mercados de capitales, en Cuba la reforma al sistema debe avanzar en la dirección de establecer mercados monetarios de corto plazo, hasta tanto se creen las condiciones necesarias para desarrollar mercados de más largo plazo.

¹⁹² El pragmatismo es una doctrina que tiene el valor práctico y la utilidad como criterio principal para acercarse a la verdad. Lo pragmático está fundado en el estudio de los hechos.

¹⁹³ China desarrolla un activo comercio con los Estados Unidos, del cual es uno de los principales socios comerciales y es el primer receptor de la inversión extranjera a nivel mundial. Mientras tanto los Estados Unidos mantienen un embargo a Cuba que impide cualquier relación comercial entre los dos países.

En algunos países, los inicios de los mercados monetarios no fueron fáciles, pues muchos bancos veían con escepticismo la iniciativa y consideraban "poco digno" endeudarse con otros bancos no pertenecientes al propio grupo. Al mismo tiempo, otras instituciones bancarias preferían mantener ociosa su tesorería sobrante sin ninguna rentabilidad, antes de beneficiar a un banco competidor prestándosela. Dadas las condiciones de Cuba, no es previsible que este tipo de situaciones afecten el funcionamiento de un mercado monetario, pues las relaciones entre las instituciones financieras cubanas siempre se han caracterizado por la colaboración y no la confrontación de intereses.¹⁹⁴

Teniendo en cuenta, que son precisamente las instituciones financieras cubanas las que mayor experiencia tienen en el manejo y negociación de operaciones financieras se propone que las primeras transacciones del mercado monetario cubano se realicen a través del mercado interbancario.

Mercados interbancarios en general son aquellos en los que sólo se realizan operaciones entre entidades de créditos, el banco emisor y, en algunos casos, otras instituciones de carácter financiero, en las que se negocian activos a muy corto plazo con un elevado grado de liquidez. Eso los convierte en instrumentos muy flexibles para que dichas entidades lleven a cabo su gestión de tesorería y les hace básicos para el cumplimiento de las disposiciones de la autoridad monetaria a la vez que constituyen un indicador de la coyuntura monetaria y financiera muy importante para el resto del sistema.

El principal mercado interbancario es el de depósitos, el cual se puede definir como aquel en el que las instituciones de crédito se ceden depósitos a un día o a plazos superiores. Por tanto, para que funcione es preciso que haya unas entidades con excedentes prestables y otras con déficit.¹⁹⁵

En algunos países, como España, donde el mercado interbancario de depósitos ha tenido un gran desarrollo, se considera como antecedentes de este mercado las cuentas de tesorería mantenidas por las cajas de ahorro en la banca privada, mientras que las primeras operaciones se realizaron por un grupo reducido de bancos que comenzaron a intercambiarse sus saldos excedentes en sus cuentas en el Banco de España, con la finalidad inicial de cubrir sus desfases en el cumplimiento del coeficiente de caja¹⁹⁶.

Los mercados interbancarios tienen una gran importancia no sólo porque en ellos participan con altos volúmenes de recursos las instituciones más importantes del sistema financiero¹⁹⁷, sino porque además muchas veces constituyen un punto de referencia básico para la formación de los precios en los diversos mercados financieros¹⁹⁸. Por otra parte, estos mercados tienen la característica de ser mercados primarios, dado que los depósitos interbancarios generalmente no son negociables en el mercado secundario.

El desarrollo de los mercados interbancarios a nivel internacional ha estado matizado por diversas tendencias que han provocado que estos mercados sobrepasen su objetivo inicial de permitir a las entidades bancarias cubrir sus desfases de tesorería. Dentro de estas tendencias

¹⁹⁴ Cfr. García Atance, Salvador (Compilador), *Historias de un década; Sistema Financiero y Economía Española 1984-1994*. Madrid: ABC Asesores, 1994. p.76.

¹⁹⁵ Para incrementar el número de entidades con excedentes prestables se requiere desarrollar la cultura del ahorro.

¹⁹⁶ El coeficiente de caja es la proporción de los depósitos y otras formas de captación de recursos ajenos, que las diversas entidades crediticias están obligadas a mantener en forma de depósitos en el banco emisor. En otras palabras no es más que la forma que adoptaron en España para llamar al encaje legal.

¹⁹⁷ Es por ello que los mercados interbancarios son mercados mayoristas.

¹⁹⁸ La tasa LIBOR (*London Interbank Offered Rate*), tasa líder de los mercados de créditos internacionales, es, precisamente, la tasa activa del mercado interbancario de Londres.

se pueden señalar el desarrollo paulatino de la política monetaria de control de la cantidad de dinero, la entrada de la banca extranjera a muchos países con limitaciones legales que le impedían a los bancos no nacionales captar recursos en los mercados internos, por lo que estos bancos dependían en gran medida del mercado interbancario (por ejemplo, esta fue la alternativa que tuvo Citibank en México en los años en que esa institución financiera estuvo autorizada a operar en el país, pero sin captar depósitos)¹⁹⁹ y por último los altos niveles alcanzados por las tasas de interés, que han hecho más conscientes a los intermediarios financieros del alto costo de oportunidad de los recursos ociosos.²⁰⁰

Este proceso ha llevado a que este mercado se configure hoy día no sólo como un mercado de excedentes de tesorería, en el que se pretende cubrir las necesidades de financiamiento y/o gestionar los excedentes de liquidez a corto plazo de los participantes en él, sino también como un mercado en el que se toman posiciones por éstos para obtener beneficios, de acuerdo con su estrategia financiera global.

En Cuba, a partir de la reestructuración del sistema financiero se han estado creando las condiciones indispensables para el funcionamiento de un mercado interbancario de depósitos.

Como antecedente inmediato se puede señalar la transferencia de activos del Banco Popular de Ahorro (BPA) al antiguo Banco Nacional de Cuba (BNC), los cuales se documentaban como depósitos del BPA y generaban un interés nominal del 2.3%. Sin embargo, estos depósitos no tenían un plazo determinado de reembolso y en la práctica el BPA podía disponer de ellos en cualquier momento.²⁰¹

Por otra parte, la finalidad inicial de los mercados interbancarios de cubrir los desfases en el cumplimiento de los requerimientos de reserva por parte del Banco Central ya es un hecho aplicable a las actuales circunstancias en que desarrollan su actividad los bancos comerciales cubanos.

A partir del mes de julio de 1998, tres de los principales bancos comerciales cubanos (Banco de Crédito y Comercio, Banco Popular de Ahorro y Banco Internacional de Comercio) están sujetos a un encaje legal sobre los depósitos equivalentes al 10% de los depósitos en moneda nacional y al 5% de los depósitos en moneda extranjera, el cual debe ser depositado en cuenta abierta para ese propósito en el Banco Central de Cuba. En un inicio se estipula que el ajuste del encaje legal se realice mensualmente, sobre la base de la información al cierre de cada mes, sin embargo, es previsible que en la medida en que se amplien los mecanismos de captación y colocación por parte de los bancos, el ajuste del encaje se realice más frecuentemente o al menos se analice la información más periódicamente a fin de que el Banco Central pueda controlar la oferta monetaria con mayor eficacia.²⁰²

Las operaciones del mercado interbancario cubano deben representar el inicio del funcionamiento de un mercado monetario en Cuba, pues son precisamente las instituciones financieras las que se encuentran en la mejor posición desde el punto de vista subjetivo para iniciar este tipo de operaciones al tiempo que acumulen la experiencia necesaria para extender

¹⁹⁹ Hasta octubre de 1995 Citibank operaba en México como sucursal y oficina de representación del corporativo norteamericano, a partir de esa fecha la institución adquiere personalidad jurídica propia como institución financiera mexicana, aunque sigue las políticas del grupo corporativo.

²⁰⁰ Cf. CUERVO, Álvaro, et al., *Manual del sistema financiero español*. Barcelona: Ariel, 1995 (8a.ed.), pp.138-139.

²⁰¹ Como el otorgamiento de créditos a la población siempre ha estado muy limitado en Cuba, la única forma en que el BPA podía invertir los depósitos a la vista que recibía era colocándolos en una cuenta abierta en el Banco Nacional de Cuba.

²⁰² En los países donde se ha aplicado el mecanismo del encaje legal durante muchos años, se toman en consideración los saldos diarios de las cuentas de reserva que tienen los bancos comerciales en el banco central.

las operaciones financieras a corto plazo a otros agentes económicos que realicen actividades no financieras.

IV.2 El funcionamiento del mercado monetario cubano

Como comentaba en el tercer capítulo de esta investigación, los mercados monetarios se han desarrollado vertiginosamente en los últimos cuarenta años como resultado de la introducción y desarrollo de novedosos sistemas de cómputo y comunicaciones, lo que ha posibilitado que muchas de las transacciones, que durante mucho tiempo se realizaban por teléfono, hoy se realicen mediante sistemas electrónicos.

En este contexto, es lógico proponer que el funcionamiento del mercado monetario en Cuba sea un proceso completamente automatizado que dé respuesta además a la política de las autoridades cubanas de contar con un sistema financiero moderno, acorde con las prácticas internacionales y las necesidades de la economía nacional.

Se impone entonces un breve análisis de los avances en la automatización en el sistema financiero cubano.

A inicios de 1995 las oficinas de los dos mayores bancos del país, el actual Banco de Crédito y Comercio (BANDEC) y el Banco Popular de Ahorro (BPA), se encontraban en un estado de total atraso en cuanto a la automatización de sus operaciones. En lo esencial, habían mantenido la tecnología de procesamiento bancario heredada de los bancos nacionalizados en 1960, basada en papeles como único soporte de la información y equipos de saldo directo para mecanizar el control de las diferentes cuentas.

En algunos casos, incluso, hubo retrocesos hacia procedimientos totalmente manuales, debido a que los equipos de saldo directo no se podían obtener en el mercado internacional por ser obsoletos desde mediados de la década de los años setenta. Durante los años comprendidos entre 1970 y 1985, a pesar del empeño por cambiar esa situación, no se lograron avances significativos, básicamente por el atraso tecnológico de los equipos de computación del antiguo campo socialista, de donde se intentó traer los medios técnicos necesarios, pues la falta de recursos financieros no permitía adquirir equipos más modernos procedentes de países capitalistas desarrollados.

Los pocos recursos invertidos a partir de 1985 en microcomputadoras para las redes de oficinas del BANDEC y el BPA, al no ser suficientes para modificar la tecnología utilizada, se dedicaron a suplir el trabajo de los equipos de saldo directo. Esta inversión, si bien mejoró la situación existente hasta ese momento, mantuvo en lo esencial el trabajo con papeles.

Mientras tanto, a nivel internacional²⁰³, el sector bancario había participado en el proceso de cambios tecnológicos más vertiginoso de su historia, estimándose que solamente durante el año 1995 la inversión en informática en los 100 bancos más grandes del mundo ascendió a unos 40 000 millones de dólares, cifra varias veces superior al Producto Interno Bruto de Cuba en igual período.²⁰⁴

Esta tendencia internacional, que se extendió, en mayor o menor medida, tanto a los sistemas bancarios de países desarrollados como a los subdesarrollados, ha posibilitado que

²⁰³ Exceptuando los antiguos países socialistas.

²⁰⁴ Cfr. BARRERA Ortega, Jorge, "El desafío de la informática". *Revista del Banco Central de Cuba*. La Habana: CIBE, junio 1998, No. 1, p. 28.

actualmente casi todos los sistemas bancarios apliquen el registro computarizado en tiempo real²⁰⁵ de cualquier operación bancaria, independientemente del lugar donde ésta se realice, utilizan extensamente tarjetas de crédito y débito en sustitución del efectivo, explotan amplias redes de cajeros automáticos que dan servicio 24 horas durante los 7 días de la semana y permiten la conexión de las computadoras de los clientes con las de los bancos para operar sin necesidad de ir a la oficina bancaria.

Con tales antecedentes, Cuba decidió, a inicios de 1995, priorizar la modernización de su sistema bancario, con el fin de crear las condiciones mínimas indispensables para dar respuesta adecuada a las transformaciones económicas que tenían lugar en el país. En este sentido se elaboró un programa que consta de dos etapas.

La primera etapa que concluyó a finales de 1996, tuvo como objetivo la modernización en su fase primaria del sistema bancario bajo las siguientes consideraciones:

- Trabajo simultáneo de todos los territorios del país a partir de sus propios recursos humanos en la introducción y perfeccionamiento de los sistemas.
- El capital humano existente en el país tuvo que compensar la escasez de medios financieros disponibles para ejecutar el programa, lo cual permitió que los gastos en medios técnicos fueran mínimos, y que prácticamente no se hicieran erogaciones para software y asistencia técnica.
- Los sistemas buscarían el máximo nivel de automatización en el procesamiento local y crearían, al mismo tiempo, condiciones para realizar en tiempo real las operaciones entre las sucursales y agencias del BPA y el BANDEC, cuando entrara en funcionamiento la red pública de transmisión de datos, prevista para el primer trimestre de 1997.²⁰⁶

El BPA pudo avanzar más rápidamente en el programa, al contar desde 1994 con un sistema moderno acorde con los requisitos de su actividad, que lleva el nombre de Sistema Integrado del Banco Popular de Ahorro (SIBPA). Eso le permitió concentrarse en la captación de datos, el ensamblaje e instalación de los equipos y la búsqueda y formación del personal. La automatización de todas las sucursales del BPA culminó en septiembre de 1996.

El SIBPA es un sistema que funciona sobre una red Novell²⁰⁷ y automatiza todas las tareas de caja y mostrador para las operaciones de ahorro y de cobros y pagos por cuenta de terceros.

El BANDEC, en tanto, carecía a inicios de 1995 de un sistema probado, por lo cual decidió adaptar uno desarrollado para el Banco Internacional de Comercio S.A. (BICSA), llamado Sistema Automatizado para Banca Internacional de Comercio (SABIC).

²⁰⁵ La expresión "tiempo real" se utiliza para señalar que la fecha valor de las operaciones es la misma que la del día en que se realizan. La fecha valor es el día en el que se ha de reglamentar o liquidar una transacción financiera, es decir, el día en el que realmente se efectúan y se reciben los pagos.

²⁰⁶ La insuficiente y atrasada infraestructura de comunicaciones que existe en Cuba frenó el desarrollo de los sistemas de transmisión electrónica de datos.

²⁰⁷ Una red Novell es una red de comunicaciones que sirve a usuarios dentro de un área geográficamente limitada. La red está compuesta por servidores de archivos, que contienen los programas y las bases de datos, y por computadoras personales o estaciones de trabajo (clientes), que realizan el procesamiento de la información. Todas las estaciones de la red están conectadas mediante un cable coaxial o una fibra óptica y la interacción entre clientes y servidores es controlada por uno de los sistemas operativos de redes NetWare, que es el programa de control de redes más ampliamente usado.

El SABIC está compuesto por los elementos imprescindibles para el tratamiento y contabilización multimonedada y en tiempo real de las operaciones de una oficina bancaria o institución financiera.²⁰⁸

La contabilización en tiempo real que garantiza el SABIC posibilita, por una parte, ejercer el control de existencia de fondos, requerido para permitir la extracción de dinero de una cuenta de cliente y, por otra, conocer en cada momento la posición financiera global del banco.

Con la contabilidad multimonedada, el banco o institución financiera que utiliza el SABIC puede registrar sus activos y pasivos en las monedas en que éstos están denominados, sin tener que realizar conversiones de monedas para la contabilización. Con esto aumenta considerablemente la exactitud de la información sobre la posición financiera de la institución, al hacerse independiente de las variaciones de los tipos de cambio.

Con la ayuda de este sistema y una red de transmisión de datos, se puede enlazar todas las oficinas de un banco o institución financiera, independientemente de su tamaño, y realizar operaciones entre ellas en tiempo real. Por otra parte, el carácter modular del SABIC facilita su adaptabilidad y evolución sin necesidad de introducir cambios en sus programas generales.

La implantación del sistema automatizado en todas las sucursales de BANDEC concluyó a finales de 1996.

Como resultado de esta primera etapa de modernización, se adquirieron los módulos y ensamblaron e instalaron alrededor de 5 800 microcomputadoras en las redes del BANDEC y el BPA, al tiempo que se incorporaron al trabajo en estas entidades más de 300 especialistas en sistemas y se adiestraron en el uso de los sistemas a más de diez mil empleados bancarios. Actualmente, existen equipos de desarrollo y apoyo a la computación en el sector bancario en cada provincia del país.

Concluida la primera etapa del programa, el sistema bancario cubano cuenta con mejores condiciones desde el punto de vista de infraestructura y capital humano para enfrentar tareas más complejas.

Entre los proyectos en que trabaja la banca cubana en la segunda etapa del programa, que inició a inicios de 1997, sobresale la conexión de oficinas, sucursales y agencias del BANDEC y el BPA a la Red Pública de Transmisión de Datos (RPTD), con el fin de permitir la tramitación y registro en tiempo real de todas las operaciones en que intervengan más de una oficina de un mismo banco.

A inicios de 1998 todas las sucursales del BPA y el BANDEC radicadas en la Ciudad de La Habana y en las ciudades capitales de todas las provincias se encuentran conectadas mediante líneas arrendadas a la mencionada red, a través de las cuales realizan sus transacciones. Esas sucursales representan alrededor del 33 por ciento del total de oficinas, pero procesan más del 66 por ciento de las transacciones.

Otro proyecto es la instalación y puesta en funcionamiento de una red de cajeros automáticos que tendrá como objetivos básicos el pago a los beneficiarios de la seguridad social y el suministro de efectivo a los residentes en Cuba con cuentas en divisas y a los turistas con tarjetas internacionales.

²⁰⁸ Las instituciones financieras autorizadas a operar en divisas utilizan, además de los dólares estadounidenses, otras monedas libremente convertibles ampliamente utilizadas en las operaciones de Cuba con el exterior como el marco alemán, la libra esterlina, el yen japonés o la peseta española.

La prueba piloto de esta red comenzó en octubre de 1997 con cinco cajeros, un centro de control de funcionamiento de éstos y tarjetas emitidas por los cuatro bancos asociados bajo la marca RED. Todas las transacciones se autorizan en tiempo real. La etapa comercial de RED empezó en diciembre de 1997 para clientes con tarjetas cubanas. Durante 1998 se crean las condiciones para tratar tarjetas internacionales e instalar otros 50 cajeros.

Otros proyectos son la instalación del soporte técnico y la creación de un sistema para realizar las compensaciones interbancarias en tiempo real, a través de cuentas de los restantes bancos en el Banco Central; la instalación de redes de área local en las casas matrices de los diferentes bancos y, a partir de éstas, la creación de intranets²⁰⁹ a las que tengan acceso sus oficinas.

Los avances alcanzados en materia de automatización de las operaciones en el sistema bancario cubano, que como comentamos en el primer capítulo es el eje fundamental del sistema financiero del país, me permite considerar que Cuba está creando la infraestructura y desarrollando el factor humano necesario para implementar un sistema automatizado que garantice el adecuado funcionamiento del mercado monetario.

No obstante, y teniendo en cuenta que las primeras transacciones que se realizarían en el mercado monetario cubano estarían relacionadas con el mercado interbancario de depósitos, considero que no es necesario esperar la instalación de todo el sistema automatizado para realizar las operaciones interbancarias, pues éstas pueden iniciarse por la vía telefónica.

En este sentido, sería necesario la creación de un Servicio Telefónico del Mercado Monetario (STMM) a través del cual se gestione la ejecución, compensación y liquidación de las operaciones negociadas en el mercado interbancario de depósitos, así como la ejecución de órdenes telefónicas de transferencias. Este servicio deberá proporcionar los mecanismos de control y registro de las operaciones, así como las vías para resolver las contradicciones que se puedan presentar.

Podrán adherirse a este servicio aquellas entidades con licencia para realizar operaciones de depósitos y créditos interbancarios y que reúnan a juicio del Banco Central las garantías necesarias de solvencia y capacidad gerencial.

Podrán acudir al STMM las instituciones financieras bancarias que presenten dificultades para cubrir los requerimientos mensuales de reserva (encaje legal) establecido por el Banco Central, las cuales a través del STMM podrán gestionar con otros bancos préstamos interbancarios para cubrir el requisito de reserva. Los contactos se realizarán vía telefónica y por esta misma vía se cerrará la operación, al final del día las operaciones se comprobarán, al tiempo que se tomará como evidencia física de la operación la grabación de la conversación telefónica. Siguiendo la práctica internacional al respecto, no existirá otra garantía más que la palabra y seriedad de los funcionarios encargados de realizar la operación.

Asimismo, podrán acudir al STMM las instituciones financieras bancarias y no bancarias autorizadas a recibir préstamos del sistema financiero nacional para satisfacer necesidades de financiamiento a corto plazo para lo cual el Banco Central de Cuba deberá emitir las reglamentaciones necesarias.

La liquidación de las operaciones del Servicio Telefónico se realizarán a través de las cuentas corrientes que las instituciones financieras operarán en el Banco Central de Cuba,

²⁰⁹ Las intranets son redes evolucionadas que proveen los tradicionales servicios de archivo e impresión pero que incorporan además tecnologías de internet, por lo que el acceso y búsqueda de información se facilita con la utilización de un visualizador de Internet.

mediante un sistema de compensaciones supervisado por éste. Asimismo, el Banco Central deberá brindar un servicio de recepción de las órdenes para la ejecución de las operaciones, la actualización de saldos y el suministro de información a las entidades adheridas.

Una característica del Servicio Telefónico del Mercado Monetario sería su carácter de mercado mayorista integrado únicamente por entidades financieras que operaran siempre por su propia cuenta, es decir no se realizarán operaciones por cuenta de terceros.

Un segundo paso en la organización del mercado monetario cubano sería la negociación con títulos emitidos especialmente para ser negociados. Para ello se propone el establecimiento de un Sistema de Anotaciones en Cuentas (SAC).

El Sistema de Anotaciones en Cuentas (SAC) se configurará como un procedimiento para la emisión, tenencia y negociación de títulos, en el que los adquirentes poseerán derechos frente a los emisores, asentados en una Central de Anotaciones, cuya administración estará delegada al Banco Central. A su vez, dichos derechos serán negociables y transmisibles en el mercado secundario, realizándose su transmisión mediante transferencia contable.

La anotación en cuenta es un procedimiento, según el cual se permite ostentar derechos frente a los emisores, no documentados materialmente en títulos, sino en anotaciones contables.

El establecimiento del Sistema de Anotaciones en Cuentas, persigue cuatro objetivos básicos:

1. Articular un sistema para el desarrollo eficaz de los mercados, facilitando la colocación entre terceros según las necesidades de financiamiento de los emisores
2. Facilitar la introducción de nuevos instrumentos financieros.
3. Atraer capitales a un nuevo mercado.
4. Constituir un entramado de instituciones financieras capaces de asegurar la eficiencia en la negociación de los activos anotados.

El Sistema de Anotaciones en Cuentas debe propiciar asimismo, la agilización y reducción de costos operativos estableciendo plazos mínimos de liquidación de las operaciones y limitando la intervención de los agentes. Por otra parte, con el fin de reducir los riesgos de contrapartida el Banco Central realizará labores de supervisión y control, estableciendo además requisitos estrictos para acceder al sistema de negociación. El Banco Central deberá elaborar también normas de conducta de obligado cumplimiento para los distintos participantes del mercado al tiempo que se deberán exigir montos mínimos de negociación para garantizar una red estable de colocación de deuda, todo lo cual deberá dar flexibilidad y liquidez al sistema.

Las normas que dicte el Banco Central para regular el funcionamiento del mercado monetario deberán estar dirigidas fundamentalmente a:

- a) Asegurar la solvencia y profesionalidad de los intermediarios financieros que operan en el mismo.
- b) Garantizar la existencia de unos registros apropiados y la utilización de reglas de contabilidad correctas.
- c) Controlar la transparencia de las normas de compensación y liquidación.

d) Mantener el uso adecuado de las prácticas comerciales.

En este sistema intervendrá, como hemos comentado, la Central de Anotaciones, que será un servicio administrado por el Banco Central a través del cual se llevará a cabo la emisión y amortización de los valores y las transferencias (compensaciones) de saldos que se originen por su enajenación entre los inversionistas, asimismo la Central de Anotaciones administrará los movimientos entre sus miembros y entre éstos con sus clientes. Los miembros de la Central de Anotaciones podrán realizar operaciones por cuenta propia o por cuenta de terceros (clientes).

La negociación de las operaciones se realizará mediante un sistema de contratación informatizado, el cual deberá facilitar la rapidez y simultaneidad en la difusión de las órdenes, garantizando la prioridad establecida en la ejecución de éstas. Asimismo, el sistema deberá propiciar la reducción de los costos de búsqueda de contrapartida.

Todos los integrantes del Sistema de Anotaciones en Cuenta estarán conectados a una red que tendrá su base en la Central de Anotaciones y durante el tiempo que el mercado esté en operaciones sus pantallas mostrarán la información sobre los títulos que se pueden operar, asegurando en todo caso el anonimato de la contrapartida. La operación de esta red deberá basarse en un código de operación, que tendrá como objetivo establecer principios básicos de conducta que contribuyan a la eficacia y buen fin de las operaciones realizadas entre los negociantes. El código, de obligado cumplimiento para la totalidad de los participantes en el mercado, se basará en la confidencialidad de las contrapartidas y debe considerar, entre otros, los aspectos siguientes:

a) Prioridad de las órdenes.

Tanto en la publicación como en la ejecución, la prioridad vendrá determinada por el precio, independientemente del volumen. A igual precio, al prioridad estará dada por la orden de recepción.

b) Características de las órdenes.

Los órdenes son firmes mientras estén en pantalla y no podrán retirarse cuando la pantalla refleje que el papel de referencia está en negociación. Las órdenes deberán contener los siguientes datos:

- Descripción del título.
- Sentido de la orden (compra o venta)
- Precio y volumen
- Fecha valor

c) Sistema de liquidación diario

A efectos de reducir el riesgo de contrapartida, se efectuarán liquidaciones diarias de las operaciones, por lo que cada institución comunicará diariamente, al cierre de las operaciones, a la Central de Anotaciones las transferencias de valores y/o efectivo que correspondan a las transacciones realizadas en el día.

d) Operaciones autorizadas

Se podrán efectuar operaciones de compraventa simple a la vista. En este tipo de transacciones se intercambia un importe nominal de un valor determinado por un importe efectivo. En el momento del cierre de la operación se determinará la emisión objeto de negociación y las condiciones de rentabilidad e importe nominal. La fecha valor deberá ser como

máximo el día hábil siguiente a la de contratación. Las operaciones de compraventa al contado podrán realizarse a nombre propio o en nombre de terceros.

Paralelamente, estas operaciones podrán complementarse con acuerdos de recompra negociados a través del Servicio Telefónico del Mercado Monetario, los cuales podrán ser de dos tipos:

1) Acuerdos de recompra a fecha fija y a la vista.

En estas operaciones el titular vende sus derechos hasta la fecha de amortización a un precio establecido en el momento de la contratación, conviniendo con el comprador simultáneamente la recompra de derechos de la misma emisión y por igual valor nominal, en fecha intermedia entre la venta y la amortización a un precio también estipulado en el momento de la negociación. La parte compradora adquiere la titularidad del valor objeto de la operación y por consiguiente, hasta la fecha de compromiso, podrá efectuar, a su vez, operaciones con acuerdos de recompra que no exceda la fecha anterior. La insuficiencia de efectivo del comprometido al realizar la recompra impide el buen fin de la operación que se considerará anulada; la operación inicial se convierte entonces en una operación de compraventa simple a la vista.

2) Acuerdos de recompra a la vista

Son aquellos, en los que en el momento de contratación de la operación, además de especificarse el precio y la fecha de la compraventa inicial, se estipula el período durante el cual el comprador/vendedor tiene la opción de exigir la recompra en las condiciones establecidas en el contrato inicial, manteniendo la rentabilidad interna de la adquisición temporal de deuda.

Los acuerdos de recompra podrán negociarse de tres formas.

1. Cuando la institución financiera actúa como contrapartida de su cliente. En ese caso la operación se cierra internamente sin necesidad de acudir al Servicio Telefónico del Mercado Monetario.
2. Cuando la institución financiera cumple su función de intermediario para contactar a otra institución interesada en brindar contrapartida a su cliente. En tal caso la institución financiera deberá acudir al STMM y actuando en nombre de terceros (cliente) intentar cerrar el acuerdo de recompra con otra institución financiera autorizada a realizar este tipo de operaciones.
3. Cuando la institución financiera actúa por cuenta propia y acude al STMM con el fin de buscar una contrapartida interesada en suscribir un acuerdo de recompra para los títulos que la institución mantiene en su cartera.

En general, las instituciones financieras que participen en el mercado monetario cubano podrán realizar por cuenta de sus clientes las siguientes operaciones:

- a) Compraventa de títulos a la vista
- b) Compraventa de títulos con acuerdo de recompra a fecha fija
- c) Compraventa de títulos con acuerdo de recompra a la vista

Y participar en ellas;

- a) Ofreciendo contrapartidas en nombre propio.
- b) Como comisionistas en nombre de terceros, buscando las contrapartidas en el mercado.
- c) Realizando las anotaciones correspondientes por orden conjunta de las partes contratantes.

Cuando se ofrezca la contrapartida de la propia cartera, las condiciones de la operación se concretarán al formalizar la orden. La entidad se obliga en este caso a cotizar en firme los plazos y tasas equivalentes para los acuerdos de recompra que esté dispuesta a operar. Si la recompra es a la vista, cotizará tipo de interés y plazo máximo para el acuerdo. Estas cotizaciones no incluirán comisiones o gastos.

Cuando actúe como comisionista, las condiciones con el cliente se establecerán en términos de tipo de interés referidos a la fecha valor y estableciendo la comisión que convenga.

Respecto a la liquidación de las operaciones, la comunicación se realiza con valor día siguiente para todos los activos.

IV.3 La participación de las empresas cubanas en el mercado monetario

Para ocupar un espacio en la economía de cualquier país²¹⁰, el empresario está obligado a alcanzar un prestigio que le permita competir en ese contexto. Para ello, tendrá que respetar muchos requisitos indispensables del mercado, tales como producir regularmente bienes y servicios, con una calidad estable y mantenida que dé respuesta al precio que pagará el cliente por sus productos o servicios. También tendrá que cumplir rigurosamente todos sus deberes en las relaciones con los compradores y suministradores, entregar en fecha las cantidades convenidas, cobrar con eficiencia sus ventas y pagar oportunamente sus obligaciones; y todo ello lo tiene que hacer a un costo racional que le permita subsistir en el medio.

En Cuba, en los últimos cuarenta años siempre que se ha creado una empresa o valorado su eficiencia, ha estado presente, por encima de todo, su razón de ser: producir bienes y servicios que satisfagan las necesidades de la población. La aplicación de esta política conlleva a una contradicción: buscar la producción sin garantizar todos los requisitos que debe cumplir un empresario, atenta en mayor o menor medida, contra la eficiencia de la entidad en particular y del sistema económico en general. Básicamente la empresa cubana no ocupa un espacio en la economía del país porque reúna los requisitos competitivos mencionados, sino porque le hace falta a la nación, y esto a veces la desvía del camino hacia la eficiencia.

Uno de los aspectos donde se manifiesta la ineficiencia en muchas empresas cubanas es la indisciplina en el proceso de cobros y pagos. En otras palabras las empresas no cobran sus ventas en los plazos acordados, consecuentemente, no tienen los recursos para pagar sus deudas a los proveedores y se crea entonces la llamada "cadena de impagos".

Los cobros y pagos tienen un efecto importante en el control interno. Para cualquier empresario de las economías de mercado, una cuenta por cobrar vencida, que no ha sido pagada en los plazos acordados, constituye una señal de que algo anda mal. Inmediatamente le surgen dudas sobre su eficiencia como productor y vendedor. Hará tantas revisiones como sean necesarias para comprobar su organización (calidad del producto, el embalaje, el destino, posibles confusiones en el contrato), antes de calificar de mala paga al comprador.

Para muchos especialistas en control interno y auditoría, el cobro oportuno de las ventas es una señal de eficiencia de la entidad que inspeccionan. En caso contrario, ponen en dudas todo el proceso anterior al cobro, desde la producción hasta la entrega.

Durante muchos años, los parámetros de eficiencia de las empresas cubanas contemplaban básicamente los aspectos de la producción (consumo energético, consumo

²¹⁰ Me refiero en este caso a la economía real.

material, calidad, entre otros), y una vez alcanzados los niveles de producción acordados y entregados a los clientes se consideraba satisfecha la necesidad social de la empresa. Si se cobraba o no la entrega ya no era fundamental para muchos empresarios.

Esta política de soslayar la importancia de una adecuada disciplina de cobros y pagos provocó un crecimiento constante de las cuentas por cobrar de las empresas, las cuales llegaron a alcanzar en el año 1995 el 19% del PIB.

En este sentido podemos clasificar a los empresarios cubanos en dos grupos.

- a) un primer grupo formado por aquellos empresarios que priorizan su atención al cobro de sus facturas con el fin de obtener los recursos necesarios para cubrir sus obligaciones y una vez garantizado el pago de éstas no consideran demasiado importante el cobro de las facturas restantes.
- b) un segundo grupo de empresarios para los cuales la actividad productiva es tan prioritaria que no se enfocan en lo absoluto al cobro de sus facturas, pues conocen de antemano que aunque no cobren o no paguen la producción continuará.²¹¹

Naturalmente que en este contexto, donde el manejo de las cuentas por cobrar y pagar no constituía una prioridad para los empresarios, no era lógico considerar el manejo eficiente del efectivo como una necesidad de las empresas²¹², por lo tanto, la existencia de saldos ociosos de efectivo no representaba ningún problema para las entidades.

A pesar de que el Banco Nacional de Cuba, como organismo rector del Sistema Nacional de Cobros y Pagos, siempre alertó sobre los efectos nocivos de la acumulación de cuentas por cobrar y pagar en las empresas nunca se le prestó la atención debida por parte de las autoridades correspondientes. No fue hasta el año 1995, cuando se comenzó la política de saneamiento de las finanzas internas, que se comenzaron a tomar medidas para reducir el déficit fiscal y se tomó conciencia del peligro de mantener altos saldos de cuentas por cobrar en las empresas estatales, pues esa tendencia representaba una presión constante para aumentar el déficit del presupuesto²¹³.

En línea con el conjunto de transformaciones que se fueron introduciendo en la economía cubana a partir de 1995 dirigidas especialmente a elevar el papel de las finanzas como mecanismos de control indirecto de la actividad económica se han tomado un conjunto de medidas para elevar la disciplina de cobros y pagos y reducir los montos de cuentas por cobrar y pagar a escala nacional.

Entre otras medidas, el Banco Central de Cuba emitió una nueva resolución (20/97) con normas bancarias específicas para el perfeccionamiento de las operaciones de cobros y pagos en moneda nacional. Esta nueva regulación tiene en cuenta la infraestructura creada como resultado del proceso de reorganización y automatización de la banca.

²¹¹ En Cuba los vínculos interempresariales se establecen centralmente: las empresas estatales no venden al mejor postor, ni al mejor productor, ni al cliente que paga regularmente, sino a aquel empresario al que están vinculadas para garantizar el proceso de la producción, la circulación mercantil y el consumo, no la eficiencia económica.

²¹² La falta de efectivo nunca representó un peligro para la continuidad de las operaciones de la empresa, pues los abastecimientos continuaban fluyendo independientemente de que se pagaran o no. Cuando únicamente se hacía sentir la falta de efectivo era al momento de pagar las nóminas, pero en esos casos los bancos automáticamente otorgaban préstamos para salarios aun sin las garantías necesarias, pues el estado siempre proveía los recursos faltantes.

²¹³ Según los "Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados", las cuentas por cobrar consideradas irre recuperables se cargan a los resultados del ejercicio correspondiente. Por lo tanto si aumentan las pérdidas de las empresas estatales por este concepto, aumenta también las partidas presupuestales para subsidios y consecuentemente el déficit del presupuesto. Si la empresa no está subsidiada disminuye su utilidad y por lo tanto sus aportes al presupuesto estatal con el correspondiente efecto negativo sobre el déficit.

Al mismo tiempo, se ha desarrollado una amplia campaña de divulgación para promover que los organismos y empresas propicien una correcta gestión de cobros y utilicen en el mayor grado posible la transferencia bancaria por vía electrónica en tiempo real, para efectuar los pagos con la mayor rapidez y seguridad.

Los bancos comerciales, en tanto, han ajustado sus tarifas para abaratar el costo de la transferencia en relación con el cheque. De esta manera, se proponen estimular el uso de la primera, reducir el excesivo empleo del segundo y cortar la secuela de demoras que provoca el cheque en la realización efectiva de los pagos. A los bancos comerciales también se les han otorgado facultades para suspender el servicio a aquellas empresas que incurran en indisciplinas reiteradas.

Al mismo tiempo, los bancos comerciales han aplicado diversas soluciones de carácter financiero, con el objetivo de acelerar el proceso de cobros y pagos en el país, entre las que se encuentran diversas modalidades de financiamiento para dar inicio a los pagos y, sobre todo, el control efectivo sobre el destino de los fondos que se operaron, de manera que sólo pudieran destinarse a la liquidación de las deudas convenidas.

Este conjunto de medidas, que además estuvo acompañado de una campaña de concientización en el sector empresarial sobre la importancia de mantener saldos de cuentas por cobrar y pagar adecuados a las necesidades reales de las empresas ha rendido algunos frutos, logrando que a finales del año 1997, la relación entre las cuentas por cobrar y el Producto Interno Bruto descendiera 2 puntos porcentuales en comparación con el año 1995.

En este sentido, Jacobo Peison Weiner, vicepresidente del Banco Central de Cuba, señalaba lo siguiente:

Resulta imprescindible que las direcciones de las empresas y su organismo superior le atribuyan la debida prioridad a la atención de sus finanzas, gestionen los créditos bancarios necesarios para cubrir los desfases en sus flujos de efectivo y continúen vigilando la evolución de los indicadores de cobros y pagos, de manera que no se retroceda a la nociva práctica de utilizar como fuente de financiamiento el no cumplimiento de sus obligaciones de pago con los proveedores, lo cual establece la nefasta cadena de impagos.²¹⁴

Por otra parte, en agosto de 1998, el Consejo de Estado aprobó el Decreto-Ley No.187, que establece las bases generales del perfeccionamiento empresarial para ser aplicado de forma progresiva en la economía nacional. Este nuevo sistema de organización empresarial está basado en la descentralización y el autofinanciamiento de las empresas estatales, cuyo funcionamiento había estado muy restringido por las exigencias del plan central y el control estatal. El llamado perfeccionamiento empresarial se basa en los siguientes principios generales:

1. La empresa estatal continuará desempeñando el papel de eslabón fundamental de la economía cubana, en la cual se combinarán las decisiones adoptadas centralmente por el Gobierno con aquellas que se descentralizan a la empresa.
2. Las empresas tienen que lograr su autofinanciamiento dentro de su objeto social.
3. Las organizaciones empresariales elaborarán sus planes anuales y perspectivas, que son aprobados por la instancia correspondiente del Gobierno, que a su vez nombra el órgano superior de dirección empresarial.

²¹⁴ PEISON Weiner, Jacobo, "En busca de estabilidad". Revista del Banco Central de Cuba. La Habana: CIBE, abril-junio 1995, no. 1, p.11.

4. Las empresas administran los recursos financieros y materiales y la fuerza de trabajo. El Gobierno puede aprobarles que ejecuten un nivel de gastos en moneda libremente convertible dentro del marco del presupuesto.
5. La estimulación al hombre es la base de este nuevo sistema empresarial. La estimulación colectiva se realiza en correspondencia con la eficiencia obtenida. Se mantiene el principio socialista: De cada cual según su capacidad a cada cual según su trabajo.
6. Las utilidades (después el pago de impuestos) se distribuyen por la instancia correspondiente del Gobierno. Una parte se empleará en la creación de las reservas de las empresas.
7. Para aplicar el perfeccionamiento, la empresa debe tener una contabilidad que refleje los hechos económicos, y garantizados los aseguramientos necesarios y el mercado

Asimismo, el perfeccionamiento empresarial implica la actualización paulatina de los directivos encargados de llevar adelante este proceso en las empresas en aspectos como la organización general y de la producción de bienes y servicios, métodos y estilos de dirección, gestión de la calidad, normación del trabajo, política laboral y salarial, contabilidad, costos, control interno, relaciones financieras, precios, administración de riesgo, planificación, contratación, atención al hombre, propiedad industrial y mercadotecnia.

Como se puede apreciar, ya está en marcha un proceso que debe tender cada vez más a una utilización más eficiente de los recursos materiales, financieros y laborales en las empresas cubanas, donde lógicamente se deberá poner la debida atención al uso eficiente del efectivo por las empresas, a partir de que se comprenda por los empresarios que los recursos inmovilizados en las cuentas por cobrar no otorgan ningún beneficio, no dan liquidez y mucho menos rendimiento. Naturalmente, en un país donde no hay alternativas de inversión para los excedentes temporales de efectivo de las empresas es difícil que los empresarios interioricen el concepto de valor del dinero y por lo tanto se hace hincapié únicamente en la comprensión del término liquidez.

Por ello, considero que el establecimiento de un mercado monetario en Cuba como mecanismo, que posibilite a las empresas invertir a corto plazo sus excedentes temporales de liquidez y al mismo tiempo ponga a su disposición otras alternativas (diferente: al crédito bancario) para financiar sus necesidades temporales de recursos, estimularía el interés de los empresarios para hacer un uso más eficiente de su efectivo.

En capítulos anteriores comentábamos la importante participación de las empresas no financieras en los mercados monetarios, tanto en su calidad de inversionistas, como de prestatarios. Señalábamos además, como las empresas acuden a este mercado con el objetivo de equilibrar sus saldos de tesorería, es decir cuando presentan superávits temporales buscan la forma de invertirlos para recibir un determinado beneficio y no mantener saldos de tesorería ociosos, mientras que cuando las empresas presentan déficits temporales de recursos financieros, pueden también acudir al mercado monetario ya sea como emisores de títulos o como vendedores de éstos para obtener los recursos que necesita y compensar los déficits.

Teniendo en cuenta el doble papel que pueden jugar las empresas en el mercado monetario (prestamista y prestatario) analizaremos por separado algunos aspectos que deberán tenerse en cuenta para facilitar la adecuada participación de las empresas cubanas en un futuro mercado monetario.

IV.3.1 La empresa como inversionista

Cuando una empresa decide invertir temporalmente sus saldos de tesorería se encuentra siempre ante una disyuntiva: liquidez o rendimiento.

La liquidez, como vimos en capítulos anteriores, se mide por la facilidad y certeza de convertir un activo a corto plazo sin sufrir pérdidas, por lo que se considera el dinero el activo más líquido. Así el hecho de aumentar su liquidez, implica para la empresa disponer de más dinero para hacer frente a sus obligaciones.

Por otro lado, como también ya vimos, el rendimiento de un activo se refiere a su capacidad de producir intereses u otros rendimientos al adquirente, como pago por su cesión temporal de capacidad de compra. En otras palabras se necesita ceder liquidez para recibir el rendimiento.

Si el financiero de una empresa tiene preferencia por la liquidez, aumentaran los saldos acreedores en sus cuentas de cheques, con lo cual tendrá reservas para hacer frente a situaciones imprevistas, lo cual constituye el principal beneficio de la liquidez. Sin embargo deberá considerar el costo de oportunidad de esa liquidez, es decir los ingresos que dejará de obtener por la no inversión de los recursos ociosos temporalmente.

Por otra parte, si se mantiene una proporción demasiado pequeña de los fondos en el banco, necesitará vender pequeñas cantidades de títulos con mucha frecuencia, cada vez que se quiera pagar una factura.

El problema en este caso es conseguir un equilibrio adecuado entre los beneficios y los costos de la liquidez.

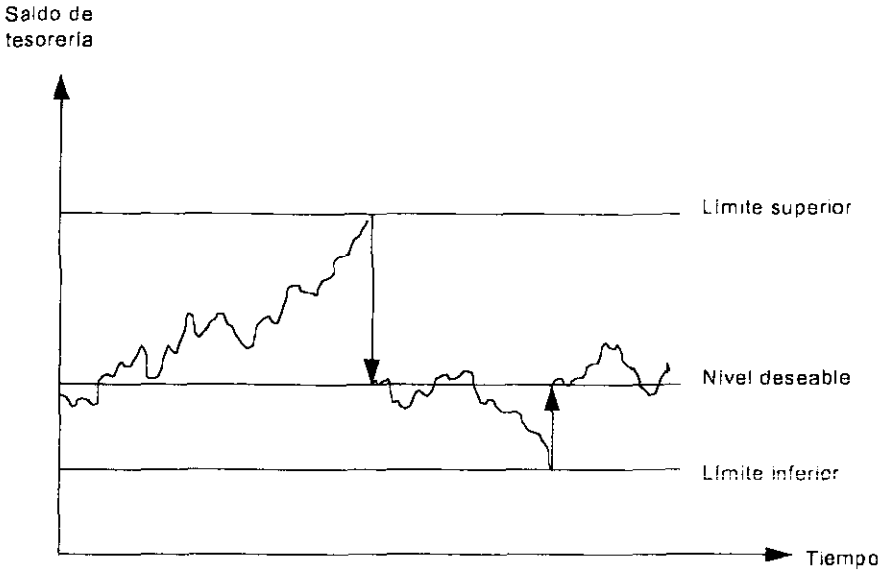
Generalmente, para muchos directivos de empresas el equilibrio entre los beneficios y costos de la liquidez se alcanza siguiendo políticas intuitivas basadas en el conocimiento del negocio y la experiencia de los flujos de efectivo de la empresa para periodos similares. Sin embargo, se han desarrollado modelos que pueden ayudar a los empresarios a tomar decisiones de inversión a corto plazo, como es el caso del modelo desarrollado por Miller y Orr, diseñado para empresas que no pueden predecir día a día las entradas y salidas de tesorería.²¹⁵

El modelo se basa en la determinación de una banda de flotación dentro de la cual pueden fluctuar libremente los saldos de tesorería.

Cuando el saldo de tesorería alcanza el límite superior de la banda, la empresa compra los títulos necesarios para hacer volver el saldo de tesorería a un nivel más normal. Cuando el saldo de tesorería baja al límite inferior, la empresa vende los títulos necesarios para devolver el saldo al nivel deseado. Por tanto, la regla es permitir que varíe libremente el saldo de tesorería hasta que alcance un límite superior o inferior. Cuando eso sucede, la empresa compra o vende títulos para volver al saldo deseado. Gráficamente esto se puede expresar de la forma siguiente:

²¹⁵ Cfr. BREALEY, Richard A. y MYERS, Steward C., *Principios de Finanzas Corporativas*. Madrid: MacGraw-Hill, 1994 (4a.ed.). pp. 946-949.

Figura No.16: Expresión gráfica del modelo de Miller y Orr



Para determinar esta especie de banda de flotación Miller y Orr consideraron tres factores: la variabilidad diaria de los flujos de tesorería (medida por la varianza de éstos), el costo de transacción²¹⁶ y el tipo de interés.

Si la variabilidad diaria de los flujos de tesorería es grande o si el costo fijo de comprar y vender títulos es alto, entonces la empresa debería establecer límites de control muy separados. Por el contrario, si el tipo de interés es alto, los límites deberían establecerse más próximos. Matemáticamente, la distancia entre el límite inferior y el límite superior de la banda de flotación se calcula según la fórmula siguiente:

$$\text{Distancia} = 3 \left(\frac{3}{4} \times \frac{\text{CT} \times \text{Var}}{i} \right)^{1/3}$$

donde:

- Distancia = Distancia entre los límites superior e inferior del saldo de tesorería
- CT = Costo de transacción
- Var = Varianza de los flujos de tesorería
- i = Tasa de interés

Asimismo, el nivel deseable a donde ajustamos al saldo de tesorería cuando éste alcanza su límite inferior o superior lo podemos determinar según la fórmula siguiente:

$$\text{Nivel deseable} = \text{límite inferior} + \frac{\text{Distancia}}{3}$$

²¹⁶ El costo de transacción se refiere al costo que implica para la empresa comprar o vender títulos dado por las comisiones que debe pagar a los intermediarios.

Partir siempre de este punto significa que la empresa toca el límite inferior más frecuentemente que el superior²¹⁷. Esto no minimiza el número de transacciones, para ello sería necesario arrancar siempre exactamente del punto medio entre límites. Sin embargo, partir siempre del punto medio significaría un mayor saldo promedio de tesorería con un costo de oportunidad mayor. Miller y Orr consideraron que el cálculo del nivel deseable, según la fórmula anteriormente señalada, minimiza la suma de los costos de transacción y los costos por intereses.

El modelo de Miller y Orr es fácil de usar. El primer paso es fijar el límite inferior del saldo de tesorería como un mínimo de seguridad para cualquier situación urgente e imprevista de pago. El segundo paso es estimar la varianza de los flujos de tesorería. Por ejemplo, se pueden anotar las entradas o salidas netas de tesorería durante cada uno de los últimos cien días y calcular la varianza de esas 100 observaciones²¹⁸. El tercer paso es examinar el tipo de interés y los costos de transacción de compra o venta de títulos. Por último se calcula el límite superior y el nivel deseable. El siguiente ejemplo ilustra numéricamente la forma en que se puede usar el modelo.

Suponiendo que el saldo mínimo que debe tener una empresa X en efectivo es 15 000 pesos, y que la varianza de los flujos de efectivo se ha calculado en 16 000 000, equivalente a una desviación estándar de 4 000 pesos por día, teniendo en cuenta además que el tipo de interés diario es de 0.020% y el costo de transacción es de 20 pesos, calculamos la distancia entre los límites superior e inferior del balance de tesorería:

$$\text{Distancia} = 3 \frac{(3/4 \times 20 \times 16\,000\,000)^{1/3}}{0.00020}$$

$$\text{Distancia} = 31\,879 \text{ ó } 31\,900 \text{ pesos}$$

Posteriormente determinamos el límite superior y el nivel deseable:

$$\text{Límite superior} = \text{Límite inferior} + 31\,900 = 46\,900 \text{ pesos}$$

$$\text{Nivel deseable} = \text{Límite inferior} + \frac{\text{Distancia}}{3}$$

$$\text{Nivel deseable} = 15\,000 + \frac{31\,900}{3} = 25\,633 \text{ ó } 25\,600 \text{ pesos}$$

Si el saldo de tesorería alcanza 46 900 pesos, se deben invertir 21 300 pesos (46 900 - 25 600) en instrumentos del mercado monetario; si el saldo de tesorería desciende a 15 000 pesos, habría que vender activos financieros por 10 600 pesos (25 600 - 15 000) para reponer el saldo de tesorería y lograr que este alcance el nivel deseable.

Al modelo de Miller y Orr se le señala la limitante de que considera las entradas y salidas de tesorería completamente impredecibles, mientras que muchos empresarios argumentan que si es posible planear a corto plazo la mayoría de las operaciones de tesorería y por lo tanto prefieren tomar sus decisiones de inversión sobre las base de las características específicas de cada compañía y no sobre la base de un modelo general.

No obstante, considero que el modelo de Miller y Orr puede ser un punto de partida interesante para los empresarios cubanos en el camino de la búsqueda de técnicas propias en el

²¹⁷ Según el modelo, el límite superior está dos veces más alejado del nivel deseado que el límite inferior.

²¹⁸ Para calcular la varianza se aplica la fórmula $s^2 = \frac{\sum (x-m)^2}{n}$, donde s^2 es la varianza, x es el saldo diario de tesorería, m es la media aritmética de los saldos y n es el número de observaciones.

proceso de inversión a corto plazo. Sin embargo, es conveniente antes de la aplicación sistemática del modelo, como herramienta auxiliar en la toma de decisiones de inversión a corto plazo, realizar las pruebas de campo suficientes para demostrar la viabilidad del modelo en las condiciones particulares de Cuba y realizar los ajustes necesarios antes de su aplicación práctica.

IV.3.2 La empresa como emisor de títulos.

En capítulos anteriores comentaba que la emisión de títulos negociables en el mercado monetario podía constituir una importante fuente de financiamiento de corto plazo para algunas empresas, fundamentalmente cuando existen restricciones crediticias que puedan limitar el financiamiento bancario. Asimismo, señalaba que la valuación de la empresa emisora por una agencia especializada en calificación de valores era requisito para que la empresa pudiera emitir los títulos.

Una calificación de deuda es "la expresión de una opinión acerca de la probabilidad y riesgo relativo, de la capacidad e intención de un emisor de un título de crédito...de efectuar su pago precisamente en el plazo acordado"²¹⁹.

La evaluación se basa en el análisis de elementos cuantitativos y cualitativos de la empresa y comprende el estudio de razones y proyecciones financieras, así como el entorno económico de la empresa, su posición competitiva, desarrollo de productos, administración y estrategias, todo ello de acuerdo al tipo y plazo de la emisión de que se trate y de las garantías que las respalden. Asimismo, la evaluación puede tomar en consideración a deudores conexos como lo son los garantes, aseguradores ó afianzadores.

Una calificación desempeña la función de evaluar el grado de riesgo de un crédito, elemento fundamental dentro del proceso de toma de decisiones respecto de cualquier inversión. En consecuencia, una calificación no puede ser considerada como una recomendación de compra, venta o retención de los títulos a que se refiere, ya que no contempla los precios del mercado ni la adecuación de sus características a los objetivos de inversión de un inversionista.

Asimismo, una calificación no significa que se haya realizado una auditoría ni que se atestigüe respecto a la autenticidad de la información proporcionada por el emisor. La calificadora efectúa su análisis con base, entre otros elementos, en estados financieros auditados y avalúos efectuados por valuadores autorizados, por lo que ésta es receptora y usuaria del material preparado por aquellos en posición de dar testimonio acerca de la autenticidad, suficiencia y validez de la información analizada. Por lo tanto, al no ser responsable directa o implícitamente de la elaboración de la información proporcionada o de su autenticidad, suficiencia y validez, la calificadora no acepta responsabilidad sobre posibles consecuencias o perjuicios que pudieran surgir por el uso parcial o total de ésta.

La calificación de valores es un proceso con grandes similitudes al análisis de crédito que realizaría un banco. Por lo tanto, es muy conveniente que en la calificación de los valores que emitan las empresas cubanas para obtener financiamientos a corto plazo en el mercado monetario participen activamente los analistas de créditos de los bancos comerciales, los cuales tienen por lo general un amplio conocimiento de las empresas que atienden, además de que éstos aportarían elementos de gran importancia relacionados con la disciplina de la empresa a calificar para cumplir sus obligaciones con sus acreedores tanto bancarios como empresariales. Asimismo, la participación de funcionarios del Ministerio de Finanzas y Precios aportaría antecedentes relacionados con el cumplimiento de la empresa de sus obligaciones fiscales.

²¹⁹ Standard & Poor's - Caval, "Calificaciones y Comentarios" (julio de 1996), p.12.

En el caso de Cuba, sería conveniente la creación de una Comisión de Calificación de Valores Empresariales (COCAVE), de carácter nacional que calificaría los valores a emitir por las empresas y que estaría integrada por representantes de los bancos comerciales que atienden las cuentas de la empresa a calificar, así como de funcionarios del ministerio de finanzas y precios, pudiendo incluir, si se requiere, a especialistas de otras instituciones relacionadas con la actividad productiva, comercial o financiera de la empresa en cuestión. La COCAVE deberá elaborar su propia metodología de calificación adecuada a las condiciones de la economía cubana, sin embargo, es muy importante tener en cuenta la experiencia de compañías extranjeras de amplio reconocimiento internacional en esta actividad como son Standard & Poor's o Moody's.

Por ejemplo, la metodología analítica de Standard & Poor's se divide en áreas para asegurarse que se tomen en cuenta todas las cuestiones relevantes tanto cuantitativas como cualitativas. De esa forma, en el caso de empresas industriales las áreas cualitativas se orientan hacia el análisis del negocio, la competitividad de la compañía dentro del sector al que pertenece, así como la capacidad de su administración; lo cuantitativo hace referencia al análisis financiero²²⁰.

Standard & Poor's organiza un equipo de analistas con la experiencia adecuada, designando un responsable de la dirección del proceso de calificación. Estos analistas revisan toda la información pertinente, que en el caso de empresas industriales incluye generalmente los informes financieros auditados de cinco años atrás, proyecciones de flujo de efectivo y financieras, información sobre operaciones, informes legales, así como cualquier otro que la calificadora considere relevante, con vistas a formarse una opinión inicial de la situación y resultados financieros del emisor.

A continuación, si procede, Standard & Poor's se reúne con la dirección de la emisora, con el fin de revisar al detalle los planes financieros y operativos clave de la compañía, así como las políticas establecidas al respecto y los factores que pudieran repercutir en la calificación. Dicha reunión ayuda a los analistas a desarrollar la evaluación cualitativa, tan importante para la decisión sobre la calificación.

Una vez terminado el análisis financiero y la evaluación de la emisión en su conjunto, se prepara un resumen con los datos sobresalientes del estudio que el funcionario responsable presenta al comité calificador para su discusión y decisión respecto a la calificación que deba asignarse a la emisión de que se trate.

Después que el comité calificador ha tomado una decisión, se informa al emisor la calificación correspondiente y se explican los motivos de la misma. El emisor puede apelar la decisión del comité presentando información adicional, antes de asignar una calificación definitiva. Sin embargo, Standard & Poor's no asegura que esta nueva información modifique la decisión de dicho comité.

Al quedar asignada una calificación definitiva, ésta se hace pública empleando los medios de comunicación establecidos por Standard & Poor's.

La calificación tiene la misma vigencia que la deuda calificada. Por ello, el emisor debe mantener periódicamente informado a Standard & Poor's de su situación financiera así como de cualquier evento o cambio en sus circunstancias de operación y entorno en que se desenvuelve.

²²⁰ El proceso de calificación no se limita al examen de razones financieras. Por ejemplo, la evaluación de la calidad crediticia para las empresas industriales contempla una metodología más amplia que supone una revisión detallada de los fundamentos del negocio, incluyendo perspectivas de crecimiento del sector y su vulnerabilidad ante los cambios tecnológicos, problemas sociales o impactos por reglamentaciones u ordenamientos legales.

También es práctica común el llevar a cabo reuniones de revisión, las que permiten a los analistas mantenerse al corriente sobre cómo la dirección de la empresa percibe los acontecimientos, así como tratar las áreas potenciales de problemas y tener información sobre los cambios en la planeación de la Compañía.

Como resultado del proceso de seguimiento, en ocasiones queda de manifiesto que las condiciones cambiantes del negocio o del entorno económico, requieren de la reconsideración de una calificación. Cuando esto ocurre, el analista principal lleva a cabo una revisión preliminar que puede conducir a la inclusión en el listado de Revisión Especial²²¹. A continuación se realiza un amplio análisis que incluye, si procede, una reunión con la dirección de la empresa, así como una presentación al comité de calificación de los resultados obtenidos del estudio efectuado. Dicho comité evalúa la propuesta, toma una decisión sobre la calificación, se le notifica al emisor y considera la apelación si ésta se produce. Una vez finalizado este proceso se publica el resultado.

Las calificaciones de Standard & Poor's se han establecido dentro de una escala con diversos grados observando las siguientes consideraciones:

1. La probabilidad relativa en el mercado de incumplimiento de pago de una emisión de deuda. La calificación evalúa la capacidad y voluntad de un emisor para cumplir oportunamente con el pago de intereses y principal de la deuda que haya emitido de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión.
2. La naturaleza, características y provisiones de la obligación.
3. La protección existente y la relativa posición de la obligación, respecto a circunstancias de declaración de quiebra, fusiones, reorganizaciones o cualquier otro evento que pudiera surgir en el desempeño de la actividad del emisor, o de cualquier Ley u ordenamiento que pudieran afectar los derechos del acreedor.

Standard & Poor's ha establecido 6 categorías de calificación, aplicables a emisiones de deuda con plazos inferiores a un año:²²²

A-1 Esta designación, que es la de más alta categoría, indica un fuerte grado de seguridad respecto al pago oportuno de intereses y principal. En caso de deuda emitida en la que se determine que posee extraordinarias características sobre el grado de seguridad de pago oportuno, se indica tal circunstancia agregando a la calificación un signo de más (+).

A-2 Indica que la capacidad de pago oportuno de intereses y principal es satisfactoria. Sin embargo, el grado relativo de seguridad no es tan elevado como el de las emisiones comprendidas en la categoría A-1.

A-3 Las emisiones comprendidas en esta categoría tienen una adecuada capacidad de pago oportuno tanto de intereses como de principal. Sin embargo, son más vulnerables a los efectos adversos de cambios circunstanciales que las emisiones calificadas en las categorías superiores.

B Las emisiones de deuda de corto plazo calificadas "B" son las que se considera que contemplan una mayor incertidumbre o exposición al riesgo a circunstancias adversas

²²¹ Una emisión se considera en "Revisión Especial" para señalar que determinado evento o tendencia de corto plazo ameritan un seguimiento especial. El que una emisión figure en el listado de "Revisión Especial" no significa necesariamente un cambio en la calificación correspondiente. Ello dependerá finalmente del análisis que se efectúe.

²²² Cfr. ¿Qué es una calificación? Editorial. Revista Calificaciones y Comentarios. México: Standard & Poor's, Calificadora de Valores, julio 1996. pp. 14-15.

financieras, del negocio o de la economía que pudieran provocar una inadecuada capacidad de pago oportuno tanto de intereses como del principal.

C Esta calificación se asigna a las emisiones de deuda de corto plazo con una dudosa capacidad oportuna de pago de intereses y principal.

D Esta calificación indica que la emisión de deuda de corto plazo ha incurrido en un incumplimiento de pago.

En Cuba, los bancos y las instituciones financieras no bancarias tienen la obligación de clasificar y evaluar sus activos crediticios con el fin de crear las provisiones correspondientes para lo cual el Banco Central de Cuba emitió el "Reglamento para la clasificación de activos crediticios y política de provisiones". Este reglamento puede servir de guía para instrumentar una metodología específica para la calificación de los valores empresariales, pues ya ha sido utilizado por las instituciones financieras cubanas y capitaliza la experiencia de éstas en la valuación de los créditos.

El Banco Central de Cuba establece cinco categorías de activos crediticios²²³:

(A) Mínimo: Los activos crediticios no muestran ninguna señal de deficiencia real o potencial y es improbable que el banco sufra pérdidas.

(B) Bajo: Los activos crediticios presentan deficiencias que justifican una atención especial por parte de la gerencia (por ejemplo disminución de la capacidad de pago del deudor), pues de no corregirse dichas deficiencias podrían originar el deterioro de las perspectivas de recuperación o de la situación crediticia de la entidad.

(C) Medio: Créditos que no están adecuadamente cubiertos por la actual capacidad de pago y el patrimonio del deudor o por la garantía dada en prenda, de existir alguna, presentan deficiencias bien definidas que comprometen la liquidación de la deuda, se caracterizan por la clara posibilidad de que el banco incurra en una pérdida.

(D) Alto: Los créditos en esta categoría presentan todas las deficiencias inherentes a la categoría de "medio", pero con la característica adicional de que con base en los hechos y condiciones existentes en la actualidad, su pago total resulta altamente dudoso e improbable.

(E) Irrecuperable: Se consideran incobrables y de tan bajo valor que no se justifica mantenerlos como activos. Esto no quiere decir que el crédito no tenga absolutamente ningún valor de recuperación o rescate, sino más bien que no resulta sensato ni deseable postergar la cancelación contable de un activo casi sin valor, aunque en el futuro pueda lograrse una recuperación parcial.

A los efectos de definir el nivel de riesgo en la calificación de la cartera de créditos se valoran los conceptos de Comportamiento de los Pagos y Situación Financiera.

La valoración del comportamiento de los pagos se efectúa de la forma siguiente:

Muy bueno: Los intereses y el principal de la deuda están al día y no existe evidencia alguna de que en el actual saldo del préstamo esté incluido algún monto capitalizado²²⁴ por renovaciones de préstamos anteriores.

²²³ Las clasificaciones de mínimo, bajo, medio, alto e irrecuperable reflejan el riesgo de no recuperar los créditos otorgados en las condiciones pactadas.

Bueno: Préstamos en los que los intereses o el principal históricamente han estado atrasados más de siete días pero menos de treinta días, o en los que existe alguna evidencia de capitalización de intereses.

Insatisfactorio: Préstamos en los que el principal o los intereses han estado atrasados más de treinta días o en los que existe alguna evidencia de capitalización de intereses.

La valoración de la situación financiera se efectúa de la forma siguiente.

Muy buena: La situación financiera del prestatario deberá ser de la más alta calidad; los distintos indicadores de una situación financiera sólida deberán señalar que el prestatario es sin lugar a dudas capaz de reembolsar tanto el principal como los intereses.

Satisfactoria: El prestatario es estable desde el punto de vista financiero, pero existen algunos aspectos secundarios que son insatisfactorios en relación con sus resultados financieros, algunos de los cuales pueden ser importantes.

Regular: El prestatario es inestable desde el punto de vista financiero y existen algunos aspectos insatisfactorios en relación con su situación financiera.

Insatisfactoria: La situación financiera del prestatario es muy insatisfactoria, es posible que se haya iniciado o esté por iniciarse la liquidación u otros procedimientos por insolvencia.

Sobre la base de la valuación que se haya hecho del comportamiento de los pagos y de la situación financiera se califican los activos crediticios según la siguiente matriz de calificación

Matriz de calificación de activos crediticios

SITUACIÓN FINANCIERA	COMPORTAMIENTO DE LOS PAGOS		
	MUY BUENO	BUENO	INSATISFACTORIO
MUY BUENA	MÍNIMO	BAJO	MEDIO
SATISFACTORIA	BAJO	MEDIO	MEDIO
BUENA	MEDIO	MEDIO	ALTO
REGULAR	MEDIO	ALTO	IRRECUPERABLE
INSATISFACTORIA	ALTO	IRRECUPERABLE	IRRECUPERABLE

Si se desea calificar un prestatario, cuya situación financiera fue calificada como satisfactoria y su comportamiento en relación a los pagos como bueno, el punto donde ambas calificaciones se cruzan en la matriz indican una clasificación general media para los préstamos otorgados a este sujeto de crédito.

IV.4 El registro de las operaciones del mercado monetario

Las instituciones que participen en el mercado monetario cubano, ya sean instituciones financieras o empresas no financieras, deberán contabilizar, según los procedimientos que a tal efecto elabore el Ministerio de Finanzas y Precios, cada operación que se realice con los instrumentos que operarán en este mercado, con el objetivo de controlar adecuadamente las

²²⁴ La capitalización (de intereses) es el proceso mediante el cual el interés no cobrado se agrega al principal no reembolsado en la fecha de pago o de vencimiento de un préstamo o anticipo. Incluye además intereses no pagados que son refinanciados o renovados mediante un nuevo crédito bancario.

operaciones y mantener en todo momento la claridad y transparencia necesaria para que el mercado funcione correctamente.

En este sentido, el Ministerio de Finanzas y Precios deberá considerar algunos principios de contabilidad aplicables a las inversiones temporales²²⁵, como son los relacionados con las reglas de valuación y presentación.

Las reglas de valuación establecen que las inversiones en valores negociables se valúan a su valor neto de realización²²⁶, mientras que las inversiones en otros instrumentos se valúan a su costo de adquisición más el rendimiento devengado, o a su valor neto estimado de realización (de los dos el menor).

Asimismo, las reglas de valuación de las inversiones temporales establecen que el costo de adquisición de estas inversiones debe incluir los gastos incurridos en la compra, tales como comisiones y corretajes.

En relación a los rendimientos, los principios de contabilidad señalan que los rendimientos sobre las inversiones temporales se reconocen en los resultados conforme se devengan, mientras que los rendimientos devengados y no cobrados al momento de la compra, representan una recuperación del costo y no forman parte de los resultados del período en que se cobran.

Por su parte, las reglas de presentación de las inversiones temporales establecen que éstas deberán mostrarse en el balance general como la primera partida del activo circulante, conjuntamente con el efectivo, excepto cuando existan restricciones formales en cuanto a su disponibilidad, en cuyo caso se mostrarán por separado en el activo circulante.

En el caso de que existan restricciones para la disponibilidad de las inversiones temporales, éstas deben revelarse en las notas a los estados financieros, donde además deben indicarse las políticas de valuación seguidas y en su caso, el efecto de los hechos posteriores que por su importancia modifiquen sustancialmente la valuación de las inversiones temporales entre la fecha de los estados financieros y la fecha en que éstos son emitidos.

Teniendo en cuenta los aspectos señalados anteriormente, el primer paso para un adecuado control de las operaciones del mercado monetario cubano debe ser su registro en un libro general que permita, no sólo el control de las operaciones, sino también su valoración en el tiempo. En este libro se registrarán, por el área de tesorería de las entidades, todas las operaciones que éstas realicen (ya sean prestamistas o prestatarias) en el mercado monetario y podrá denominarse "Libro Mayor de Operaciones en el Mercado Monetario".

En países donde las tasas de interés fluctúan permanentemente, permitiendo a los agentes que participan en el mercado la obtención de resultados financieros adicionales, derivados del comportamiento de los tipos de interés, el registro de operaciones en el mercado monetario puede llamarse también "Libro de Posición en el Mercado Monetario".²²⁷

²²⁵ Según los "Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados" las inversiones temporales están representadas por valores negociables o por cualquier otro instrumento de inversión, convertibles en efectivo en el corto plazo y tienen por objeto, normalmente, obtener un rendimiento hasta el momento en que estos recursos sean utilizados por la entidad.

²²⁶ El valor neto de realización representa el valor de cotización en el mercado o el precio de venta de la inversión, menos los gastos que se incurirán en la enajenación.

²²⁷ La posición del mercado monetario es la situación creada, mediante contratos del mercado monetario, en la que las variaciones que puedan producirse en los tipos de interés pudieran crear beneficios o pérdidas para el agente que interviene en las operaciones.

En este sentido, la propuesta para el registro y contabilización de las operaciones en el mercado monetario de Cuba se basa en el criterio de que este mercado monetario no se debe constituir en un mecanismo para alentar la especulación de las entidades cubanas y mucho menos de extranjeros. El mercado monetario cubano se concibe como un instrumento para estimular la mejor utilización por parte de las entidades de los recursos monetarios temporalmente libres, siempre en apoyo a su actividad fundamental que es producir con eficiencia bienes y servicios, por lo tanto la obtención de ingresos financieros por parte de las entidades no debe desviar a éstas de su actividad fundamental.

Consecuentemente, los precios de las transacciones del mercado monetario de Cuba deberán, básicamente, ajustarse a las tasas de rendimiento (interés) determinadas para cada emisión, lo que significa que el precio de compra y venta de cualquier título podrá ser calculado por cualquier participante en el mercado y respetado por compradores y vendedores.

No obstante lo anterior, dada la necesidad de contar con un mercado secundario con suficiente desarrollo para brindar liquidez a los títulos, es conveniente otorgar a los tenedores de los activos financieros la facultad de negociar el precio del instrumento dentro de un margen que se deberá establecer para cada tipo de activo. Este margen deberá dar la opción al tenedor del instrumento de venderlo a un precio inferior al que le corresponda al título, comentado en el párrafo anterior, pero deberá ser suficientemente estrecho pero no alentar la especulación entre compradores y vendedores.

Este mecanismo, que implica una seria limitación para el libre establecimiento de los precios por parte de los participantes, persigue el objetivo de garantizar un rendimiento previamente conocido para el tenedor de un título y que éste mantenga el instrumento financiero en su cartera hasta que realmente necesite liquidez por necesidades de la operación de la organización y evitar así que utilice su inversión como un simple instrumento para obtener beneficios de compra-venta.²²⁸

La página del "Libro Mayor de Operaciones en el Mercado Monetario" registra, para cada transacción, la información siguiente:

- 1) Fecha de la transacción.
- 2) Tipo de transacción; compra o venta de títulos; disposición o amortización de préstamos.
- 3) Título que se negocia.
- 4) Vencimiento del instrumento financiero.
- 5) Precio al vencimiento. En el caso de títulos valor nominal.
- 6) Precio de la transacción.
- 7) Si el título se negocia a descuento o si paga intereses al final del periodo.
- 8) Intereses o descuentos totales: precio al vencimiento menos precio en la transacción.
- 9) Días que han de transcurrir hasta el vencimiento: para las transacciones del mercado de dinero el supuesto estándar es tomar años de 360 días con meses de 30 días, para las

²²⁸ El beneficio de compra-venta se produce cuando se compra o vende un título a un precio diferente (inferior en el caso de compra, superior en caso de venta) al que le correspondería tomando en cuenta la tasa de interés a la que se pactó la emisión. El precio es inferior si las tasas de interés subieron y superior si las tasas de interés bajaron.

transacciones de préstamo se considera el número de días en el año de 365 y el número de días en el mes depende del número que tiene el mes en el calendario.

10) Tasa de descuento anual para las operaciones que cotizan a descuento.

11) Tasa de rendimiento anual.

Las seis primeras columnas presentan la información básica necesaria para contabilizar los activos y pasivos de las operaciones que se producen en el mercado monetario. Las columnas restantes facilitan la valoración de estas transacciones en el transcurso del tiempo.²²⁹

Para ilustrar el uso del "Libro Mayor de Operaciones en el Mercado Monetario" veamos el registro de las siguientes transacciones:

1. El 1° de marzo se adquieren 100 títulos A, con un valor nominal de 100 pesos cada uno y vencimiento a 90 días, a un precio unitario de 95 pesos. Lo que representa un descuento de 5 pesos por cada título y un descuento total de 500 pesos por toda la transacción. La tasa de descuento anual aplicada es del 20%.
2. El 10 de marzo se venden los 100 títulos A por 9 540.00 pesos (95.40 pesos por cada título).
3. El 13 de marzo se toma un préstamo de 30 000 pesos del Banco A. Los intereses a pagar son de 15% anual y se pagan en el momento del vencimiento, el 12 de mayo.
4. El 15 de marzo se compran 500 títulos B que vencen el 15 de septiembre. Se adquieren estos títulos por 46 500 pesos (93 pesos por cada título). Los instrumentos tienen un valor nominal de 100 pesos, con una tasa de descuento anual del 14%, por lo que el descuento total será de 3 500 pesos.
5. El 20 de marzo se adquiere un depósito a plazo fijo a 270 días por 5000 pesos, el cual vence el 20 de diciembre y otorga un interés anual del 10%.
6. El 23 de marzo se venden 200 títulos B, de los comprados el 15 de marzo, a 93 311 pesos la unidad (lo que representa un pago de 18 662.21 pesos).
7. El 25 de marzo se venden otros 150 títulos B a 93.3888 pesos cada uno.

Las transacciones anteriormente señaladas fueron elaboradas bajo el criterio de que el participante en el mercado monetario es una empresa no financiera que actúa como inversionista, es decir, la mayoría de las operaciones consisten en inversiones y liquidaciones de esas inversiones (compra y venta de títulos).

²²⁹ Para mayor información sobre las columnas "Tasa de descuento" y "Tasa de rendimiento anual", ver epígrafe III 4.

LIBRO MAYOR DE OPERACIONES EN EL MERCADO MONETARIO										
Fecha	Transacción	Título	Vencimiento	Precio en el momento del vencimiento	Precio de la transacción	Interés o descuento	Intereses o descuentos totales	Días hasta el vencimiento	Tasa de descuento anual	Tasa de rendimiento anual
<u>Inversiones</u>										
1-Mar	+	100A	1-Jun	10,000.00	9,500.00	D	500.00	90	0.2000	0.2105
10-Mar	-	100A	1-Jun	-10,000.00	-9,540.00	D	-460.00	81	0.2044	0.2143
15-Mar	+	500 B	15-Sep	50,000.00	46,500.00	D	3,500.00	180	0.1400	0.1505
20-Mar	+	C	20-Dic	5,370.00	5,000.00	I	370.00	270	-	0.1000
23-Mar	-	200 B	15-Sep	-20,000.00	-18,662.21	D	-1,337.79	172	0.1400	0.1500
25-Mar	-	150 B	15-Sep	-15,000.00	-14,008.32	D	-991.68	170	0.1400	0.1499
Total				20,370.00	18,789.47		1,580.53			
<u>Préstamos</u>										
13-Mar	-	Banco A	12-May	-30,740.00	-30,000.00	I	-740.00	60	-	0.1500

Nota: Para las inversiones el signo (+) indica compra y el signo (-) indica venta.
 Para los préstamos el signo (-) indica disposición y el signo (+) indica amortización.

Como ilustración más detallada de las entradas que se registran en el libro, veamos la entrada que representa la compra de 100 títulos A el 1° de marzo.

Los títulos A se adquirieron por 9 500 pesos y vencen el 1° de junio, que es cuando serán liquidados por el valor de 10 000 pesos. Significa esto que los 100 títulos A fueron adquiridos con un descuento total de 500 pesos. Debido a que deben transcurrir 90 días para que se produzca el vencimiento, el descuento total de 500 pesos representa una tasa de descuento anual del 20%, de la cual se deriva una tasa de rendimiento del 21.05%.

Por otra parte, para una mejor comprensión de algunos cálculos que serán utilizados para registrar las operaciones del mercado monetario es recomendable revisar el punto 4 del capítulo III, donde se comentan algunos elementos de matemáticas financieras, así como las principales relaciones entre las variables que intervienen en el precio de los instrumentos que cotizan a descuento.

Las pérdidas y ganancias que se obtienen en las operaciones del mercado monetario se pueden clasificar en pérdidas y beneficios realizados y no realizados. Las pérdidas y beneficios realizados proceden de la liquidación de títulos que ha tenido lugar dentro del período contable; las pérdidas y beneficios no realizados están asociadas a títulos que permanecen en inventario al final de dicho período.

Pérdidas y beneficios realizados

El Libro Mayor de Operaciones en el Mercado Monetario indica que en el mes de marzo se liquidaron los siguientes títulos:

1. Los 100 títulos A se compraron el 1° de marzo por 9 500.00 pesos y se vendieron el 10 de marzo por 9 540.00 pesos.
2. El 15 de marzo se compraron 500 títulos B por 46 500 pesos, de los cuales se vendieron 200 títulos el 23 de marzo por 18 662.21 pesos y 150 títulos el 25 de marzo por 14 008.32 pesos.

Con la ayuda del siguiente cuadro podemos ver como se reflejan en el libro mayor los beneficios realizados como resultado de la negociación de los títulos A, calculando los saldos después del 10 de marzo, momento en que se vendieron los títulos A:

Beneficios realizados en el Libro Mayor de Operaciones en el Mercado Monetario

Fecha	Operación	Precio en el momento del vencimiento	Precio en la transacción	Intereses o descuentos totales
1° de marzo	Compra 100A	10,000.00	9,500.00	500.00
10 de marzo	Venta 100A	<u>-10,000.00</u>	<u>-9,540.00</u>	<u>-460.00</u>
Saldo		0	-40.00	40.00

El beneficio realizado, 40 pesos, permanece en la columna "interés o descuentos totales" y reduce el saldo de la columna "precio en la transacción". Este beneficio de 40 pesos se compone de dos elementos:

- 1) los descuentos logrados durante el periodo en el que se ha mantenido el título
- 2) una pérdida de compra venta que se ha obtenido como resultado de la venta del título a un precio inferior al que le correspondería por la simple acumulación de los intereses generados en los 9 días que el tenedor del título lo mantuvo en su poder.

1. Descuentos ganados

Para determinar los rendimientos que ha generado el título durante el periodo que la institución lo ha mantenido en su poder (9 días) se puede utilizar la fórmula de interés simple (fórmula 3) comentada en el capítulo anterior a partir de la cual podemos determinar el valor futuro de un valor actual dado.

$$VF = VP (1 + i(d/360))$$

$$VF = 9\ 500 (1 + 0.2105(9/360))$$

$$VF = 9\ 550 \text{ pesos}$$

En los nueve días que el título se mantuvo en poder de la institución el monto de la inversión inicial (9 500 pesos) se incrementó a 9 550 pesos como resultado del rendimiento generado durante ese periodo. En consecuencia, el descuento ganado en el periodo es de 50 pesos (9 550 - 9 500).

2. Pérdida de compra - venta

Si el tenedor del título lo hubiera vendido en el mercado secundario a un precio equivalente al valor actualizado de su inversión el día 10 de marzo (9 550 pesos) no hubiera obtenido ningún resultado adicional por la operación de compra - venta; sin embargo, al vender el activo financiero a un precio inferior, quizás por la necesidad de recuperar rápidamente liquidez, el tenedor del instrumento financiero ha obtenido una pérdida de compra - venta de 10 pesos (9 550 - 9 540). Como resultado de esta operación, el comprador del título ha recibido un instrumento que devenga un rendimiento superior (21.43% anual) al que tenía antes de enajenarse (21.05%).²³⁰

En resumen, los beneficios realizados por las operaciones con los 100 títulos A ascienden a 40 pesos, de los cuales 50 pesos corresponden a descuentos ganados y 10 pesos corresponden a la pérdida por la compra - venta de los títulos.

De igual forma, se puede analizar los beneficios realizados por las operaciones con los títulos B, calculando los saldos el último día en que se hicieron operaciones con títulos B (25 de marzo).

En este caso, se incluyen en la tabla la operación de compra de 350 títulos, equivalentes a los que serán posteriormente vendidos, quedando una posición de 150 títulos en poder de la institución al finalizar el mes de marzo.

²³⁰ La relación entre el precio de los títulos y las tasas de rendimiento se comenta en el epígrafe III.4.2 "Determinación del precio de los instrumentos que cotizan a descuento. Relaciones fundamentales entre las variables que intervienen en el precio".

Beneficios realizados en el Libro Mayor de Operaciones en el Mercado Monetario

Fecha	Operación	Precio en el momento del vencimiento	Precio en la transacción	Intereses o descuentos totales
15 de marzo	Compra 350B	35,000.00	32,550.00	2,450.00
23 de marzo	Venta 200B	-20,000.00	-18,662.21	-1,337.79
25 de marzo	Venta 150B	<u>-15,000.00</u>	<u>-14,008.32</u>	<u>-991.68</u>
Saldo		0	-120.53	120.53

El beneficio realizado de 120.53 pesos obtenido como resultado de las operaciones con los títulos B se desglosa de la forma siguiente:

En los 8 días que el paquete de 200 títulos se mantuvo en la institución, la inversión inicial de 18 600 pesos (200 títulos por el precio de compra unitario de 93 pesos) se incrementó a 18 662. 21 pesos ($18\ 600[1+0.1505(8/360)]$), lo que representa un descuento ganado de 62.21 pesos ($18\ 662.21 - 18\ 600$).

Por otra parte, la inversión inicial que representó adquirir los otros 150 títulos B el 15 de marzo (dentro del paquete de 500 títulos adquiridos ese día) y que ascendió en su momento a 13 950 pesos (150 títulos por el precio de compra de 93 pesos) se incrementó en los 10 días que estos títulos se mantuvieron en la institución a 14 008.32 pesos ($13\ 950[1+0.1505(10/360)]$), lo que constituye un descuento ganado de 58.32 pesos ($14\ 008.32 - 13\ 950.00$).

En resumen, del total de los descuentos ganados 62.21 pesos se obtienen por la negociación de los 200 títulos el 23 de marzo y 58.32 pesos por la negociación de los otros 150 títulos el 25 de marzo.

En este caso, dado que el precio de venta de los títulos B se corresponde con el incremento que ha tenido diariamente el precio inicial, como consecuencia del descuento devengado, no se obtuvo ningún resultado adicional por la operación de compra - venta.

Pérdidas y beneficios no realizados

El 31 de marzo, final del período que estamos analizando, en la cartera del mercado monetario permanecen las partidas siguientes:

- 1) 150 títulos B comprados el 15 de marzo (los otros 350 títulos fueron liquidados en el curso del mes).
- 2) El depósito a plazo fijo (título C) comprado el 20 de marzo por 5 000 pesos.
- 3) Préstamo por 30 000 pesos, formalizado el 13 de marzo.

El cuadro siguiente aporta una relación de estos instrumentos:

Título o préstamo	Precio de transacción	Intereses y descuentos ganados	Valor contable ajustado (2)+(3)
(1)	(2)	(3)	(4)
Títulos			
150 B	13 950.00	87.50	14 037.50
C	5 000.00	15.07	5 015.07
	18 950.00	102.57	19 052.57
Préstamos			
Banco X	30 000.00	221.92	30 221.92

Las inversiones en el mercado monetario figuran en la columna del precio con un costo total de 18,950.00 pesos (columna 2); sin embargo, el valor contable de estos títulos es de 19,052.57 pesos (columna 4). Existe entonces un beneficio no realizado de 102.57 pesos.

La columna (3) "intereses y descuentos ganados" del cuadro anterior indica, para cada uno de los instrumentos de la cartera, los intereses y descuentos que se han acumulado desde el día en que se produjo la transacción inicial hasta la fecha en que se cierra la información, de la manera siguiente:

1. Con los 150 títulos B se ganó 87.50 pesos, valor que se obtiene al aplicar la tasa de rendimiento de estos títulos a la inversión inicial (13 950 pesos) por la cantidad de días que estuvieron en cartera (15 días).
2. Con el título C (depósito a plazo fijo) se ganó 15.07 pesos, que corresponde a los intereses generados durante los 11 días transcurridos desde el momento en que se adquirió el depósito hasta la fecha de cierre de mes.
3. Se deben 221.92 pesos por concepto de intereses, valor que resulta de la aplicación a 18 días de la tasa de interés pactada por el préstamo.

Sumando estos intereses y descuentos (ya producidos) al precio original, obtenemos el valor ajustado de estos instrumentos en los libros (columna 4).

En relación a los préstamos, el monto total de los que se debe se ha incrementado, situándose en 30 221.92 pesos, debido a los intereses de 221.92 pesos pendientes de pago producidos por la deuda.

Beneficios y pérdidas totales

Tal y como se ha indicado, las operaciones realizadas en el mercado monetario han producido lo siguiente:

1. Un beneficio realizado total de 160.53 pesos (40 pesos por la negociación de los 100 títulos A y 120.53 pesos por la negociación de 350 títulos B).
2. Un beneficio no realizado total de 102.57 pesos (87.50 pesos por los descuentos devengados por los 150 títulos B que se mantienen en cartera a final de mes y 15.07 pesos por los intereses generados por el depósito a plazo fijo).
3. Gastos por concepto de intereses por 221.92 pesos.

El inventario de títulos en la cartera de mercado monetario tiene un valor registrado en el Libro Mayor de Operaciones en el Mercado Monetario, que asciende a 18,789.47 pesos, mientras que el valor contable ajustado de esta cartera es de 19,052.57 pesos. Por lo tanto, las operaciones realizadas en el mercado monetario correspondientes al período analizado, produjeron un beneficio total de 263.10 pesos, que se componen de intereses y descuentos ganados (realizados y no realizados) y una pérdida de compra - venta, tal como se examinó más arriba.

Siguiendo el mismo razonamiento, el monto total que se le debe al banco A al finalizar el mes es de 30 221.92 pesos, mientras que el registro general del mercado monetario indica solamente 30 000.00 pesos. Por tanto, los gastos financieros de esta cartera, correspondientes al período son 221.92 pesos.

La contabilización de las operaciones del mercado monetario

Cuando se compran títulos, las anotaciones que se producen de acuerdo con la contabilidad tradicional consisten en adecuar la cuenta acreedora "títulos comercializables" y abonar caja. Por tanto, cuando adquirimos los distintos títulos que se muestran en el "Libro Mayor de Operaciones en el Mercado Monetario", las anotaciones contables son las siguientes:

		Debe	Haber
1° de marzo	Títulos comercializables (Títulos A) Caja	9 500.00	9 500.00
15 de marzo	Títulos comercializables (Títulos B) Caja	46 500.00	46 500.00
20 de marzo	Títulos comercializables (Título C) Caja	5 000.00	5000.00

Cuando se venden títulos, hay que invertir las anteriores anotaciones y reconocer, además, cualquier beneficio o pérdida que se haya realizado con el título. Tal y como se muestra a continuación, el beneficio o pérdida se compone de dos elementos: intereses y descuentos ganados mas el beneficio o pérdida comercial realizado. Por tanto, cuando vendemos los títulos, las anotaciones serán las siguientes:

		Debe	Haber
10 de marzo	Caja Títulos comercializables (Títulos A) Descuentos e intereses ganados Pérdida de compra-venta realizada	9 540.00	9 500.00 50.00
23 de marzo	Caja Títulos comercializables (Títulos B) Descuentos e intereses ganados	18 662.21	18 600.00 62.21
25 de marzo	Caja Títulos comercializables (Títulos B) Descuentos e intereses ganados	14 008.32	13 950.00 58.32

La contabilización de los intereses y descuentos ganados varía según la forma en que se negocie el título: al descuento o devengando intereses. Para los títulos negociados a descuento, tales como los títulos B, el montante de descuentos ganados, va unido a un aumento del valor de los títulos comprados y vendidos. Así el descuento ganado con los títulos B que aun permanecen en cartera se contabilizan de la forma siguiente:

		<u>Debe</u>	<u>Haber</u>
31 de marzo	Títulos comercializables (Títulos B)	87.50	
	Descuentos e intereses ganados		87.50

Para los títulos que producen intereses al final del período, los intereses ganados vienen acompañados por un incremento de los intereses devengados por recibir, derivados de los mismos. El interés por el título C (depósito a plazo) ganado durante todo el período en que se mantiene el mismo, se presenta así:

		<u>Debe</u>	<u>Haber</u>
31 de marzo	Interés devengado no cobrado	15.07	
	Descuentos e intereses ganados		15.07

Si se suman las anotaciones correspondientes a títulos negociables y se le añade a este total el interés devengado y no cobrado, se obtiene el total definitivo de 19,052.57 pesos (valor contable ajustado de los títulos al final del período). Sin embargo, el Libro Mayor de Operaciones en el Mercado Monetario indica un costo de los títulos igual a 18,789.47 pesos. La diferencia entre estas dos cifras (263.10 pesos) es igual a la suma de intereses y dividendos ganados durante el período y la pérdida de compra - venta realizada.

Para hacer que las cifras del Libro Mayor de Operaciones en el Mercado Monetario se correspondan con los valores reales de la cartera, es necesario resolver la diferencia total entre el valor ajustado de la cartera y el costo que allí se refleja. Esto se hace transfiriendo 263.10 pesos de la columna "intereses o descuentos totales" a la columna "precio de la transacción". El nuevo saldo de la columna "precio de la transacción, 19,052.57 pesos, aporta la base del costo para el período siguiente. El nuevo saldo de la columna "intereses o descuentos", 1317.43 pesos, refleja los intereses y descuentos todavía no devengados al principio del período siguiente.

Por otra parte, el gasto de intereses derivados de los préstamos durante el período se refleja en los libros mediante las siguientes anotaciones:

		<u>Debe</u>	<u>Haber</u>
31 de marzo	Intereses devengados no pagados	221.92	
	Intereses por pagar		221.92

El interés devengado no pagado también se incorpora en la sección de préstamos del Libro del Mercado Monetario, transfiriendo el monto de 221.92 pesos desde la columna "intereses o descuentos" a la columna "precio de la transacción". Sin embargo; en este caso los signos son inversos a aquellas que corresponden a los valores ajustados anteriormente. Esto hace que el saldo de la columna "precio de las transacción" sea 30 221.92 pesos. Este es el nuevo importe total de deudas al inicio del período siguiente. El nuevo saldo en la columna "intereses o descuentos" (518.08 pesos) representa el importe de los intereses pendientes de pago que vencerán en períodos futuros.

LIBRO MAYOR DE OPERACIONES EN EL MERCADO MONETARIO										
Fecha	Transacción	Título	Vencimiento	Precio en el momento del vencimiento	Precio de la transacción	Interés o descuento	Intereses o descuentos totales	Días hasta el vencimiento.	Tasa de descuento anual	Tasa de rendimiento anual.
<u>Inversiones</u>										
1-Mar	+	100A	1-Jun	10,000.00	9,500.00	D	500.00	90	0.2000	0.2105
10-Mar	-	100A	1-Jun	-10,000.00	-9,540.00	D	-460.00	81	0.2044	0.2143
15-Mar	+	500 B	15-Sep	50,000.00	46,500.00	D	3,500.00	180	0.1400	0.1505
20-Mar	+	C	20-Dic	5,370.00	5,000.00	I	370.00	270	-	0.1000
23-Mar	-	200 B	15-Sep	-20,000.00	-18,662.21	D	-1,337.79	172	0.1400	0.1500
25-Mar	-	150 B	15-Sep	-15,000.00	-14,008.32	D	-991.68	170	0.1400	0.1499
Saldos				20,370.00	18,789.47		1,580.53			
Ajustes*					+263.10 (*)		-263.10 (*)			
Saldo después de ajustes				20,370.00	19,052.57		1,317.43			
<u>Préstamos</u>										
13-Mar	-	Banco A	12-May	-30,740.00	-30,000.00	I	-740.00	60	-	0.1500
Ajustes: Intereses producidos					-221.92		221.92			
Saldo después de ajustes				-30,740.00	-30,221.92		-518.08			

Nota: Para las inversiones el signo (+) indica compra y el signo (-) indica venta

Para los préstamos el signo (-) indica disposición y el signo (+) indica amortización.

(*) El ajuste por valor de 263.10 pesos se compone de 160.53 pesos por concepto de beneficios realizados y de 102.57 pesos que reflejan los intereses y descuentos devengados.

IV.5 Conclusión Capitular

La propuesta para que en Cuba inicie sus operaciones un mercado monetario se basa en el fundamento de mantener el sistema sociopolítico del país, pero aplicando algunos mecanismos de economías de mercado que apoyen la utilización más eficiente de los recursos, en este caso fundamentalmente monetarios, de los diferentes agentes económicos, pero en todo caso reconociendo el papel fundamental de la propiedad del estado sobre los principales medios de producción.

Este principio no es nuevo a nivel internacional, pues la experiencia de China ha demostrado la viabilidad de la coexistencia de los mecanismos característicos a economías planificadas con otros, típicos de economías de mercado. Incluso, en Cuba, ya existe cierta experiencia en este sentido en todo lo concerniente a la inversión extranjera o la existencia de un mercado interno en divisas que se rige por las leyes del mercado, incluyendo el cambio de monedas en la red nacional de casas de cambio.

Las reformas financieras en China y Cuba tienen cierta similitud, partiendo del hecho de que en ambos países las reformas se iniciaron con un sistema financiero poco desarrollado, el papel que juegan los bancos estatales en la asignación de recursos es alto, a pesar de que ha surgido una amplia red de instituciones financieras no bancarias, todo esto en un marco donde las técnicas de control de una economía planificada continúan dominando a pesar de la introducción de ciertas políticas de mercado.

En Cuba no deben presentarse situaciones que afecten el desarrollo del mercado monetario por razones de competencia entre las instituciones financieras, pues las relaciones entre éstas siempre se han basado en la cooperación y no en la confrontación.

Teniendo en cuenta lo anterior, se recomienda que las primeras operaciones de un futuro mercado monetario en Cuba se realicen precisamente entre las instituciones financieras, mediante transacciones en un mercado interbancario, pues durante algún tiempo se han estado creando las condiciones que favorecen este tipo de operaciones.

Por otra parte, desde hace varios años, y como resultado de un amplio programa para modernizar el sistema bancario cubano, eje fundamental del sistema financiero nacional, se han alcanzado avances significativos en el proceso de automatización de las operaciones, lo que facilita enormemente la organización de un sistema para efectuar las operaciones del mercado monetario sin excesivas complicaciones.

Para realizar las operaciones del mercado monetario en Cuba se propone la creación de dos sistemas. El primero denominado "Sistema Telefónico del Mercado Monetario" servirá para gestionar la ejecución, compensación y liquidación de las operaciones negociadas en el mercado interbancario y ejecutar órdenes telefónicas de transferencias. El segundo sistema "Sistema de Anotaciones en Cuentas", constituiría un procedimiento para la emisión, tenencia y negociación de títulos.

El mercado monetario propuesto para Cuba tiene la característica de que los títulos a negociar no estarán documentados materialmente, sino en anotaciones contables transmisibles en el mercado secundario. Asimismo, la negociación de las operaciones se realizará mediante un sistema de contratación informatizado.

En el mercado monetario cubano se podrán realizar operaciones de compraventa a la vista, las cuales podrán complementarse con acuerdos de recompra.

El segundo paso en el desarrollo del mercado monetario cubano será la participación de las empresas no financieras, que podrán actuar en su carácter de inversionista o de emisor de títulos.

La participación de las empresas no financieras en el mercado monetario debe estimular una más eficiente utilización por éstas de sus recursos monetarios y representa un paso más en el conjunto de medidas implementadas tanto por el Gobierno como por el Banco Central de Cuba para elevar la eficiencia empresarial en todos los sentidos.

Las empresas cubanas que participen en el mercado monetario, en condición de inversionistas, deberán aprender a buscar el equilibrio entre la liquidez y el rendimiento con el objetivo de no desaprovechar oportunidades de inversión y al mismo tiempo no carecer de liquidez para hacer frente a sus obligaciones. En este sentido, hasta tanto las empresas no desarrollen sus propias técnicas, adecuadas a las condiciones particulares de cada negocio, es conveniente que los ejecutivos de finanzas utilicen modelos generales ya desarrollados, pero que en todo caso *deberán ser probados previamente para ver que tan aplicables son en las condiciones de Cuba.*

Como paso previo para que las empresas cubanas puedan utilizar la vía de la emisión de títulos como mecanismo para atraer financiamiento de corto plazo, es necesario que se cree una Comisión de Calificación de Valores Empresariales (COCAVE) que se encargue, como su nombre indica, de valorar el grado de riesgo de crédito de la empresa. Esta comisión deberá elaborar una metodología de calificación, adecuada a las condiciones particulares de la economía cubana, aunque es importante que tenga en cuenta la amplia experiencia que en ese sentido cuentan compañías extranjeras especializadas en esa actividad, así como algunas experiencias que se han desarrollado en Cuba como es el caso del "Reglamento para la clasificación de activos crediticios y política de provisiones" implementado por el Banco Central de Cuba.

Por otra parte, el Ministerio de Finanzas y Precios deberá elaborar los procedimientos necesarios para el registro de las operaciones del mercado monetario para lo cual deberá considerar los principios de contabilidad aplicables a inversiones temporales, así como otros elementos que garanticen la claridad y transparencia necesarios para el buen funcionamiento del mercado.

La operación de un mercado monetario en Cuba, como un paso más del proceso de reformas al sistema financiero nacional, y tomando en consideración, claro está, las peculiaridades de la economía cubana, es factible, dadas las condiciones que se han estado creando desde hace varios años, desde el punto de vista de la infraestructura y la legislación financiera. No obstante, será necesario un proceso preparatorio intenso para establecer los mecanismos de operación y control que se requieren, así como para crear la conciencia de eficiencia financiera en las entidades y sobre todo, en las personas que participarán en este nuevo mercado.

Conclusión GLOBAL

La introducción de un mercado monetario en Cuba es factible. El análisis de los aspectos que, relacionados entre sí, conforman este mercado, muestra que es aplicable a las condiciones de la economía cubana. El principal obstáculo, desde mi punto de vista, es el subjetivismo y el temor al cambio.

Las medidas adoptadas por el Gobierno cubano en el terreno económico y financiero a partir de 1990 han comenzado a demostrar su validez: la economía crece, de forma moderada pero estable; la inversión extranjera directa aumenta, las finanzas internas se sanear; la confianza en el país se recupera, la nación se dirige, lenta pero indiscutiblemente, hacia la salida de la crisis. El escenario está listo para nuevas decisiones en el campo económico y en el financiero.

El sistema financiero cubano carece aun de muchos de los elementos esenciales para realizar eficientemente su labor como canal de transferencia de recursos financieros en la economía. Si bien como resultado de la reestructuración del sistema bancario se crearon un grupo de instituciones financieras con amplias prerrogativas para realizar su labor de intermediación financiera, hasta la fecha su actividad ha estado limitada a algunos sectores y se mantiene la actividad bancaria tradicional como principal instrumento de intermediación, pues no se han diversificado suficientemente los activos financieros, ni tampoco se han desarrollado nuevos mercados financieros, manteniéndose el crédito bancario como principal fuente de financiamiento externo para las empresas cubanas.

Los mercados financieros se han dividido para satisfacer mejor las necesidades de los participantes, cada mercado persigue objetivos diferentes. Para un país que comienza a transitar por estos rumbos, el mercado monetario es la mejor opción para iniciarse, pues este tipo de mercado puede contribuir eficazmente a alcanzar los objetivos que en el aspecto financiero tienen las distintas entidades que en él participan y constituye una alternativa respecto a la hasta hoy predominante fuente de financiamiento ajeno regularizada en Cuba: el crédito bancario. Con la reestructuración realizada al sistema bancario cubano, surgieron en el país la mayoría de las instituciones que participan en un mercado monetario tradicional.

Un mercado monetario en Cuba debe estar sustentado en el apoyo a la economía real y no en un alejamiento de ésta, pues la experiencia internacional ha demostrado como la acción de los especuladores ha multiplicado los efectos negativos de algunas decisiones, al intentar sacar provecho monetario de ellas sin importar las consecuencias que esas actitudes traen para los países afectados. Por otra parte, la inexperiencia de los diferentes participantes del sistema financiero cubano en operaciones relacionadas con el mercado monetario, recomienda proteger a éste de la actividad especulativa, con el fin de priorizar el objetivo de que los recursos que se capten a través del mercado monetario se orienten al financiamiento de la economía real y no se conviertan en un simple medio de incrementar los ingresos financieros por la obtención de ganancias de capital.

El mercado monetario en Cuba deberá iniciar sus operaciones a través de un mercado interbancario de depósitos, pues son las instituciones financieras las que cuentan con una base de infraestructura y personal humano capaces de enfrentar el reto. Posteriormente, en la medida que se gane experiencia y se engrasen los mecanismos, se podrán integrar paulatinamente a otros participantes como las empresas, las personas físicas o el Gobierno.

Como conclusión general de esta investigación se puede señalar que un mercado monetario en Cuba se fundamenta por la necesidad de:

- buscar nuevos mecanismos de financiamiento del déficit público.
- estimular la disminución de las cuentas por cobrar en las empresas.
- ofrecer fuentes alternas al crédito bancario para el financiamiento a corto plazo de las empresas.
- aumentar el volumen de captación por parte de la banca y consecuentemente elevar el ahorro interno.

Todo ello en un entorno nacional de diversificación de las instituciones financieras y de los servicios que éstas prestan, de modernización del marco legal que facilita la introducción de nuevas actividades financieras, de creación de la infraestructura técnica necesaria para respaldar la extensión de los servicios financieros y de la voluntad de las autoridades financieras de no detener el proceso de reformas. Basado en lo anterior sostengo la hipótesis que soportó mi investigación de que: "En la República de Cuba es posible crear las condiciones para el funcionamiento de un Mercado Monetario, como un mecanismo para estimular la mejor organización del proceso de transferencias de recursos financieros entre los sectores superavitarios y los deficitarios en la economía nacional".

Hablar de *mercado* puede ser un tema espinoso en Cuba. Para un país que durante años se caracterizó por una planificación y centralización total de la economía, en otras palabras, una subordinación total de las entidades a los niveles centrales, no es fácil aceptar la idea de que las empresas deban asumir el riesgo de sus propias decisiones y participar en un mercado monetario, que no obstante su nombre, puede ser compatible, con algunas adecuaciones, con el carácter mayoritariamente socialista del sistema económico cubano.

La utilización más eficiente de los escasos recursos disponibles en Cuba, apoyada indirectamente por los mecanismos e instrumentos del mercado monetario propuesto para mi país, no se puede contraponer a los principios socialistas que rigen la vida económica, política y social en Cuba. Uno de ellos, la dialéctica marxista, nos dice que todo lo real está sujeto al cambio. Bien, la hora del cambio ha llegado.

ANEXOS

Anexo No.1: Presupuesto de Ingresos y gastos del Estado Cubano
Periodo 1986-1989
(Millones de pesos constantes de 1981)

	1986	1987	1988	1989
1. Ingresos totales	12100	11736	11682	12600
1.1. Ingresos corrientes	12100	11736	11682	12600
impuesto de circulación	5458	5180	5223	5179
impuesto por la prestación de servicios y otros derechos	205	312	321	412
Aportes sobre la ganancia	1610	1492	1492	1903
Aportes de amortización	124	183	253	273
Otras contribuciones de empresas y unidades presupuestadas	1003	789	934	856
Contribución al Seguro Social	694	634	664	682
Otros ingresos:	3006	3147	2827	3295
Otros impuestos y derechos	129	122	124	135
No tributarios	193	230	225	247
Otros netos(*)	2683	2795	2478	2913
1.2. Ingresos extraordinarios	0	0	0	0
2. Gastos Totales	12297	12370	12859	14014
2.1. Gastos presupuestados	12297	12370	12859	14014
2.1.1. Gasto corriente actividad presupuestada	7134	7090	7314	7438
Educación	1716	1666	1695	1664
Salud	805	844	895	912
Defensa y orden interior	1327	1293	1307	1269
Seguridad Social	938	1001	1058	1103
Administración	555	515	508	494
Vivienda y servicios comunales	464	433	406	410
Esfera productiva	354	344	345	391
Cultura y artes	194	178	178	193
Ciencia y tecnología	132	125	124	125
Deportes	110	111	118	117
Bienestar social	92	97	100	102
Otras actividades	447	483	581	660
2.1.2. Actividad empresarial	1917	2574	2849	3492
Subsidio por pérdidas	1091	1708	1923	2675
Subsidios por diferencias de precios	622	667	720	679
Otros	204	199	206	102
2.1.3. Otros gastos	3246	2706	2695	3084
Ayuda a las UBPC	0	0	0	0
Gastos de inversión	3246	2706	2695	3084
Reservas	0	0	0	0
2.2. Gastos extraordinarios	0	0	0	0
3. Suparávit / déficit	- 197	- 634	- 1177	- 1415

Fuente: Ministerio de Finanzas.

(*) Incluye ingresos netos por diferencia de precios del comercio exterior.

Anexo No.2: Presupuesto de ingresos y gastos del Estado Cubano
Período 1990-1993
(Millones de pesos constantes de 1981)

	1990	1991	1992	1993
1. Ingresos totales	11943	11486	9380	8213
1.1. Ingresos corrientes	11943	11486	9380	8213
Impuesto de circulación	4890	4174	4018	2857
Impuesto por la prestación de servicios y otros derechos	415	438	372	260
Aportes sobre la ganancia	1097	1119	1208	1208
Aportes de amortización	279	1471	1391	1111
Otras contribuciones de empresas y unidades presupuestadas	1427	2125	1325	1308
Contribución al Seguro Social	673	699	681	798
Otros ingresos:	3163	1461	384	671
Otros impuestos y derechos	127	164	212	357
No tributarios	270	339	344	310
Otros netos	2766	958	-171	4
1.2. Ingresos extraordinarios	0	0	0	0
2. Gastos Totales	13852	15435	14311	12572
2.1. Gastos presupuestados	13852	15435	14311	12572
2.1.1. Gasto corriente actividad presupuestada	7184	6679	6271	5490
Educación	1578	1578	1445	1195
Salud	914	970	950	929
Defensa y orden interior	1120	925	746	615
Seguridad Social	1135	1286	1365	1253
Administración	442	420	366	357
Vivienda y servicios comunales	373	295	251	224
Esfera productiva	342	219	207	143
Cultura y artes	195	213	180	149
Ciencia y tecnología	121	132	123	108
Deportes	114	131	101	89
Bienestar social	93	93	99	81
Otras actividades	758	419	438	344
2.1.2. Actividad empresarial	3855	4953	5655	5323
Subsidio por pérdidas	2900	4073	4951	4690
Subsidios por diferencias de precios	718	581	933	634
Otros	238	299	-230	-1
2.1.3. Otros gastos	2813	3803	2386	1758
Ayuda a las UBPC	0	0	0	0
Gastos de inversión	2813	3803	2386	1758
Reservas	0	0	0	0
2.2. Gastos extraordinarios	0	0	0	0
3. Superávit / déficit	- 1908	- 3949	- 4931	- 4359

Fuente: Ministerio de Finanzas.

(*) Incluye ingresos netos por diferencia de precios del comercio exterior.

Anexo No.3: Presupuesto de ingresos y gastos del Estado Cubano
Período 1994-1997
(Millones de pesos constantes de 1981)

	1994	1995	1996	1997
1. Ingresos totales	8947	7258	7654	7891
1.1. Ingresos corrientes	8356	7258	7654	7891
Impuesto de circulación	3575	3558	3260	3310
Impuesto por la prestación de servicios y otros derechos	349	301	265	278
Aportes sobre la ganancia	1308	882	1073	1124
Aportes de amortización	793	476	401	348
Otras contribuciones de empresas y unidades presupuestadas	1044	662	871	895
Contribución al Seguro Social	618	562	614	640
Otros ingresos:	670	816	1170	1296
Otros impuestos y derechos	402	570	946	1066
No tributarios	268	246	224	231
Otros netos	0	0	0	0
1.2. Ingresos extraordinarios(*)	592	0	0	0
2. Gastos Totales	9491	7737	8013	8197
2.1. Gastos presupuestados	9035	7737	8013	8197
2.1.1. Gasto corriente actividad presupuestada	4190	4224	4892	4990
Educación	936	851	903	962
Salud	744	694	764	829
Defensa y orden interior	457	382	458	476
Seguridad Social	1075	998	1044	1109
Administración	256	229	250	266
Vivienda y servicios comunales	221	258	326	364
Esfera productiva	125	104	103	96
Cultura y artes	112	102	103	103
Ciencia y tecnología	86	78	77	94
Deportes	74	70	73	73
Bienestar social	66	74	92	104
Otras actividades	38	384	700	513
2.1.2. Actividad empresarial	2914	1877	1528	1504
Subsidio por pérdidas	2418	1129	884	877
Subsidios por diferencias de precios	358	423	467	533
Otros	139	325	177	177
2.1.3. Otros gastos	1929	1637	1594	1703
Ayuda a las UBPC	48	200	342	312
Gastos de inversión	1882	1437	1252	1137
Reservas	0	0	0	253
2.2. Gastos extraordinarios(*)	456	0	0	0
3. Superávit / déficit	- 544	- 479	- 359	- 306

Fuente: Ministerio de Finanzas.

(*) Transferencias para la creación de las UBPC.

**Anexo No. 4: Producto Interno Bruto de la República de Cuba por actividades económicas
Período 1989-1993
(Millones de pesos constantes de 1981)**

	1989	1990	1991	1992	1993
Total Producto Interno Bruto	19586	19008	16976	15010	12777
Agricultura, caza, silvicultura y pesca	1924	1673	1426	1171	925
Explotación de minas y canteras	123	95	170	120	96
Industrias manufactureras	4884	4372	3972	3422	3105
Electricidad, gas y agua	452	485	577	375	335
Construcción	1352	1492	1086	585	386
Comercio, restaurantes y hoteles	5149	5037	4312	3963	2935
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	1353	1228	1002	961	734
Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios a empresas	585	732	679	587	513
Servicios comunales, sociales y personales	3764	3894	3752	3826	3748

Fuente: Banco Central de Cuba

Anexo No. 5: Producto Interno Bruto de la República de Cuba por actividades económicas
Período 1994-1997
(Millones de pesos constantes de 1981)

	1994	1995	1996	1997
Total Producto Interno Bruto	12868	13185	14218	14573
Agricultura, caza, silvicultura y pesca	879	916	1075	1074
Explotación de minas y canteras	97	152	177	182
Industrias manufactureras	3341	3555	3835	4155
Electricidad, gas y agua	350	384	398	422
Construcción	384	412	539	556
Comercio, restaurantes y hoteles	2935	2985	3251	3176
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	709	748	813	845
Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios a empresas	492	484	519	545
Servicios comunales, sociales y personales	3681	3549	3611	3619

Fuente: Banco Central de Cuba

Anexo No. 6: Balanza de Pagos de la República de Cuba
Periodo 1989 - 1992
(Millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992
Cuenta Corriente	-3001	-2546	-1454	-420
Bienes y servicios	-2615	-2077	-1139	-215
Bienes	-2732	-2002	-1253	-536
Exportaciones	5392	5415	2980	1779
Importaciones	8124	7417	4233	2315
Servicios	117	-75	114	321
Renta	-338	-456	-333	-248
Transferencias corrientes	-48	-13	18	43
Cuenta de Capital	4122	2621	1421	419
Variación de las reservas	1121	75	-33	-1

Fuente: Banco Central de Cuba

Anexo No. 7: Balanza de Pagos de la República de Cuba
Período 1993 - 1997
(Millones de dólares)

	1993	1994	1995	1996	1997
Cuenta Corriente	-372	-260	-518	-167	-250
Bienes y servicios	-371	-308	-639	-418	-518
Bienes	-902	-971	-1484	-1790	-2037
Exportaciones(*)	1137	1382	1507	1866	1816
Importaciones(*)	2039	2353	2991	3656	3853
Servicios	531	663	845	1372	1519
Renta	-264	-422	-525	-493	-493
Transferencias corrientes	263	470	646	744	761
Cuenta de Capital	356	262	596	175	271
Capital a largo plazo	118	817	24	308	350
Inversión directa	54	563	5	82	442
Otros	64	254	19	226	-92
Otros capitales	238	-555	572	-133	-79
Variación de las reservas	-16	2	78	8	21
Revalorización de activos y pasivos	-584	-617	-534	-848	1114

Fuente: Banco Central de Cuba

(*) A partir del año 1994 Incluye donaciones, por lo que en ese período los datos no coinciden con los del intercambio comercial del anexo No.9.

Anexo No. 8: Principales productos del comercio exterior de la República de Cuba
Período 1989-1992
(millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992
Total de exportaciones	5392	5415	2980	1779
Azúcar crudo	3920	4314	2259	1221
Mieles finales	28	20	23	16
Níquel	486	388	231	214
Tabaco torcido	47	69	72	73
Conservas de frutas y vegetales	15	14	10	10
Rones	17	13	6	6
Cemento	0	0	0	7
Láminas de acero	13	19	2	2
Otros productos	866	578	377	230
Total de importaciones	8124	7417	4233	2315
Alimentos	1007	927	899	465
Materias Primas	309	260	175	42
Combustibles	2600	2143	1550	866
Productos químicos	528	430	337	176
Productos semiterminados	837	771	530	201
Maquinaria y equipo	2534	2619	608	494
Otros productos	309	267	134	71
Total del intercambio	13516	12832	7213	4094

Fuente: Oficina Nacional de Estadísticas

**Anexo No. 9: Principales productos del comercio exterior de la República de Cuba
Período 1993-1997
(millones de dólares)**

	1993	1994	1995	1996	1997
Total de exportaciones	1137	1331	1492	1866	1811
Azúcar crudo	752	748	704	952	844
Mieles finales	5	11	9	18	9
Níquel	142	196	327	417	415
Tabaco torcido	55	55	101	107	123
Conservas de frutas y vegetales	10	14	18	10	12
Rones	8	7	10	12	12
Cemento	13	15	21	17	26
Láminas de acero	0	0	0	24	43
Pescados y mariscos	0	0	123	126	126
Otros productos	152	285	179	183	201
Total de importaciones	2039	2017	2882	3569	3761
Alimentos	519	434	650	732	414
Materias Primas	39	45	77	70	226
Combustibles	687	740	866	1051	978
Productos químicos	167	170	311	314	264
Productos semiterminados	200	305	434	487	495
Maquinaria y equipo	349	238	435	563	578
Otros productos	78	85	109	352	806
Total del intercambio	3176	3348	4374	5435	5572

Fuente: Oficina Nacional de Estadísticas

Anexo No.10: Deuda externa total de la República de Cuba en moneda libremente convertible
Periodo 1993-1997
(millones de dólares)

	1993	1994	1995	1996	1997
Deuda externa total	8785	9083	10504	10464	10146
Oficial bilateral	4047	3992	4549	6035	5853
Préstamos intergubernamentales	40	44	47	1376	1512
Créditos de ayuda al desarrollo	151	164	181	222	209
Créditos a la exportación con seguro del gobierno	3856	3784	4321	4437	4132
Oficial unilateral	438	502	601	561	521
Proveedores	1868	2059	2403	1199	1169
Instituciones financieras	2405	2501	2920	2640	2577
Préstamos y depósitos bancarios	2156	2254	2602	2361	2297
Préstamos bilaterales a mediano y largo plazo	1027	1135	1222	1132	1116
Depósitos a corto plazo	1129	1119	1380	1229	1181
Créditos para importaciones corrientes	249	247	318	279	280
Otros créditos	27	29	31	29	26

Fuente: Banco Central de Cuba

Anexo No.11: Masa monetaria en poder de la población cubana
Período 1989-1997
(millones de pesos)

	1989	1990	1991	1992	1993
Saldo al final del período	4163	4986	6663	8361	11043
Efectivo en circulación	2102	2341	3317	4081	4555
Ahorro ordinario	2061	2645	3346	4280	6488

	1994	1995	1996	1997
Saldo al final del período	9944	9251	9534	9441
Efectivo en circulación	3602	3547	3981	4014
Ahorro ordinario	6342	5704	5553	5427

Fuente: Banco Central de Cuba

Anexo No. 12: Cartera de préstamos del Banco de Crédito y Comercio
Período 1995 - 1997
(millones de pesos)

	1995	1996	1997
Saldo de préstamos al final del período	4240	4360	4236
<i>de ello:</i>			
Cooperativas de Producción Agropecuaria	297	305	307
Agricultores independientes	34	44	56
Unidades Básicas de Producción Cooperativa	1560	1559	1282
Cañeras	823	849	563
No Cañeras	737	710	719
Subtotal sector cooperativo y campesino	1891	1908	1282
Sector Estatal Agropecuario	407	567	563
Sector Estatal azucarero	814	961	887
Subtotal sector estatal	1221	1528	1450
Total de créditos al sector agropecuario y azucarero	3112	3436	2732

Fuente: Banco de Crédito y Comercio

**Anexo No.13: Algunos indicadores sociales del área de América Latina en el año 1997
(en porcentos)**

País	Índice de escolaridad
1. Cuba	99.0
2. Paraguay	95.4
3. Costa Rica	95.0
4. Brasil	92.0
5. Uruguay	90.0
6. Chile	87.0
7. Perú	86.0
8. Panamá	84.0
9. Ecuador	84.0
10. Venezuela	83.0
11. México	81.0
12. Argentina	79.0
13. Rep. Dominicana	77.0
14. Bolivia	74.9
15. Honduras	68.0
16. El Salvador	66.0
17. Colombia	65.7
18. Nicaragua	64.0
19. Guatemala	52.0

Fuente: Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD)

País	Índice de analfabetismo
1. Uruguay	2.9
2. Cuba	3.8
3. Argentina	5.0
4. Costa Rica	5.3
5. Chile	5.7
6. Panamá	9.5
7. Paraguay	9.5
8. Venezuela	10.2
9. México	10.6
10. Perú	11.7
11. Colombia	12.6
12. Ecuador	14.0
13. Brasil	17.2
14. Rep. Dominicana	18.5
15. Bolivia	20.0
16. Honduras	28.0
17. El Salvador	29.1
18. Nicaragua	35.7
19. Guatemala	45.3

Fuente: Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD)

País	Índice de pobreza
1. Trinidad y Tobago	4.1
2. Cuba	5.1
3. Chile	5.4
4. Costa Rica	6.6
5. Colombia	10.7
6. México	10.9
7. Panamá	11.2
8. Uruguay	11.7
9. Ecuador	15.2
10. Rep. Dominicana	18.3
11. Honduras	22.0
12. Bolivia	22.5
13. Perú	22.8
14. Paraguay	23.2
15. Nicaragua	27.2
16. El Salvador	28.0
17. Guatemala	35.5
18. Haití	46.2

Fuente: Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD). Informe sobre el desarrollo humano, 1997.

Anexo No.14: Financiamiento Neto Bursátil en México⁽¹⁾
Período 1993-1997
(millones de pesos mexicanos)

Instrumento	1993	1994	1995	1996	1997
Gubernamental⁽²⁾					
Certificados de la Tesorería (Cetes).	36,087	-53,288	26,363	15,133	75,128
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (Bondes).	-17,292	-11,048	32,623	22,921	22,304
Bonos de la Tesorería (Tbonos)	3,843	104,728	-107,836	-1,878	0
Bonos Ajustables del Gobierno Federal (Ajustabonos)	-1,539	-11,206	8,567	-10,149	-5,919
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal denominados en UDIS (Udibonos)	0	0	0	4,568	30,333
Subtotal gubernamental	21,100	29,187	-40,284	30,595	121,846
Privado					
Acciones	13,968	7,040	100	6,253	10,777
Obligaciones	4,018	121	5,038	-3,225	-1,373
Aceptaciones Bancarias	-196	0	0	-4	0
Papel Comercial	617	636	18	-1,892	11,752
Pagaré con rendimiento liquidable al vencimiento	-446	-116	-30	26	-30
Bonos	10,305	5,205	4,509	10,883	-9,286
Certificados de participación inmobiliaria	4	-42	-37	-89	-7
Pagaré a mediano plazo	2,368	323	-721	2,862	9,058
Pagaré a corto plazo	0	0	70	-70	0
Certificados de participación ordinarios	1,173	1,441	2,263	3,582	-244
Pagaré financiero	3,285	512	-2,763	-2,782	-585
Subtotal privado	35,096	15,121	8,447	15,543	20,062
Financiamiento total	56,195	44,308	-31,837	46,137	141,908

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores

(1) Descontando amortizaciones

(2) No incluye la posición del Banco de México

**Anexo No.15: Resumen de las operaciones de la Bolsa Mexicana de Valores
Período 1993-1997
(millones de pesos mexicanos)**

Instrumento	1993	1994	1995	1996	1997
Renta Variable					
Acciones industriales, comerciales y de servicios	188,284	279,423	220,591	324,693	416,577
Acciones seguros y fianzas	1,774	1,028	422	2,319	262
Acciones casas de bolsa	564	772	0	0	0
Acciones bancarias	3,799	331	10	17	5
Subtotal renta variable	194,422	281,554	221,024	327,028	416,844
Sociedades de inversión	4,030	12,229	5,539	3,498	19,933
Warrants (incluye compra y venta)	1,761	4,574	1,729	1,194	1,378
Bonos bancarios indexados	13	290	29	0	160
Total Renta Variable	200,225	298,646	228,322	331,720	438,315
Renta Fija					
Obligaciones industriales	15,637	12,579	7,615	4,054	1,778
Obligaciones subordinadas	18,994	18,120	19,926	11,197	5,736
Bonos de renovación urbana	0	0	0	0	0
Bonos Bancarios de Desarrollo	10,770	10,178	5,511	1,502	0
Bonos Bancarios para vivienda	219	365	41	37	0
Certificados de participación ordinarios	2,434	3,453	12,999	772	0
Pagaré a mediano plazo	1,696	1,763	2,995	3,057	0
Pagaré a mediano plazo aval bancario	712	1,114	189	303	0
Pagaré a mediano plazo con garantías fiduciarias	494	787	227	168	0
Pagaré financiero	3,600	2,020	479	91	0
Pagaré a corto plazo	0	0	130	0	0
Total Renta Fija	54,556	50,378	50,113	21,182	7,514
Total operado en el mercado de capitales	254,782	349,025	278,435	352,902	445,829

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores

Anexo No.15 (Cont.) Resumen de las operaciones de la Bolsa Mexicana de Valores
Período 1993-1997
(millones de pesos mexicanos)

Instrumento	1993	1994	1995	1996	1997
Certificados de Tesorería de la Federación	1,423,428	11,559,533	1,352,771	1,346,467	5,690,387
Bonos de desarrollo del Gobierno Federal 28d	12,135,666	581,832	1,498,714	2,002,973	3,834,312
Bonos de desarrollo del Gobierno Federal 91d	0	0	0	0	8,214
Bonos de desarrollo del Gobierno Federal denominados en UDIS	0	0	0	417	2,725,578
Bonos de la Tesorería del Gobierno Federal	6,215	124,118	253,431	0	0
Bonos ajustables de la Tesorería	556,673	633,040	1,351,891	3,388,789	1,204,826
Bonos del Gobierno Fed. colocados en el exterior	0	0	0	0	244
Aceptaciones bancarias	910	51	44	1,014	106,309
Pagaré con rendimiento liquidable al vencim.	5,495	1,600	157	114	517,520
Bonos bancarios de desarrollo industrial	35	27	28	23	247
Bonos bancarios de desarrollo	51	14	1	10,707	15,672
Bonos bancarios para la vivienda	0	0	0	9	0
Pagaré a mediano plazo	0	0	0	2,980	17,482
Papel comercial ordinario	0	0	39,250	129,397	295,844
Papel com. quirografario	22,072	26,651	105,925	0	0
Papel comercial avalado	19,711	14,747	27,506	585	50
Papel comercial indizado	4,009	2,337	118	3,904	1,409
Certificados de depósito	0	8	8	6	500
Certificados de particip. ordinarios amortizables	3,149	981	37	516	1,360
Certificados de particip. ordinarios de descuento	0	0	0	0	775
Certificados de particip. inmobiliaria	0	0	0	3	0
Grupos bancarios	0	0	0	3,111,936	2,724,032
Total operado en el mercado de dinero	14,177,413	12,944,940	4,629,881	9,999,841	17,144,763
Certificados de plata	8	4	28	2	1
Total operado en el mercado de metales	8	4	28	2	1
Total operado en el mercado de valores	14,432,203	13,293,969	4,908,344	10,352,745	17,590,594

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores

Anexo No.16: Resumen anual de colocación primaria de instrumentos del mercado de dinero mexicano
Periodo 1993-1997
(millones de pesos mexicanos)

Instrumentos	1993	1994	1995	1996	1997
Gubernamentales					
Certificados de la Tesorería					
Monto emitido	209,400	147,300	175,970	201,000	626,350
Monto amortizado	176,435	197,015	183,715	184,950	411,850
Monto en circulación	122,310	72,595	64,850	80,900	295,400
Bondes a 28 días					
Monto emitido	10,230	3,990	58,340	45,300	108,500
Monto amortizado	15,410	13,275	7,070	25,560	41,460
Monto en circulación	18,635	9,350	60,620	80,360	147,400
Bondes a 91 días					
Monto emitido	0	0	0	0	21,000
Monto amortizado	0	0	0	0	0
Monto en circulación	0	0	0	0	21,000
Tebonos					
Monto emitido	51,093	412,115	37,997	0	0
Monto amortizado	27,688	179,161	285,460	12,196	0
Monto en circulación	26,705	259,659	12,196	0	0
Ajubonos					
Monto emitido	5,240	10,820	200	0	0
Monto amortizado	8,115	10,510	2,600	12,180	8,145
Monto en circulación	30,545	30,855	28,455	16,275	8,130
Udibonos					
Monto emitido	0	0	0	15,312	114,973
Monto amortizado	0	0	0	0	0
Monto en circulación	0	0	0	15,312	130,285
Bondis					
Monto emitido	0	0	0	0	0
Monto amortizado	0	0	0	0	0
Monto en circulación	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
Subtotal Gubernamental					
Monto emitido	275,963	574,225	272,507	261,612	870,823
Monto amortizado	227,648	399,961	478,845	234,886	461,455
Monto en circulación	199,995	374,259	167,921	194,647	604,015

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores

**Anexo No.16 (cont): Resumen anual de colocación primaria de instrumentos del mercado
de dinero mexicano
Periodo 1993-1997
(millones de pesos mexicanos)**

Instrumentos	1993	1994	1995	1996	1997
Bancarios					
Aceptaciones Bancarias					
Monto emitido	805	52	45	18	0
Monto amortizado	1,071	52	45	22	0
Monto en circulación	4	4	4	0	0
Pagaré con rendimiento liquidable al vencimiento					
Monto emitido	5,375	1,568	160	103	233
Monto amortizado	5,771	1,684	190	77	263
Monto en circulación	154	38	8	34	4
Bonos bancarios de desarrollo					
Monto emitido	1,500	11,351	5,500	14,000	9,250
Monto amortizado	0	0	500	4,500	15,201
Monto en circulación	1,700	13,051	18,051	27,551	21,600
Certificados de depósito (CEDES)					
Monto emitido	0	6	8	6	500
Monto amortizado	0	40	10	10	0
Monto en circulación	40	6	4	0	500
Certificados de participación ordinaria					
Monto emitido	1,275	372	886	481	1,127
Monto amortizado	0	0	1,231	0	368
Monto en circulación	1,789	2,161	1,816	2,297	3,056
Subtotal Bancario					
Monto emitido	8,955	13,349	6,599	14,608	11,110
Monto amortizado	6,842	1,776	1,976	4,609	15,832
Monto en circulación	3,687	15,260	19,883	29,883	25,160

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores

**Anexo No.16 (cont): Resumen anual de colocación primaria de instrumentos del mercado
de dinero mexicano
Período 1993-1997
(millones de pesos mexicanos)**

Instrumentos	1993	1994	1995	1996	1997
Empresariales					
Papel Comercial					
Monto emitido	36,626	36,253	157,239	126,825	267,716
Monto amortizado	36,009	35,763	156,803	128,717	255,964
Monto en circulación	3,568	4,058	4,494	2,602	14,354
Pagaré a mediano plazo					
Monto emitido	1,525	2,624	2,898	5,028	12,680
Monto amortizado	125	3,021	1,399	2,243	3,157
Monto en circulación	5,606	5,210	6,709	9,494	19,016
Pagaré a mediano plazo fiduciario					
Monto emitido	401	654	103	673	44
Monto amortizado	0	25	361	321	600
Monto en circulación	604	1,233	975	1,326	770
Pagaré a mediano plazo indizado					
Monto emitido	50	155	0	0	0
Monto amortizado	0	490	1,838	50	155
Monto en circulación	2,378	2,043	205	155	0
Subtotal Empresarial					
Monto emitido	38,601	39,686	160,240	132,525	280,440
Monto amortizado	36,134	39,299	160,400	131,332	259,876
Monto en circulación	12,156	12,543	12,383	13,576	34,140

	1993	1994	1995	1996	1997
Total de instrumentos del mercado de dinero					
Monto emitido	323,519	627,260	439,346	408,746	1,162,373
Monto amortizado	270,624	441,036	641,221	370,827	737,164
Monto en circulación	215,837	402,062	200,187	238,106	663,316

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores

Bibliografía

- "Acuerdan gigantesca fusión Citicorp y Travelers Group". Artículo. Periódico *El Universal*. México, martes 7 de abril de 1998, p.1.(sección de finanzas).
- ÁLVAREZ, Elena, "La apertura externa cubana". Revista *Investigación económica*. La Habana: Instituto Nacional de Investigaciones Económicas (INIE), marzo 1995, No. 1, p.19.
- ÁLVAREZ Ramírez, Carlos, *Marco legal del mercado de dinero*. México: IMERVAL, 1995
- "Aprobó la Comisión Federal de Competencia de Suiza la fusión de los bancos UBS y ABS". Artículo. Periódico *El Universal*. México, miércoles 6 de mayo de 1998, p.8.(sección de finanzas).
- "Aprueban fusión de los bancos San Paolo e IMI". Artículo. Periódico *El Universal*. México, lunes 27 de abril de 1998, p.8.(sección de finanzas).
- BANCO CENTRAL DE CUBA, *El Sistema Bancario y Financiero de Cuba*. La Habana: BCC, 1998 (2a. ed.).
- BANCO CENTRAL DE CUBA, "*Informe Económico, 1997*". La Habana: BCC, mayo 1998.
- BANCO DE INVERSIONES, S.A., "*Reporte Anual, 1997*". La Habana: Banco de Inversiones, 1998.
- BANCO INTERNACIONAL DE COMERCIO, S.A., "*Informe Anual, 1997*". La Habana: BICSA, 1998.
- BANCO METROPOLITANO, S.A., "*Informe Anual, 1997*". La Habana: Banco Metropolitano, 1998.
- BANCO NACIONAL DE CUBA, "*Informe Económico, 1995*". La Habana: BNC, mayo 1996.
- BANCO NACIONAL DE CUBA, "*Informe Económico, 1996*". La Habana: BNC, mayo 1997.
- BARRERA Ortega, Jorge, "El desafío de la informática". *Revista del Banco Central de Cuba*. La Habana: CIBE, junio 1998, No.1, pp. 28-30.
- BENGOECHEA, Juan y ARRIAGA, Manuel, *Riesgos y oportunidades de los derivados*. Madrid: Fundación BBV, 1995.
- BORGES, Francisco, "Cuba: Recuperación Económica". *Revista del Banco Central de Cuba*. La Habana: CIBE, junio 1998, No.1, pp. 8-9.
- BREALEY, Richard A. y MYERS, Stewart C., *Principios de Finanzas Corporativas*. Madrid: McGraw-Hill, 1994 (4a.ed.).
- CÁNOVAS, Osvaldo, "Reflexiones sobre el sistema de cobros y pagos". *Revista del Banco Central de Cuba*. La Habana: CIBE, junio 1998, No.1, pp. 12-15.
- CASE, Karl E. y FAIR, Ray C., *Fundamentos de Economía*. México: Prentice-Hall, 1993 (2a.ed.).
- CASILDA Béjar, Ramón, *La Banca en España. Opciones y Tendencias*. Madrid: EUEDEMA, 1993.

- COHEN, Benjamin J., "Phoenix Arisen: The Resurrection of Global Finance". Revista *Word Politics*, No. 48, January 1996.
- "Crean banco cubano y la Caja de Madrid la primera empresa mixta". Artículo. Periódico *El Universal*. México, sábado 10 de octubre de 1998, p.4. (sección de finanzas).
- CUERVO, Álvaro, et al., *Manual del sistema financiero español*. Barcelona: Ariel, 1995 (8a.ed.).
- "Decreto-Ley 142 sobre las Unidades Básicas de Producción Cooperativa (UBPC)". La Habana: MINAG, 1993.
- DÍAZ MATA, A. y AGUILERA, Victor M., *Matemáticas Financieras*. México: Mc Graw - Hill, 1991 (2a. ed.).
- EKELUND, Robert B. y HÉBERT, Robert F., *Historia de la teoría económica y de su método*. Madrid: McGraw - Hill, 1992 (3ra. ed.).
- FERGUSON, John M., *Historia de la economía*. México: Fondo de Cultura Económica, 1998.
- FERREYRA de la Gándara, Marisela, "Vamos a mantener el liderazgo". *Revista del Banco Central de Cuba*. La Habana: CIBE, junio 1998, No.1, pp. 16-18.
- FORS, Elsy, "Reanuda el BNC análisis de la economía". *Revista Opciones*. La Habana, 28 de enero de 1996, pp. 4-5.
- FORTUNA, Eduardo, *Mercado Financeiro: Productos e Serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1992 (2a. ed.).
- FREEDMAN, Alan, *Diccionario de computación*. Bogotá:MacGraw-Hill, 1995.
- GALLEGOS Ugalde, Carlos, *Mercado de Dinero*. México:IMERVAL, 1995.
- GÁMIR, J.A., "Hacia un nuevo enfoque de la política financiera", *Revista Actualidad Financiera*. Madrid, diciembre 1995, No.12, pp. 30-38.
- GARCÍA Atance, Salvador (Compilador), *Historias de una década; Sistema Financiero y Economía Española 1984-1994*. Madrid: ABC Asesores, 1994.
- GARZA Mercado, Ario, *Manual de técnicas de investigación*. México: El Colegio de México, 1971.
- HERNÁNDEZ Sampieri, Roberto, et al., *Metodología de la investigación*. México: McGraw-Hill, 1991.
- HEYMAN, Timothy, *Inversión contra inflación*. México: Milenio, 1995 (3a.ed.).
- HEYMAN, Timothy, *Inversión en la globalización*. México: Milenio, 1998.
- HUERTA González, Arturo, *Riesgos del modelo neoliberal mexicano*. México: Diana, 1992.
- "Inducción al mercado de valores". Material de apoyo de la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles. México, 1994
- INSTITUTO Mexicano de Contadores Públicos, *Principios de contabilidad generalmente aceptados*. México: IMCP, 1994 (ed. 1994).

- "Instrumentos y operación del mercado de dinero"*. Curso desarrollado por el Instituto Mexicano del Mercado de Capitales A.C. México, 1992.
- KAUFMAN, G.G, *El dinero, el sistema financiero y la economía*. Madrid: I.E.S.E, Universidad de Navarra, 1978.
- LEÓN León, Rodolfo, *Instrumentos financieros del mercado de dinero*. México: Academia Mexicana de Derecho Financiero, 1998 (5a. ed.).
- LEE, Susana, "Hay que atraer las inversiones extranjeras que garanticen los objetivos básicos del país". Artículo. Periódico *Granma*. La Habana, jueves 19 de febrero de 1998, p.4.
- LEE, Susana, "Declaración Jurada de ingresos personales. La presentó en tiempo el 91.7 por ciento de los contribuyentes". Artículo. Periódico *Granma*. La Habana, viernes 6 de marzo de 1998, p.2.
- "Ley de Inversiones Extranjeras (Ley No.77)". La Habana: MINVEC, 1995.
- "Lineamientos económicos y sociales para el quinquenio 1986-1990"*. La Habana: Editora Política, 1986.
- "Lineamientos económicos y sociales para el quinquenio 1981-1985"*. La Habana: Editora Política, 1981.
- MANSELL, Catherine, *Las nuevas finanzas en México*. México: Milenio, 1994.
- MARMOLEJO, Martín, *Inversiones: práctica, metodología, estrategia y filosofía*. México: IMEF, 1994 (8a.ed.)
- MENDOZA, Roberto. Conferencia: "Visión de la crisis asiática". 61ª Convención Bancaria, Acapulco; Guerrero, marzo de 1998.
- "Mercado de dinero"*. Material de apoyo de la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles. México, 1995
- MILLARES, Manuel, "Presentación del proyecto de presupuesto del Estado para 1996". Periódico *Granma*. La Habana, jueves 28 de diciembre de 1995, pp. 4-5.
- MILLARES, Manuel, "Presentación del proyecto de presupuesto del Estado para 1997". Periódico *Granma Internacional*. La Habana, miércoles 15 de enero de 1997, pp. 4.
- MILLARÉS, Manuel, "Presentación del proyecto de presupuesto del Estado para 1998". Periódico *Trabajadores*. La Habana, lunes 15 de diciembre de 1997, pp. 4-5.
- MINZONI, Arturo, "Encaje legal". Artículo. Periódico *El Universal*. México, martes 1 de septiembre de 1998, p.4.(sección de finanzas).
- Nuevo Diccionario Enciclopédico Larousse Ilustrado*. Tomos I a III. México: Larousse, 1984 (2a. ed.).
- "Obstaculiza la liberación financiera el desarrollo:ONU". Artículo. Periódico *El Universal*. México, miércoles 15 de abril de 1998, p.6 (sección de finanzas).

- ORTIZ, Guillermo. Intervención en ocasión de la 61ª Convención Bancaria, Acapulco: Guerrero, marzo de 1998.
- PÁEZ, Alejandro, "¿La hora de los candados?". Artículo. Periódico *Reforma*. México, viernes 11 de septiembre de 1998, p.10 (sección de negocios).
- PEISON Weiner, Jacobo, "En busca de estabilidad". *Revista del Banco Central de Cuba*. La Habana: CIBE, junio 1998, No.1, pp. 10-11.
- "Presiona fusión entre Citicorp y Travelers al Deutsche Bank". Artículo. Periódico *El Universal*. México, miércoles 8 de abril de 1998, p.6 (sección de finanzas).
- "Presupuesto del Estado. Anteproyecto 1998". La Habana: Ministerio de Finanzas y Precios, 1997.
- "¿Qué es una calificación?" Editorial. *Revista Calificaciones y Comentarios*. México: Standard & Poor's, Calificadora de Valores, julio 1996, pp 12-15.
- RIEHL, Heinz y RODRIGUEZ, Rita M., *Mercados de divisas y mercados de dinero*. Madrid: McGraw-Hill, 1990 (1a. ed.).
- RODRIGUEZ, José L., *Estrategia del desarrollo económico en Cuba*. La Habana: Ciencias Sociales, 1990.
- RODRÍGUEZ, José L., "Informe sobre los resultados económicos de 1996 y el plan económico y social para 1997". Periódico *Granma*. La Habana, jueves 26 de diciembre de 1996, pp. 4-5.
- RODRÍGUEZ, José L., "Informe sobre los resultados económicos de 1997 y el plan económico y social para 1998". Periódico *Trabajadores*. La Habana, lunes 15 de diciembre de 1997, pp. 2-3.
- ROSSELL, Mauricio, "Transición china hacia un sistema financiero de mercado". Artículo. Periódico *El Universal*. México, lunes 13 de abril de 1998, p.4. (sección financiera).
- ROSENTHAL, Gert, *et al*, *La economía Cubana. Reformas estructurales y desempeño en los noventa*. Mexico: Naciones Unidas / CEPAL, 1997.
- SÁNCHEZ Cruz, José, "Cambios en la banca cubana". *Revista del Banco Central de Cuba*. La Habana: CIBE, junio 1998, No.1, pp. 2-7.
- SECRETARIA DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO, *Fobaproa: La verdadera historia*. México: SHCP, 1998 (4a. ed.)
- "Será lenta la recuperación de Asia, dice Camdessus". Artículo. Periódico *El Universal*. México, sábado 27 de junio de 1998, p.1.(sección de finanzas).
- SHAO, Stephen P., *Estadística para economistas y administradores de empresas*. México: Herrero Hermanos, 1985 (19a. ed.).
- Sistema de Cuentas Nacionales de México*. México: INEGI-PNUD, 1991.
- SOBERON, Francisco. Intervención en la reunión de directores de empresas autorizadas a operar con divisas. La Habana, 8 de julio de 1995.

- SOBERON, Francisco. Intervención en el evento organizado por la revista "The Economist". La Habana, 25 de octubre de 1995.
- SOBERON, Francisco. Intervención en el acto por la conmemoración del 45 aniversario de la creación de la banca central en Cuba. La Habana, 20 de noviembre de 1995.
- SOBERON, Francisco. Intervención en el evento sobre la aplicación de la computación en el Banco Nacional de Cuba. Santiago de Cuba, 16 de diciembre de 1995.
- SOBERON, Francisco. Intervención en la sesión plenaria de la Asamblea Nacional del Poder Popular. La Habana, 13 de diciembre de 1997.
- SWISS Bank Corporation, *El cambio de divisas y operaciones del mercado monetario*. Zurich: Swiss Bank Corporation (1976).
- TORRES, Craig, "Chile sorprende a los inversionistas con flexibilización de los controles de capital". Artículo. Periódico *Reforma*. México, viernes 18 de septiembre de 1998, p.8 (sección de negocios).
- TRUJILLO, J.A. y CUERVO-ARANGO, C., *El sistema financiero español*. Barcelona: Ariel, 1985.
- VILLAREAL, A.I., *Evaluación Financiera de Proyectos de Inversión*. Bogotá: Norma, 1990
- WEISMAN, Lorenzo. Conferencia: "Fusiones y adquisiciones: tendencias y experiencia en el sector bancario a nivel internacional". 61ª Convención Bancaria, Acapulco; Guerrero, marzo de 1998.