

Políticas macroeconómicas en economías parcialmente dolarizadas

La experiencia internacional y de Cuba

Yaima Doimeadiós
Vilma Hidalgo
Gerardo Licandro
José Antonio Licandro



Agencia Sueca de Cooperación
Internacional para el Desarrollo



Departamento de Economía
Facultad de Ciencias Sociales
Universidad de la República

Esta edición ha sido posible gracias al Programa de Formación en Economía para Cuba

© Yaima Doimeadiós

© Vilma Hidalgo

© Gerardo Licandro

© José Antonio Licandro

Sobre la presente edición:

© Facultad de Economía - Universidad de La Habana, 2011

Calle L No. 353 e/ 21 y 23, Vedado, Ciudad de La Habana, Cuba

Tel: +(537) 8352215

www.fec.uh.cu/

ISBN:

Departamento de Economía

Facultad de Ciencia Sociales

Universidad de la República

Uruguay

Constituyente 1502 - 6to. Piso / 11.200 Montevideo

Tel: +(598) 2410 64 49

Fax: +(598) 2416 64 50

E-mail: pub@decon.edu.uy

www.decon.edu.uy

Edición y corrección: Rosario Domingo

Diseño gráfico: Rodolfo Fuentes / Uruguay

info@rodolfofuentes.com

Impreso en Uruguay

Por Zonalibro

San Martín 2437

Tel.: 2208 7819 / Telefax: 2208 9603

zonalibro@adinet.com.uy

Montevideo / Uruguay

D.L.

Edición amparada en el Decreto 218/996

(Comisión de Papel)

Queda expresamente prohibida la reproducción o transmisión de este libro, total o parcial por cualquier forma o medio; ya sea impreso, electrónico, digital o mecánico, incluso la grabación, almacenamiento informático o distribución por Internet, sin la previa autorización de los autores.

A la memoria de Ruben Tansini

PRESENTACIÓN

El presente libro “Políticas macroeconómicas en economías parcialmente dolarizadas. La experiencia internacional y de Cuba”, es el fruto del trabajo de dos investigadoras de la Facultad de Economía de la Universidad de la Habana y dos investigadores vinculados al Departamento de Economía de la Facultad de Ciencias Sociales de la Universidad de la República de Uruguay (UDELAR). El mismo se realiza y publica en el marco del programa de colaboración que el Departamento de Economía de la UDELAR desarrolla con la Facultad de Economía de la Universidad de la Habana.

Ruben Tansini fue el impulsor de esta investigación y un importante articulador y referente en el proceso que culmina con el presente libro. Ruben Tansini lideró y coordinó la cooperación en temas de formación e investigación económica que el Departamento de Economía de la UDELAR ha venido desarrollando desde hace varios años con diversas instituciones cubanas, y es quien debiera haber escrito esta presentación, pero lamentablemente ya no está entre nosotros.

El programa actual de cooperación para la formación económica en Cuba, viene desarrollando una serie de programas de posgrado, otras actividades docentes y de investigación, seminarios y publicaciones con las que se pretende contribuir a la consolidación de una masa crítica que promueva el desarrollo de la enseñanza como de la investigación económica. En particular, se está apoyando la formación a través de dos

Diplomados en la Universidad de la Habana, uno en Métodos Estadísticos y Econométricos y otro en Regulación Económica.

Este libro tiene como propósito examinar las consecuencias de la dolarización parcial y la dualidad monetaria sobre el sistema económico y, particularmente, sobre el entorno monetario en economías en desarrollo; profundizando en estos temas a través del estudio de las experiencias de Cuba y Uruguay. Es también objetivo del libro recomendar algunos principios de funcionamiento del sistema monetario y financiero, frente a los retos del contexto internacional, aplicados al desarrollo.

Este libro se estructura en una introducción y tres capítulos. En el primer capítulo se analizan las patologías que la dualidad monetaria impone en el sistema monetario y financiero, y se reflexiona en torno a principios que rigen su funcionamiento en economías de mercado, en particular en el caso uruguayo. En el segundo capítulo se presenta una caracterización conceptual del esquema de dualidad monetaria y su evolución en las diferentes etapas del desarrollo económico cubano. Finalmente, en el último capítulo se realizan propuestas para un programa de unificación monetaria en Cuba, tema que probablemente constituya el desafío más relevante para la economía cubana en la actualidad. Ruben Tansini así lo entendió y por ello puso todo su empeño en que se realizara y difundiera esta investigación, y sin duda el mejor homenaje a su memoria será que la misma colabore efectivamente al debate en este tópico y al diseño de políticas que contribuyan a mejorar la situación de la economía cubana.

Rosario Domingo

Coordinadora del Programa de Colaboración
en la Formación en Economía en Cuba

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	11
--------------------	----

Capítulo I

DUALIDAD MONETARIA: LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL.....	17
---	----

Gerardo Licandro y José Antonio Licandro

1. El Rol de la Moneda y el Sistema Financiero en el Largo Plazo	17
1.1 Las funciones básicas del dinero.....	17
1.2 Dinero de buena calidad y sus funciones	19
2. El Dilema de la Apertura Financiera Internacional	23
2.1 La experiencia internacional en materia de controles de capitales	25
2.2 Los beneficios intertemporales de la movilidad de capital.....	27
2.3 Otros costos y beneficios de la movilidad de capitales	32
2.4 Efectividad de los controles de capital	35
2.5 El rol de los controles de cambio y de capital en un proceso de crecimiento	37
3. La Dolarización, Causas, Efectos y Estrategias de Superación	39
3.1 Causas de la dolarización	39
3.2 Consecuencias de la dolarización.....	47
3.3 La política de reducción de la fragilidad financiera en Uruguay.....	54
4. Comentario Final.....	65

Capítulo II

DUALIDAD MONETARIA DE LA ECONOMÍA CUBANA:

RETOS DE POLÍTICA ECONÓMICA	67
-----------------------------------	----

Yaima Doimeadiós y Vilma Hidalgo

1. Dolarización Parcial de la Economía Cubana	67
1.1 Orígenes y patrón de comportamiento	67
1.2 Diferencias del patrón de dualidad respecto a otros países de la región	77

2. El Modelo Resultante: Mercado de Bienes, Agentes y Dualidad Económica	80
2.1 Dualidad monetaria y segmentación bajo circulación del dólar	82
2.2 El proceso de desdolarización institucional de la economía cubana	89
3. Evolución de los Esquemas Monetarios en el Contexto de la Dualidad Monetaria y el Rol de la Política Monetaria	95
4. Principales Implicaciones de la Dualidad Monetaria: Logros y Conflictos Actuales	107
Capítulo III	
HACIA LA UNIFICACIÓN MONETARIA EN CUBA	117
<i>Yaima Doimeadiós y Vilma Hidalgo</i>	
1. Fiscalidad e Impactos Monetarios	119
1.1 Balance del Banco Central, déficit fiscal y base bi-monetaria.....	120
1.2 Balances empresariales y cuenta de financiamiento del Estado: impacto monetario y fiscal	126
2. Evaluación de los Impactos del Ajuste de Tipo de Cambio sobre las Finanzas Públicas y Empresariales	131
2.1 Subsidios implícitos por tipo de cambio	132
2.2 Efectos de una devaluación del tipo de cambio oficial en el sector empresarial	140
3. Análisis Integral de Equilibrio Macroeconómico bajo Dualidad Monetaria	150
4. Reflexiones sobre la Secuencia del Programa de Unificación Monetaria	159
4.1 Primera etapa: ¿qué hacer antes de unificar las monedas domésticas? ..	161
4.2 Segunda etapa: ¿cómo unificar las monedas domésticas?	174
4.3 Tercera etapa: ¿y después de la unificación monetaria?	179
ANEXOS	183
1. Etapas de Transformación en el Modelo Económico Cubano: Principales Medidas Adoptadas	185
2. Segmentación de Mercados Bajo Dualidad Monetaria	191
3. Esquema de Consistencia Analítica y Contable para Examinar los Equilibrios Macroeconómicos bajo Dualidad Monetaria	192
4. Ecuaciones y Balances Financieros por Sector Institucional.....	194
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	201

INTRODUCCIÓN

El proceso acelerado de desregulación financiera observado en la economía mundial hasta la crisis de 2008, coloca a las economías domésticas ante nuevos dilemas de política económica. El consecuente entorno internacional, caracterizado por un alto grado de movilidad de los flujos financieros e insuficiente regulación y coordinación de política a escala internacional, ha generado cambios en la forma de conducir la política macroeconómica, la que ha debido incorporar en forma creciente consideraciones de estabilidad financiera para ajustar efectos desestabilizadores de los flujos de capital y retener márgenes de acción tradicional en política macro.

En el caso de las economías en desarrollo, al panorama externo mencionado se suman los típicos problemas de fragilidad en las estructuras económicas y los débiles marcos institucionales, ocasionando un alto grado de volatilidad y vulnerabilidad económica. Han sido diversas las respuestas de política en la búsqueda de soluciones hacia el crecimiento y desarrollo, marcadas por diferentes paradigmas teóricos y las propias prácticas domésticas; y así, también, las lecciones que hoy podemos derivar de estas experiencias.

Uno de los problemas que ha recibido mayor atención en el debate sobre políticas macroeconómicas, es la complejidad que imprime la dolarización parcial a la administración de dichas políticas. Este fenómeno se agudizó, particularmente, con los episodios de hiperinflación de la

región latinoamericana a partir de finales de la década de los setenta. Muchas son las experiencias observadas a lo largo de estos años en la región. Uruguay y Cuba, dos economías pequeñas y abiertas, en diferentes momentos y circunstancias, han sufrido también esta patología. En el caso cubano se suma la complicación analítica y práctica derivada de la convivencia de dos monedas domésticas (el peso cubano y el peso convertible), conocido como *dualidad monetaria*.

El principal propósito de este libro es examinar las consecuencias de estos fenómenos sobre el sistema económico y, particularmente, sobre el entorno monetario; profundizando a través de los casos concretos de estudio en estos dos países. Es también objetivo del libro recomendar algunos principios de funcionamiento del sistema monetario y financiero, frente a los retos del contexto internacional, aplicados al desarrollo.

Ciertamente hay marcadas diferencias en los modelos económicos de estos dos países —que emanan de las distintas visiones sobre desarrollo y en particular del rol del Estado en este proceso— y así en los diseños de política frente al mencionado fenómeno, lo que, a su vez, condiciona los énfasis en uno u otro tópico en cada caso.

No obstante, Uruguay se constituye en un antecedente interesante de estudio en tanto posee una experiencia de larga data en dolarización y en crisis financieras. Mucho de lo que hoy se discute en la región sobre políticas macroeconómicas en economías dolarizadas, emana precisamente de las reflexiones acerca de las buenas y malas prácticas aplicadas en este período. Por esa razón el primer capítulo del libro se dedica a examinar en un marco conceptual estos aspectos, ejemplificando especialmente el caso de Uruguay. Actualmente, y a pesar de los avances en materia de estabilización, la persistencia de la dolarización en Latinoamérica, particularmente en el sistema de intermediación financiera y deuda pública, continúa acumulando evidencias que explican la alta vulnerabilidad de estas economías. Las principales estrategias propuestas a nivel académico tendentes a mitigar la fragilidad financiera derivada de la dolarización también se incorporan al final del capítulo.

Por otra parte, a inicios de los noventa la economía cubana enfrentó una aguda crisis económica y un cambio radical en sus relaciones económicas internacionales a partir del derrumbe del campo socialista. Como parte del programa económico iniciado en esos años, hubo un proceso de

apertura que facilitó el ingreso de capitales externos a la economía doméstica con el fin de promover el crecimiento, aplicados principalmente a los sectores de exportación de servicios turísticos. Esta apertura, en sus inicios, se llevó adelante con una lógica de economías de enclave, común en los casos de apertura de economías centralmente planificadas, como por ejemplo China. Así se conjugaron políticas de fijación de precios basadas en mecanismos de oferta y demanda, con otras basadas en criterios de regulación administrativa. La mencionada apertura también propició entradas de divisas por concepto de remesas.

En estas circunstancias se produce, en Cuba, un proceso gradual de dolarización parcial de la economía. Este proceso derivó, posteriormente, en un esquema de dualidad monetaria dentro del contexto de un programa económico más general que buscaba elevar los niveles de eficiencia y competitividad internacional. La prolongación de este esquema por más de 15 años, sin duda, ha agudizado conflictos de política económica, como son: la coexistencia de tres monedas, esquemas institucionales que podrían atentar contra la disciplina fiscal y financiera, incentivos anti-exportadores, tipos de cambios múltiples, y sistema de precios que distorsionan las cuentas empresariales y presupuestales del Estado, al tiempo que afectan la asignación de recursos de largo plazo.

En Cuba, actualmente, en el contexto de la llamada actualización del modelo económico, el diseño de una estrategia hacia la unificación monetaria se reconoce como una prioridad en la agenda de transformaciones. Es a esta prioridad que este trabajo pretende contribuir, desde la academia, y en base también, a la experiencia internacional; especialmente respecto a la importancia del sistema de precios y los equilibrios macroeconómicos en una economía.

En el capítulo I del trabajo se analizan las patologías que la dualidad monetaria impone en el sistema monetario y financiero, y se reflexiona en torno a principios que rigen su funcionamiento en economías de mercado. Dentro de las discusiones fundamentales que yacen en el trasfondo de este problema están: la dolarización y su superación, el debate sobre el grado óptimo de integración al sistema financiero internacional, y el rol del sistema de precios en una trayectoria de crecimiento; a los cuales se le dedica una sección en esta parte del libro.

En los últimos dos capítulos, se trata el tema de la dualidad monetaria en Cuba. Considerando las particularidades del modelo económico socialista cubano, donde predomina la planificación centralizada como mecanismo económico; se dedica el capítulo II a presentar una caracterización conceptual del esquema de dualidad monetaria y su evolución en las diferentes etapas del desarrollo cubano. En el último capítulo parte se identifican los principales problemas derivados de la administración de este esquema, y se realizan propuestas para un programa de unificación monetaria.

La propuesta presentada por las autoras cubanas, definitivamente se distancia de la discusión inicial, en relación al rol de la apertura financiera y los controles cambiarios; tema por cierto muy controvertido a la luz de las recurrentes crisis financieras en la economía mundial. Sin embargo, los autores coinciden en que una mera unificación solo implicaría que el Banco Central de Cuba retire de circulación la moneda que se decida hacer desaparecer, a una relación de cambio razonable por la moneda que se decida mantener. Pero la dualidad monetaria es un fenómeno complejo que va mucho más allá de la existencia de dos monedas domésticas. Por lo tanto, las principales reflexiones de este trabajo apuntan a que cualquier estrategia de largo plazo que pretenda superar la dualidad monetaria y remover los obstáculos al crecimiento que hoy le impone a la economía cubana, deberá considerar:

- i. En primer lugar, un reordenamiento institucional en el ámbito monetario-fiscal, que permita concentrar las funciones de cada institución en aquellas compatibles con su naturaleza, en un marco adecuado de coordinación, favoreciendo el equilibrio intertemporal de las cuentas fiscales.
- ii. En segundo lugar, y relacionado con lo anterior, es clave limitar el señoreaje como fuente de financiamiento del sector público, focalizando la misión del Banco Central de Cuba en el objetivo de estabilidad monetaria. Si se realizara la unificación mencionada, pero no se prestara atención a la emisión para financiar al fisco, los resultados no serían alentadores, puesto que la inflación en esa moneda estaría minando su credibilidad en el corto y mediano plazo.

- iii. En tercer lugar, eliminar el actual sistema de tipos de cambios múltiples mediante la unificación del mercado de cambios, convergiendo a un precio único para la divisa. Ello permitiría eliminar el conjunto de distorsiones inherentes a estos sistemas, en particular el sesgo anti-exportador que frena el proceso de acumulación en los sectores de ventajas comparativas, potencialmente los más dinámicos. Asimismo, obligaría a las empresas a enfocar su esfuerzo en mejorar su productividad y competitividad, en beneficio del crecimiento de largo plazo de la economía.
- iv. Finalmente, este ordenamiento debe abarcar también la evaluación de políticas orientadas a proteger a ciertos sectores productivos y sociales. Ello deberá lograrse de manera explícita, transparentando los subsidios en las propias cuentas fiscales, lo que facilita su comprensión y ayuda a su evaluación y diagnóstico a la luz de la estrategia de crecimiento.

Este libro, es resultado del esfuerzo de investigación de los autores recogido en múltiples publicaciones anteriores. En particular, los últimos dos capítulos sintetizan los trabajos realizados durante los últimos 10 años en el marco del Programa de Maestría y Doctorado en Economía, de la Facultad de Economía de la Universidad de La Habana. Vale reconocer las valiosas contribuciones y sugerencias que complementaron los análisis y presentaciones formales por parte de los autores uruguayos, particularmente importante fue el intercambio realizado para la elaboración del último capítulo relacionado con las propuesta de secuencia de la unificación monetaria.

Ha sido nuestro interés que el trabajo presentado, al mismo tiempo de ofrecer propuestas para el diseño de política monetaria y cambiaria, específicamente para la economía cubana, sirva como material complementario para los cursos avanzados de políticas macroeconómicas en programas de pregrado y posgrado en Cuba.

Los Autores

Capítulo I

DUALIDAD MONETARIA: LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL

Gerardo Licandro

José Antonio Licandro

1. EL ROL DE LA MONEDA Y EL SISTEMA FINANCIERO EN EL LARGO PLAZO

1.1 Las Funciones Básicas del Dinero

Como enseña la teoría económica convencional, el dinero cumple tres funciones básicas en una economía moderna: (i) medio de cambio para las transacciones; (ii) unidad de cuenta para los precios de bienes y servicios; y (iii) reserva de valor para los excedentes de ahorro.

La primera de las funciones es la que hace que el dinero cumpla un servicio bien importante en las economías modernas, caracterizadas por la especialización de los agentes económicos y por el intercambio. Ambas cosas van de la mano, puesto que la especialización nos garantiza el aprovechamiento de las ventajas comparativas de los agentes (sean personas, empresas o países), mediante el cual se puede incrementar sustancialmente la eficiencia en el uso de los recursos económicos. El viejo concepto de las ventajas comparativas –que fue desarrollado por primera vez por David Ricardo en el campo del comercio internacional más de tres siglos atrás– está emparentado con el concepto de la productividad de los factores, este último asociado al enfoque de la función

de producción en el marco de las teorías del crecimiento económico. Ahora, ese incremento de eficiencia en el uso de los recursos (mayor productividad) requiere de la posibilidad efectiva del intercambio. En caso contrario, nadie estaría dispuesto a especializarse puesto que ello implicaría no poder satisfacer las distintas y variadas necesidades humanas.

En las economías modernas podemos ejemplificar esta especialización en un trabajador promedio, que se emplea en un trabajo determinado, especializándose en una tarea cuya producción, probablemente, no forme parte de su propia canasta de consumo o represente una proporción ínfima. Sin embargo, el valor de dicho trabajo —el salario— lo recibe en dinero, y con ese dinero accede a los distintos mercados donde obtiene los bienes y servicios que necesita.

Contrario *sensu*, el cuento de Robinson Crusoe nos proporciona un ejemplo clásico de la imposibilidad de aprovechar las ventajas comparativas mediante la especialización, pues ante la imposibilidad del intercambio, no podía aprovechar las ventajas de la especialización, debiendo producir él mismo todo lo que consumía.

Asimismo, el uso del dinero facilita enormemente las transacciones, en la medida que hace innecesarios otros medios de intercambio más complejos, como el trueque. Ello también le permite a los agentes económicos concentrar su esfuerzo en mejorar la eficiencia y productividad de lo que producen. De hecho, es inconcebible una economía moderna funcionando sin dinero.

La función de unidad de cuenta del dinero también cumple un rol importante para la economía. En efecto, al estar expresados todos los valores de intercambio en dinero se facilita enormemente el cálculo económico, ya sea desde el punto de vista del consumo, como de la producción y de la inversión. Así, la función de unidad de cuenta del dinero es la que nos permite simplificar el uso de la restricción presupuestal a la hora de definir el gasto en distintos bienes y servicios. De ese modo, alcanza con manejar todos los precios de los bienes y servicios expresados en dinero para conocer el universo de precios relativos.

Por último, la función de acumulación de valor está íntimamente ligada al ahorro. En la medida que se ahorra para financiar gasto a futuro, poder ahorrar en la unidad de cuenta, y el medio de cambio de la economía proporciona la manera ideal de ahorrar. Por ejemplo, para los

consumidores, el ahorrar en dinero les permite tener una noción muy cercana a su capacidad de consumo futuro.

¿Qué sucede cuando se ahorra en otra moneda? En este caso se asume el riesgo del tipo de cambio, lo que desvirtúa de algún modo su función como acumulador de valor. En economías dolarizadas, como la uruguaya, son bien conocidos los impactos sobre el valor real del ahorro, derivados de los movimientos del tipo de cambio. Incluso, aunque el dólar sea la moneda de cuenta —tal como sucede en algunos mercados como el inmobiliario— en la medida que estemos hablando de bienes y servicios no transables (como típicamente sucede con las propiedades inmobiliarias) el ahorro en dólares tiene una erraticidad superior que la moneda local (al menos cuando la inflación es baja).

Entendidas las funciones básicas del dinero, es bueno preguntarse cuáles son las condiciones necesarias para que la moneda local pueda cumplir adecuadamente con dichas funciones.

1.2 Dinero de Buena Calidad y sus Funciones

La primera gran condición hace a la estabilidad del valor de ese dinero. Si el dinero está perdiendo valor constantemente y de manera poco predecible, sus propiedades se deterioran. Dicho de otra manera, el dinero que pierde valor de modo permanente, se transforma en dinero de mala calidad en tanto no cumple adecuadamente con sus funciones básicas.

Para apreciar este aspecto es conveniente comenzar relacionando la evolución del valor del dinero con el concepto de inflación. Tradicionalmente se define a la inflación como el aumento generalizado y sostenido de precios. ¿Cómo se relaciona esto con el dinero y sus funciones?

Primero que nada, cuando se habla de precios en la definición de inflación, se hace referencia a los precios de los bienes y servicios expresados en unidades monetarias. He ahí el origen del vínculo: si la inflación es un proceso generalizado y sostenido en el tiempo, significa que en un período significativamente prolongado se tienen que entregar cantidades crecientes de unidades monetarias para adquirir bienes y servicios. Ello nos permite concluir que el proceso inflacionario y la pérdida del valor del dinero —en tanto poder de compra— a todos los efectos prácticos son la misma cosa.

Por lo tanto, hablar de inflación es hablar de pérdida generalizada y sostenida del valor del dinero. ¿Cómo afecta esa pérdida de valor a las funciones del propio dinero?

En primer término, como el dinero es usado para transacciones, se requiere mantener un stock para poder utilizarlo fluidamente. Cuanto más veloz sea la pérdida de valor del dinero, menor será su calidad, puesto que tiene un costo —la pérdida de valor por atesorarlo— para tenerlo disponible para hacer transacciones. Esta pérdida en la literatura se conoce como el impuesto inflacionario. En ese sentido, está ampliamente documentado el efecto negativo que tiene la pérdida de valor persistente del dinero sobre el nivel de la demanda monetaria (o sea, sobre el uso del dinero). Un dinero que sufre de inflación es de menor calidad que uno que no la sufre, al menos desde el punto de vista de los agentes que lo demandan para transacciones. Asimismo, también está descrito en la literatura que esta suerte de impuesto inflación tiene carácter regresivo, esto es, grava más a los individuos de menores ingresos. Por lo tanto, esta pérdida funcional del dinero viene asociada con un efecto perverso sobre la distribución del ingreso.

En segundo término, el dinero que se deprecia permanentemente no permite mantener el valor real del ahorro que se haga con ese propio dinero. Por lo tanto, se transforma en un activo poco atractivo para canalizar ahorro, si bien es cierto que este aspecto puede mitigarse en la medida que la pérdida del valor del dinero sea anticipada por los agentes (vía expectativas). Sin embargo, esa mitigación solo ocurre si los cuasidineros (como los depósitos en el sistema bancario) pueden ser remunerados adecuadamente mediante el pago de un interés. Cuando las condiciones para que ello ocurra no son propicias, naturalmente los agentes buscan canalizar su ahorro hacia otros activos que les permitan mantener su valor de compra. Típicamente, en sociedades con estas dificultades, ha sido común que se generen procesos de desintermediación financiera, precisamente cuando los ahorros no se canalizan por los bancos. En las economías latinoamericanas y en Uruguay en particular, el ahorro se canalizó hacia activos reales como las propiedades inmobiliarias. En este ambiente, el financiamiento bancario deja de fluir hacia la economía —o al menos hacia los sectores que no lo canalizan directamente—, lo que termina por perjudicar a los agentes en tanto consumidores (no les es posible adecuar su consumo intertemporalmente) o productores (se les

dificulta el crédito para capital de trabajo y fundamentalmente, para financiar la acumulación de capital).

Por otra parte, si la moneda extranjera está disponible —el dólar, por ejemplo— y es considerada de buena calidad en comparación con la moneda propia (en el sentido de sostener la capacidad de compra), el sistema financiero puede eludir la desintermediación pero a un elevado costo: la economía se dolariza. Este fenómeno —que en términos más generales se denomina sustitución de monedas— se generalizó en Latinoamérica en la segunda mitad del siglo veinte, sobre todo porque los procesos inflacionarios fueron tan pronunciados y persistentes que fueron acompañados por el tipo de cambio. Incluso, las grandes depreciaciones cambiarias se asociaron con la alta inflación.

La dolarización afecta negativamente a la economía doméstica por varias vías. Una de ellas opera a través del señoreaje.¹ En efecto, cuando la moneda es emitida por el banco central local, lo recaudado por el señoreaje —incluyendo impuesto inflación— tiene suma cero a nivel agregado (los tenedores de dinero lo pagan y lo recauda el emisor). En cambio, cuando la economía se dolariza el señoreaje es recaudado por el banco central de Estados Unidos. Ello le impone un costo a la economía que antes no tenía.²

La otra vía, que afecta negativamente a la economía, es la dolarización de la intermediación financiera. La dolarización del ahorro termina por dolarizar también los créditos y, con ello, termina por exponer la capacidad de repago de los deudores a los avatares del tipo de cambio, en particular del tipo de cambio real. Como las depreciaciones reales son fenómenos macroeconómicos, terminan afectando a los deudores de manera simultánea, por lo que transforman los problemas de cobro en sistémicos, exponiendo a la economía a crisis bancarias. La otra versión de

1 El señoreaje en sentido amplio es la diferencia entre el valor del dinero en tanto poder de compra en comparación con el costo de emitirlo. En el caso del dinero fiduciario esa diferencia suele ser importante.

2 Considere el lector una economía que usa un monto fijo de dinero para sus transacciones (M). Si inicialmente la economía se maneja solamente en moneda doméstica, toda la pérdida de valor del stock de dinero (impuesto inflacionario) es una reducción de la deuda del banco central doméstico. Si esa economía se dolarizara completamente, toda la pérdida de valor de la moneda es financiamiento de la Reserva Federal.

la dolarización financiera ocurre por la vía del endeudamiento público. En la medida que los ahorristas están dolarizados, el Estado se siente obligado a emitir deuda en esa moneda, si es que requiere financiamiento, particularmente a mediano y largo plazo.

En paralelo, la pérdida endémica y persistente del valor del dinero le impone costos a la economía real por el lado del cálculo y difusión de los precios. En la literatura clásica este costo se conoce con el nombre de costo menú, haciendo referencia a los recursos reales en los que deben incurrir las empresas debido a la necesidad del remarque permanente de precios (asociado a mantener actualizados los costos del menú en el caso de los restaurantes).

En tercer término, existe un fenómeno empírico asociado a la pérdida del valor de la moneda, y es que esa pérdida de valor se correlaciona positivamente con la volatilidad de precios relativos. Eso implica que, a mayor inestabilidad monetaria, mayor inestabilidad de precios relativos, ya que éstos son los que hacen a la toma de decisiones económicas. Por lo tanto, su mayor volatilidad hace que las decisiones de consumo e inversión sean más riesgosas, precisamente porque se sabe ex ante que la probabilidad de error es mayor. Por esa razón, asumiendo que las personas en tanto agentes económicos son normalmente adversas al riesgo, la volatilidad de precios incorpora un costo a la economía que suele acarrear una reducción significativa en la tasa de crecimiento de largo plazo por distintas vías: acortamiento del horizonte económico (tanto para la disponibilidad de fuentes de financiamiento como para la toma de riesgo en proyecto de inversión de largo plazo), menor acumulación de capital, uso de recursos reales destinados a tratar de minimizar el error, entre otros.

En resumen, el concepto de dinero de calidad se asocia con la estabilidad de su valor, pues sin esa estabilidad no puede cumplir adecuadamente con sus funciones básicas (medio de cambio, reserva de valor y unidad de cuenta). Asimismo, la estabilidad de su valor se contrapone con el fenómeno inflacionario, en tanto éste significa pérdida generalizada y persistente del valor del dinero. En adición, la pérdida de calidad del dinero le genera costos a la economía que van mucho más allá de la regresividad del impuesto inflación, y que tienen consecuencias en la tasa de crecimiento de la economía y su fragilidad ante diversos shocks. De este modo, el esfuerzo de la política monetaria por combatir la inflación tiene un rol preponderante para el bienestar, la eficiencia y el crecimiento de la economía. Por eso hoy en día la mayor parte de los países le han

encomendado a su banco central —como una de sus funciones sociales primordiales— mantener la estabilidad del valor de la moneda.

2. EL DILEMA DE LA APERTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

Recientemente y como consecuencia de los efectos de la crisis internacional del año 2008, el rol de los movimientos de capitales ha sido cuestionado en la literatura económica. El disparador de la discusión estuvo en un trabajo seminal del Fondo Monetario Internacional, firmado —entre otros— por Olivier Blanchard, donde se sugiere que los controles de capitales, otrora denostados por esa organización, pueden tener un rol en el control de los efectos cíclicos de los flujos de capitales.

A pesar de ese nuevo paradigma, vinculado al concepto de estabilidad financiera, el concepto subyacente a esta discusión sigue radicando en que los movimientos de capitales tienen un rol importante en el crecimiento, como facilitadores de la asignación tanto intertemporal como geográfica de recursos.

En las siguientes líneas hacemos un repaso selectivo sobre la literatura acerca de los beneficios de la movilidad de capitales, con énfasis en los mensajes clásicos y la literatura más reciente. Primero miramos a un modelo conceptual de asignación intertemporal de recursos, luego enumeramos el resto de los beneficios y costos asociados a la movilidad de capitales para luego concentrarnos en los controles de capitales, su efectividad y el rol que pueden jugar en el nuevo manejo macroeconómico.

Como existe una equivalencia entre los controles de capital y los controles de cambios, como fuera demostrado por Adams y Greenwood (1985), toda la discusión que aplicamos a continuación se refiere a ambos fenómenos en forma indistinta. Si bien los controles de cambios son formas de política diferentes a los controles de capitales, tanto en la operativa como en sus manifestaciones de corto plazo, en la medida que imponen trabas a la asignación de la divisa externa a usos domésticos, ambos pueden reducirse a impuestos sobre las transacciones que impliquen movimientos de capitales a nivel internacional. En ese sentido, en lo que sigue, y desde un punto de vista teórico, consideraremos ambos como sinónimos.

Recuadro I.1

EL CONTROL DE CAMBIOS EN URUGUAY

Desde 1929 a 1974, Uruguay aplicó un sistema de control de cambios. Introducido como fruto de un estado de emergencia, derivado de una crisis doméstica de pagos iniciada seis meses antes que el famoso colapso bursátil de 1929, el control de cambios uruguayo fue testigo de una etapa de rápido crecimiento de la economía uruguaya hasta mediados de los años 50, y ha sido calificado como uno de los principales responsables del estancamiento de la economía, desde ese momento hasta su abandono. Díaz (2003) describe la política, enfáticamente, de la siguiente manera: *“Difícilmente podrá encontrarse en la historia del Uruguay otra medida que haya ejercido una influencia tan intensa, tan prolongada y tan adversa en la economía del país.”*

Concebida como una herramienta para administrar los recursos escasos en un período de crisis, rápidamente se la aplicó como instrumento para “incentivar” a la generación de empleo doméstico, a través del aumento de la protección efectiva de la industria doméstica.

Si bien la medida fue indudablemente efectiva para el control de los movimientos comerciales, que se mantuvieron estancados a lo largo del período de su aplicación, como demuestra Díaz (2003), tuvo consecuencias adversas en el funcionamiento económico doméstico: (i) el incentivo a la producción ineficiente por la generación de un esquema distorsionado de precios relativos; (ii) el incentivo al “rentismo”; (iii) el desincentivo a la iniciativa privada, la que se abocaba más a conseguir los recursos para sus operaciones de comercio exterior que a innovar en sus actividades productivas; (iv) el deterioro de las instituciones fiscales, en tanto se manejaban recursos que estaban al margen del presupuesto nacional por simples resoluciones administrativas; y (v) el aumento de la corrupción derivado de la deteriorada institucionalidad. Algunos ejemplos de este último fenómeno quedan de manifiesto en el otorgamiento de cuotas preferenciales para la compra de jugadores para equipos de fútbol, o los casos de falsificación de procesos para pretender la incorporación de valor agregado doméstico. Una vez que la oferta de los productos exportables uruguayos, luego de la segunda guerra mundial, se recupera, el dinamismo de la economía uruguaya se apaga para comenzar un proceso de estancamiento que duraría 20 años. En la década de los 70, se lleva adelante un proceso de apertura que llevaría de nuevo a Uruguay a un camino de crecimiento.

2.1 La Experiencia Internacional en Materia de Controles de Capitales

La movilidad de capitales ha aumentado sistemáticamente desde fines de la Segunda Guerra Mundial para alcanzar máximos históricos a comienzos de este siglo. De acuerdo con los datos de Reinhardt y Rogoff (2009), los movimientos de capitales muestran un comportamiento cíclico de largo plazo. En la actualidad, la movilidad de capitales estaría en un máximo histórico, en una fase de expansión iniciada a la salida de la Segunda Guerra.

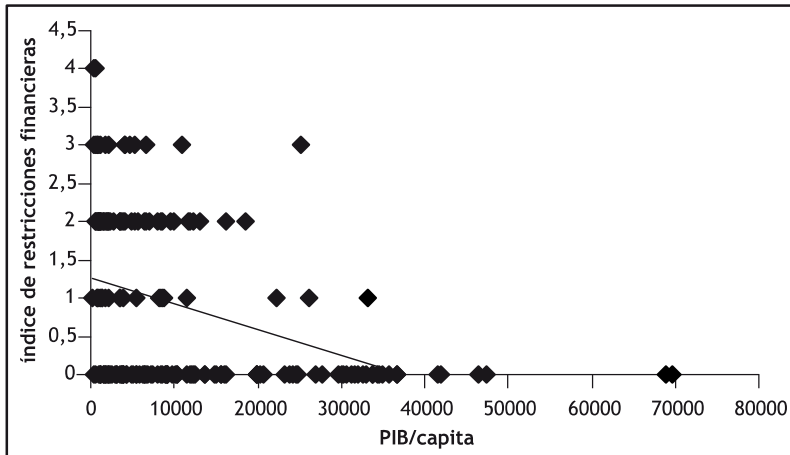
En el pasado, la movilidad de capitales ha estado asociada a la existencia de incumplimientos de deuda soberana. En la línea argumental de Reinhardt y Rogoff, los ciclos de movilidad se trasladan desde los países centrales al resto del mundo, favorecidos por el impacto conjunto de bajas tasas de interés emanadas del centro y elevados precios de *commodities*, fruto de la pujanza de la demanda global. Estas condiciones favorables llevan a una mayor dependencia de los países del financiamiento con deuda, generando las condiciones para que, cuando se revierten las condiciones de financiamiento, se produzcan ciclos de incumplimiento soberano.

A pesar de la mayor movilidad internacional de capitales reciente, persisten ciertos controles de capital, principalmente en economías de poco desarrollo relativo. En el gráfico I.1 puede verse que los esquemas de restricción a los flujos de capitales, como los tipos de cambios múltiples y las restricciones a la repatriación de beneficios, se observan principalmente en las economías con menores niveles de producto interno bruto (PIB) por habitante, medido a paridad de poderes de compra. En efecto, con base en datos del Banco Mundial construimos un índice de restricciones a los movimientos de capital que toma valores más elevados cuanto mayor es la restricción financiera, y lo correlacionamos con los datos de la misma fuente de PIB medido a paridad de poderes de compra per cápita (gráfico I.1 a). En ella se observa la correlación que hay entre nivel de riqueza y apertura financiera, aun cuando no es posible apreciar causalidad. Para obtener una señal en ese sentido es conveniente mirar el gráfico I.1 b, en el cual se observa que las economías con menor nivel de riqueza tienen mercados financieros domésticos menos desarrollados, lo que sugiere un mayor papel para el financiamiento externo.

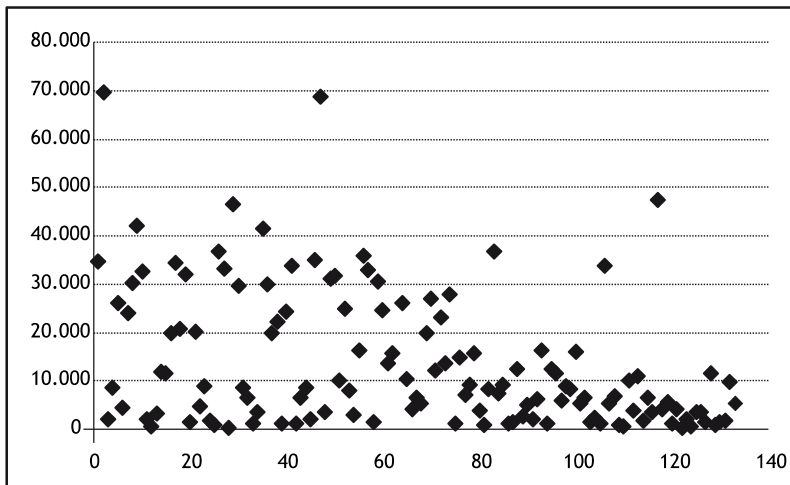
Gráfico I.1

INDICE DE RESTRICCIONES A LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL

a. Índice de Restricciones Financieras y PIB ajustado a PPP



b. Financiamiento a través del mercado local



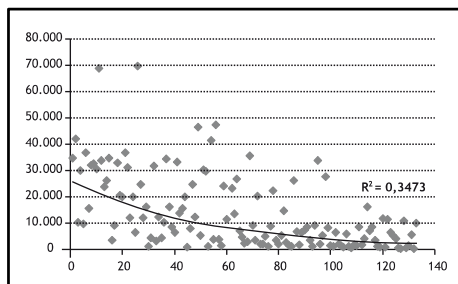
Fuente: Cálculos propios con base a datos del Banco Mundial y del Foro Económico Mundial.

Adicionalmente en el grafico I.2 puede observarse que los mercados financieros desarrollados, la robustez de los bancos y un sistema

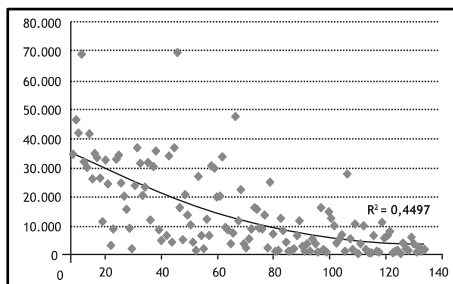
financiero saludable son atributos que tienden a encontrarse en los países que tienen mejor posición en el ranking del Informe de Desarrollo Global del Banco Mundial.

Gráfico I.2
RELACIONES ENTRE PIB PER CÁPITA Y RANKINGS EN MATERIA FINANCIERA DE RUBROS DEL ÍNDICE DE COMPETITIVIDAD GLOBAL DEL FORO ECONÓMICO MUNDIAL

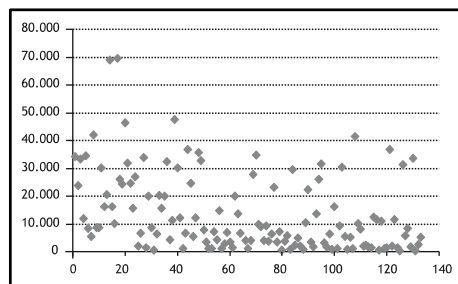
a. Restricciones a los flujos de capital



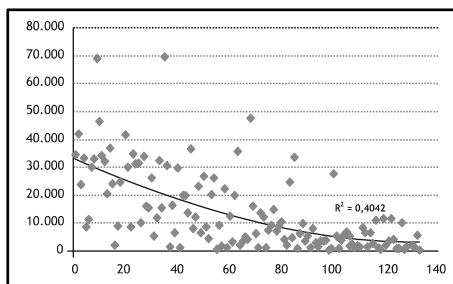
b. Disponibilidad Venture Capital



c. Robustez de los bancos



d. Pilar 8 - Mercado financiero



Fuente: Elaboración propia sobre datos del Banco Mundial y del Foro Económico Mundial.

2.2 Los Beneficios Intertemporales de la Movilidad de Capital

Lucas (1988) planteaba que la libre movilidad de capitales, desde el punto de vista del mundo como un todo y en ausencia de problemas de información asimétrica, resulta beneficiosa ya que permite que el capital financiero se aplique a los usos más rentables a nivel global. En su concepción, en ausencia de restricciones a los movimientos de capitales

es posible la aplicación a nivel global de los recursos en sus usos más eficientes. Claramente, ese beneficio global puede tener diferentes lecturas en términos de cada país, dependiendo de la forma en que esos beneficios se distribuyan, por lo que, en teoría, lo que es un beneficio desde el punto de vista global puede ser un problema desde un punto de vista nacional.

A nivel doméstico, la movilidad de capitales será beneficiosa desde un punto de vista de la eficiencia productiva doméstica, siempre que la tasa de interés internacional sea, en el punto de partida, menor que la productividad marginal del capital interna. En ese caso, la apertura de la economía al financiamiento internacional permite el aumento de la producción doméstica y una mejora del bienestar tanto doméstico como global.

La movilidad de capitales es indudablemente beneficiosa desde el punto de vista de la distribución intertemporal del ingreso. Cuando la tasa internacional es más baja que la tasa doméstica, eso facilita la disponibilidad de financiamiento barato para el consumo. Si, por el contrario, la tasa de interés internacional es más alta a la tasa de autarquía, esto genera un incentivo a la salida de capitales (ahorro en el exterior). En este sentido, a menos que la tasa de interés internacional sea igual a la tasa de interés que opera en el país cerrado, la apertura financiera internacional mejora las posibilidades de distribución intertemporal de consumo de una sociedad, mejorando su bienestar en forma inequívoca.

Para ilustrar estos puntos veamos una aplicación del modelo de Fischer de dos períodos a una economía abierta.

Supongamos que el bienestar de una economía depende de su consumo en dos períodos, representado en la siguiente forma funcional:

$$U(c_1, c_2) = u(c_1) + \beta u(c_2)$$

Donde la función $u()$ es creciente a tasas decrecientes y β es una constante cuyo valor está entre cero y uno en forma estricta.

Esta sociedad puede recurrir a financiamiento externo, de tal manera que sus restricciones presupuestales período a período son: $A_2 = Y_1 - C_1 - I_1$ para el período uno y $-A_2 = Y_2 + rD_2 - C_2 - I_2$ para el

período dos, donde hemos supuesto que no hay activos sobrevivientes luego del período dos (el fin de este problema).³

A es el stock de activos netos de la sociedad, Y la producción, I es la inversión, y r es la tasa real de interés mundial (real).

La restricción presupuestal intertemporal es:

$$C_1 + I_1 + \frac{C_2 + I_2}{1+r} = Y_1 + \frac{Y_2}{1+r}$$

Suponemos que la economía recibe una dotación fija en el primer período de bienes K_1 . Esos bienes se aplican a la producción a través de la tecnología

$$Y_t = F(K_t)$$

donde K es el stock de capital y la función de producción $F(K)$ presenta rendimientos marginales físicos decrecientes.

Con los supuestos que hemos hecho, el problema de esta sociedad se reduce a elegir la acumulación de activos a realizar, sea activos financieros o los activos reales (inversión).

El problema de la sociedad es entonces elegir A_2 y K_2 de manera tal de maximizar

$$u(Y_1 - A_2 - I_1) + \beta u(Y_2 + (1+r)A_2 - I_2)$$

donde $K_2 = K_1 + I_1$ y, como $K_3 = 0$, entonces $K_2 = -I_2$.

Las condiciones de primer orden del sistema son:

- i. La condición de acumulación óptima de capital

$$F'(K_2) = r$$

- ii. La condición de sustitución intertemporal de consumo (condición de Euler)

$$u'(C_1) = \beta(1+r)u'(C_2)$$

3 Un monto fijo de ahorro exógeno no hace la diferencia en este tipo de análisis.

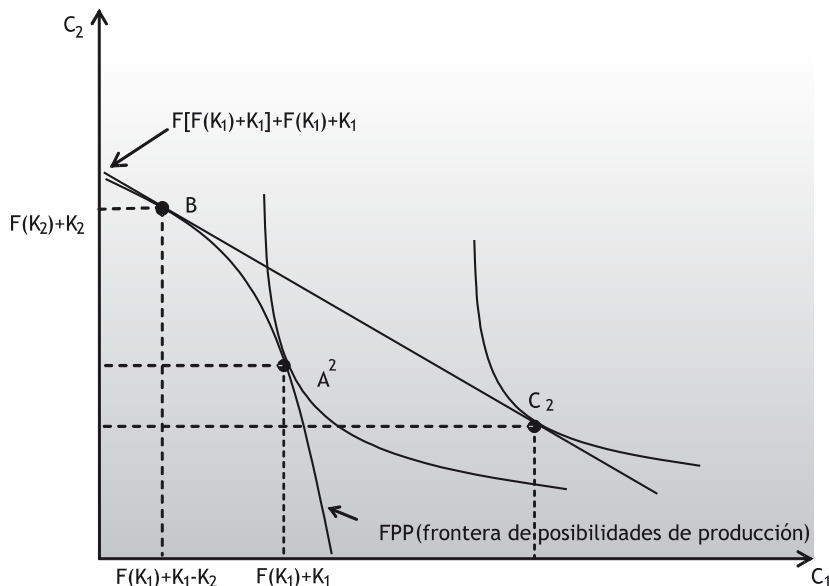
Dadas las condiciones del problema, donde no hemos introducido shocks a la función de producción ni incertidumbre de ningún tipo, la acumulación óptima de capital es invariante en el tiempo y establece la igualdad entre la productividad marginal del capital y la tasa real (constante) de interés. Esta condición establece el arbitraje entre las diferentes formas de acumulación de riqueza.

La segunda condición establece que para resignar una unidad de consumo presente es necesario que la el bienestar perdido en el período presente se iguale al valor presente neto del bienestar que se obtiene por el consumo futuro.

Llegado a este punto, en el gráfico I.3 podemos ver las ganancias derivadas de la apertura a los movimientos de capitales.

Gráfico I.3

GANANCIAS DERIVADAS DE LA APERTURA A LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL



El gráfico consta de tres elementos, siendo estos el mapa de curvas de indiferencia de la economía doméstica, la restricción presupuestal intertemporal de la economía y la frontera de posibilidades de producción

(FPP). Las curvas sobre las cuales se representan los puntos *A* y *C* representan combinaciones de consumo presente y futuro entre las que la economía doméstica se encuentra indiferente, aumentando el nivel de bienestar hacia la derecha en el gráfico. La recta que pasa por los puntos *B* y *C* es la restricción intertemporal de la economía, la cual tiene una pendiente de $[-(1/1+r)]$. La frontera de posibilidades de producción establece las diferentes producciones posibles en los períodos uno y dos frente a las decisiones de consumo del primer período y las posibilidades de financiamiento externo. En un extremo, cuando la economía doméstica elige no consumir en el primer período, toda la producción del primer período se destina a ahorro, por lo que en el período dos hay un stock de capital equivalente al capital inicial más la producción del período uno; en el otro extremo, la economía se consume toda la producción en el primer período y el capital, no dejando recursos para consumir en el segundo período. La pendiente de la FPP refleja el supuesto de rendimientos marginales físicos decrecientes.

El punto *A* en la gráfica muestra la situación de autarquía, cuando la economía del ejemplo no tiene acceso a mercados de financiamiento. En esa situación, la economía solo tiene acceso a una forma de sustitución intertemporal, que es a través de la inversión en capital. Ese punto representa una mejora con respecto a la situación que se daría si esta economía no tuviera acceso a bienes de inversión, lo que haría que esta consumiera K_1 en el primer período y nada en el segundo. No obstante, sin acceso a financiamiento en el mercado internacional a la tasa r , la productividad marginal del capital en el punto *A* es muy superior a lo que se da en el punto *B*, que es donde esta economía produciría si tuviera financiamiento. El acceso a financiamiento permite expandir la producción y el consumo en el primer período determinando una ganancia de capital que se puede medir por la diferencia entre las curvas de iso bienestar representadas en la gráfica.

Hemos visto entonces que, en un entorno en el que no hay problemas de información (ni riesgo ni información asimétrica) ni hay posibilidades de incumplir con la deuda soberana, la movilidad de capitales mejora el bienestar de una economía permitiendo mayores posibilidades de redistribuir el consumo en el tiempo. Levantar algunos de los supuestos anteriores deriva en evaluaciones diferentes de las ventajas de la integración financiera. En la próxima sección analizamos otras ventajas y costos de la integración financiera.

2.3 Otros Costos y Beneficios de la Movilidad de Capitales

En esta sección completamos el análisis de los costos y beneficios de la libre movilidad de capitales. Del lado de los beneficios, donde ya estudiamos en la sección anterior la facilitación del comercio intertemporal, debemos sumar el rol de la libre movilidad en atraer inversiones a emprendimientos productivos, en el desarrollo del mercado de capitales, en la facilitación del comercio de bienes y facilitar la diversificación internacional de riesgo. Del lado de los costos identificamos los efectos perjudiciales de los flujos de capital sobre la estabilidad financiera y sobre la capacidad de operación independiente de la política monetaria.

2.3.1 Beneficios

Los principales beneficios de la movilidad de capitales son:

- i. Atraer inversiones a emprendimientos productivos: en la sección anterior ya esbozábamos este beneficio, permitiendo el financiamiento externo de la inversión en contextos sin asimetrías de información. No obstante, existe un papel adicional para la apertura cuando hay problemas de información asimétrica. La apertura del mercado de financiamiento externo representa una oportunidad incrementada de encontrar socios de negocios, particularmente en los emprendimientos de riesgo. En economías pequeñas, en las que hay poca masa crítica empresarial en la mayor parte de los negocios, la apertura financiera permite aumentar la masa crítica financiera especializada, permitiendo la reducción de los costos de monitoreo en actividades con características idiosincrásicas de riesgo.
- ii. Desarrollo de mercados de capitales: el flujo de capitales externo afecta tanto el volumen como la sofisticación del comercio de servicios financieros domésticos. El efecto sobre el volumen permite desarrollar mercados financieros más profundos, lo que reduce el costo de financiamiento. Asimismo, como en el comercio de bienes, la apertura financiera tiene un efecto sobre la innovación financiera doméstica, lo que contribuye a la mayor eficiencia del mercado financiero. La mayor exposición que implica la apertura potencialmente tiene un efecto sobre el orden

institucional, perfeccionando las instituciones de protección del ahorro y mejorando los estándares contables, lo que reduce los costos de las asimetrías de información.

- iii. Facilitar el comercio: el rol del financiamiento externo en el comercio se ve en la importancia del crédito comercial. En el caso de Uruguay en la crisis de 2002, el financiamiento comercial era prácticamente el único financiamiento externo disponible para las empresas privadas. Tamirisia (1998) encuentra evidencia que los controles de capitales tienen efectos restrictivos sobre el comercio.
- iv. Facilitar la diversificación de riesgos internacional: en la medida que la apertura financiera internacional permite construir portafolios de activos diversificados a nivel global, eso permite reducir la exposición a los riesgos domésticos típica de economías cerradas financieramente.
- v. Discrecionalidad de las restricciones a la movilidad de capital y la posibilidad de corrupción: en sistemas en las cuales las restricciones a los movimientos de capital son discrecionales, como es muchas veces el caso en sistemas de tipo de cambios múltiples, en entornos con poca capacidad de control social (información asimétrica), genera un esquema de agencia común comúnmente conocido como corrupción en la literatura. En estos esquemas, el encargado de determinar la existencia de una restricción, a cambio de un pago, puede determinar usos ineficientes del esquema de restricciones. En el caso de Uruguay, hay ejemplos sobrados de este tipo de ineficiencias. A modo de ejemplo basta mencionar que, durante la experiencia de tipos de cambios múltiples, a los cuadros de fútbol se les daba acceso al tipo de cambio preferencial para contratar jugadores.

2.3.2 Costos

Entre los costos de la movilidad de capital podemos mencionar:

- i. Estabilidad financiera: aún cuando los argumentos expuestos con anterioridad implícitamente plantean una contribución positiva de la movilidad de capitales sobre la estabilidad financiera

doméstica, el descubrimiento de la falta de adecuación de la red de seguridad financiera global puso de relieve los problemas que un flujo descontrolado de capitales puede tener sobre los sistemas financieros nacionales. En toda economía existe una red de seguridad del sistema financiero, cuyo potencial está limitado por la capacidad de endeudamiento de la economía doméstica. La red de seguridad del sistema financiero implica, en casos extremos, una garantía implícita para casos de riesgo sistémico, cuyo valor depende de la solvencia del estado donde esta red se encuentra asentada. En un sistema globalizado, la red de seguridad puede ser complementada con instituciones supranacionales que cumplan las funciones de la red de seguridad doméstica pero a nivel global. No obstante, en la salida de la crisis de 2008, la posición de los países dominantes, reunidos en el G20, fue de minimizar las construcciones supranacionales en materia de estabilidad financiera, dejando claro que cada país tiene que hacerse cargo de sus propios problemas financieros. En este marco, la posibilidad de la red de seguridad doméstica de ofrecer asistencia de emergencia al sistema financiero privado está limitada a la capacidad de endeudamiento de la economía doméstica. La preocupación sobre los flujos de capitales entonces se concentra en la posibilidad que la búsqueda de retornos a nivel internacional lleve a la formación de burbujas de precios de activos en los mercados financieros domésticos.⁴

- ii. Límites a la capacidad de control de la política monetaria: uno de los postulados básicos del manejo monetario de economía abierta implica que la libre movilidad de capitales resta posibilidades en materia de manejo de la política monetaria. Obstfeld y otros (2004) documentan este hecho para una muestra de más de 130 años a nivel internacional.
- iii. Efectos distributivos: en los discursos políticos se maneja la dicotomía entre el capital financiero y el productivo, implícitamente estableciendo una potencial causalidad distributiva de la

⁴ En este aspecto tampoco hay un consenso en los datos. Un ejemplo es el trabajo de Glick y Hutchinson (2010) en el que estudian episodios de crisis cambiarias y no pueden encontrar evidencia que apoye la idea que los controles de capital reducen la posibilidad de crisis cambiarias.

apertura de capitales, que no se observa en la práctica. Arestis y Caner (2009) estudian los efectos distributivos de la apertura financiera sin encontrar efectos estadísticamente significativos.

Una revisión conjunta de beneficios y costos de la apertura financiera apunta a la idea que si bien la misma es conveniente por sus efectos potenciales sobre el crecimiento, los efectos sobre la estabilidad financiera deben ser tenidos en cuenta y debe reforzarse la red de seguridad doméstica del sistema financiero para prever eventuales amenazas a la estabilidad financiera, las que han tenido efectos devastadores en el pasado en las economías de la región.

2.4 Efectividad de los Controles de Capital

La efectividad de los controles de capital es materia de amplia discusión. En los hechos, uno de los argumentos que justificaban su abandono en el pasado justamente estaba vinculado a la percepción de ineficacia de este tipo de mecanismos.

El caso de Chile es el que ha sido más discutido en la literatura, el de China es de mayor actualidad. Ambos casos son de interés por tratarse de dos de las historias de crecimiento más exitosas en casos de economías no centrales, y por provenir de filosofías de política económica radicalmente diferentes.

Edwards (2006) resume la evidencia acumulada en el caso chileno y encuentra que la evidencia sobre la efectividad de los controles de capitales es mixta. Chile estableció un sistema de reservas no remuneradas, en el cual la tasa del impuesto equivalente dependía de la duración de los depósitos y del costo de oportunidad de los mismos. Este control se esperaba que enlenteciera el ritmo de entradas de capitales, que sesgara la composición de las entradas hacia colocaciones de mayor plazo, redujera la presión a la apreciación real de la moneda, permitiera al Banco Central de Chile mantener diferenciales de tasas de interés elevados para reducir la inflación, y que contribuyeran al mantenimiento de la estabilidad financiera. En el resumen de Edwards, los controles no habrían sido efectivos ya que no lograron afectar el volumen de las entradas de capital, ni contener la apreciación del tipo de cambio real ni aumentar la capacidad operativa de la política monetaria. Parte

de la explicación sobre su falta de eficacia puede relacionarse con la evidencia de permeabilidad de los controles. No obstante, a pesar de esa permeabilidad, los controles habrían afectado significativamente la composición por plazos de las entradas de capitales, desalentando las entradas de corto plazo, las que habrían sido más que compensadas por las entradas de capitales de largo plazo. Edwards, además recoge evidencia de trabajos que muestran que los controles de capital tampoco habrían mejorado la capacidad de absorber shocks externos de la economía chilena, ya que, en las crisis de Asia y Rusia de fines de los 90, Chile habría sido más afectado que economías sin ese tipo de controles como Argentina o México.⁵

Para autores como Wang (2010) y Xiao (2010), los controles de capital en China no son eficaces. Wang (2010) analiza la efectividad de los controles de capital, en el marco de la política china de acumulación de reservas con esterilización, y encuentra que los mismos, si bien se encuentran funcionando plenamente, no son efectivos. Xiao (2010), revisando la misma experiencia, cuestiona adicionalmente los controles de cambios basado en la ineffectividad de la política combinada de intervención en el mercado de cambios y de regulación de movimientos de capitales, en su afán de control simultáneo de la inflación y el tipo de cambio real. En general, entonces, la percepción que deviene de la experiencia China apunta a la falta de eficacia de los controles de capital como herramienta de manejo macroeconómico.

Ostry y otros (2010) revisan la literatura sobre efectividad de controles de capital y, para una muestra de más de treinta trabajos enfocados a estudios de casos y datos de panel, la evidencia empírica parece respaldar la idea que el principal efecto de los controles de capital es sobre la estructura de los mismos.

Binici y otros (2009) intentan estudiar la efectividad de los controles de capitales, relacionando las restricciones legales sobre tres categorías específicas de salidas y entradas con los componentes correspondientes de flujos de capital. Con datos de panel cubriendo 74 países entre 1995 y 2005, estiman modelos de flujos de capital con cuatro categorías, acciones y deuda para entradas y salidas de capital. Los efectos estimados

⁵ Levy-Yeyati (2011) muestra que los controles de capitales en Chile lograron introducir una brecha entre los rendimientos de los papeles domésticos y externos de las firmas chilenas.

de los controles de capital varían con el tipo de control impuesto: son efectivos en el caso de las salidas de capital pero no tienen efectos visibles sobre las entradas, y son menos efectivos en economías de ingreso medio y bajo. Adicionalmente, controles en las salidas de acciones y deuda cambian el volumen y la composición de los flujos de capital, así como el flujo neto de capital en cada clase de activos.

Recientemente, Blanchard y otros (2010) han sugerido, con base a evidencia de la respuesta de diversos países a la crisis financiera de 2008, que los controles de capital pueden llegar a tener un rol cíclico. Conjuntamente con el trabajo de Ostry y otros (2010) implica un cambio de orientación fundamental en una institución de relevancia internacional como es el Fondo Monetario Internacional. En el trabajo de Blanchard y otros, la reacción en materia de crecimiento a la crisis financiera de 2008 habría sido menor en aquellos países en los cuales habría mayores limitaciones a los movimientos de capital. Estos autores, entonces, sugieren que los controles de capital idiosincrásicos pueden tener un efecto positivo cuando ya no hay espacio para el desarrollo de otras políticas de carácter prudencial. En efecto, Ostry y otros plantean “...si la economía está operando cerca de su potencial, si el nivel de reservas es adecuado, si el tipo de cambio real no está subvaluado y si los flujos son de naturaleza transitoria, entonces, el uso de controles de capital —sumado al uso de política prudencial y política macroeconómica— se justifica como parte de un conjunto de medidas para manejar las entradas de capital”.⁶

2.5 El Rol de los Controles de Cambio y de Capital en un Proceso de Crecimiento

Hemos visto entonces que los controles a los movimientos de capital, cuando aplicados al corto plazo y en forma individual asincrónica pueden tener un rol en el instrumental de políticas de una economía pequeña y abierta. Dada la contribución que tiene la libre movilidad de capitales, para asegurar la mejor asignación de recursos a nivel internacional, los costos del uso de esta herramienta hacen que la misma no sea deseable, salvo en un contexto de manejo de temas de estabilidad financiera de corto plazo.

6 Traducción propia.

A pesar de este redescubrimiento de los roles de controles individuales a los movimientos de capitales, toda esta literatura advierte que la imposición competitiva de este tipo de controles puede representar pérdidas sustantivas de bienestar a nivel internacional. En efecto, mientras que una economía considerada individualmente retiene la posibilidad de pensar en el uso prudencial de los controles, cuando todas las economías intentan hacerlo surge una presión competitiva parecida a la que se observa en la demanda de bienes públicos.

Calvo (2010) opta por este enfoque y argumenta, que un control más estricto del sistema financiero doméstico debería ser preferible a los controles de capitales por las siguientes razones:

- i. El fenómeno dominante de la experiencia de países en desarrollo son las paradas súbitas de capital.
- ii. La transmisión de los flujos de capital externos pasa principalmente por el sistema bancario doméstico.
- iii. En la medida que en episodios de paradas súbitas de capitales generan un impacto fuerte sobre el nivel de actividad, por efectos de sustitución en crédito en el mercado doméstico, el sistema financiero doméstico tiene que ser resguardado de todas formas frente a este tipo de volatilidad de capital.
- iv. La mayor parte del efecto volumen de las paradas súbitas de capital derivan de la priorización de bancos internacionales del repago del crédito de corto plazo, por lo que los reguladores domésticos tienen que mirar detenidamente las posiciones de corto plazo de este tipo de instituciones.
- v. Existe una asociación directa entre las paradas de crédito internacional y domésticas, por lo que la política también tiene que mirar al sistema bancario por este segundo fenómeno.
- vi. Implementar sistemas de subsidio al crédito, en la salida de episodios de paradas súbitas de capital, puede ser difícil si la deuda del gobierno está sujeta a restricciones de movimientos de capital.

En el final, una síntesis propia del recorrido por la literatura recién realizado indicaría que la teoría y la experiencia internacional apuntan a destacar que la libre movilidad de capitales tiene un rol en el crecimiento, cuando sus efectos sobre el sistema financiero doméstico

son manejados en forma prudencial. Esto, aplicado a la experiencia de un país que tiene que abrirse al mundo y que en el punto de partida tiene férreos controles de capital, implicaría un proceso cuidadoso de apertura de la cuenta de capital, que debe necesariamente ir acompañado del desarrollo de capacidades internas de control, para prevenir posibles efectos negativos de la movilidad internacional de capital en la estabilidad del proceso de crecimiento.

3. LA DOLARIZACIÓN, CAUSAS, EFECTOS Y ESTRATEGIAS DE SUPERACIÓN

En esta sección nos concentraremos en el estudio de la dolarización como fenómeno, sus causas y sus consecuencias, así como las experiencias de los países que han tratado de vivir con la patología de la dolarización, con especial énfasis en la experiencia uruguaya. Comenzaremos discutiendo las causas de la dolarización, luego haremos una breve reseña de las consecuencias y finalmente veremos las estrategias usadas para lidiar con las patologías derivadas de este fenómeno.

3.1 Causas de la Dolarización

Licandro y Licandro (2003) identifican las causas de la dolarización en cuatro factores fundamentales: (i) la existencia de mercados incompletos; (ii) razones de portafolio; (iii) problemas de uso estratégico de la política monetaria; y (iv) problemas de percepción de riesgo a nivel microeconómico por la presencia de garantías. Si bien la dolarización es el resultado de un proceso social e histórico, cuyas manifestaciones en cada experiencia nacional no son idénticas, estos factores están presentes en mayor o menor medida, por lo que es importante repasar la lista completa de factores causales.

3.1.1 Mercados incompletos

La literatura temprana en materia de dolarización enfatizaba las causas históricas del fenómeno, poniendo el énfasis en la secuencia de eventos que llevaron a la progresión del fenómeno.

En Uruguay, la dolarización de los depósitos comenzó como resultado de la falta de alternativas financieras en una economía que sufría muy alta inflación desde mediados de la década de los 50, en un ambiente de represión financiera (tasas de interés nominales topeadas). Los problemas fiscales llevaban a un exceso de demanda interna que presionaba al alza los precios domésticos, generando crecientes déficits de balanza de pagos. En el esquema de Bretton Woods, la única forma de solucionar el problema de déficit de cuentas externas era a través de devaluaciones. Esporádicamente al principio y mucho más frecuentemente después, las devaluaciones deterioraron la confianza que el público tenía en la moneda nacional. A mediados de los 50 y hasta comienzos de los 70, la única herramienta disponible para el ahorro de los agentes domésticos la constituían los activos en moneda nacional con tasas reales negativas, fruto del control de tasas nominales de interés que la ley establecía. El aumento de la demanda de dólares era inevitable. Los bancos comenzaron a tomar depósitos en dólares, subrepticamente primero a través del manejo de operaciones fuera de la hoja de balance, y luego en forma abierta a partir de 1962, cuando el Departamento de Emisión del Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU) autorizó los depósitos en esa divisa.

Hacia fines de la década de los 70, con la creación de la unidad reajutable (UR) se llevó a cabo en Uruguay el primer intento de competir con el dólar. Aunque su finalidad estuvo limitada al financiamiento de vivienda, muchos uruguayos vieron en esta opción una herramienta conveniente para la constitución de sus ahorros e inversiones financieras. De esta manera, la inversión en este tipo de instrumentos, aun cuando se limitó al financiamiento de vivienda, creció significativamente durante la década, hasta situarse en 1,6% del PIB en 1979. Luego, el Banco Hipotecario cambió el mecanismo de reajuste de las Obligaciones Hipotecarias Reajustables (OHR), en lo que constituyó un verdadero default para el Mercado. Esta decisión liquidó un incipiente mercado de OHR y minó la confiabilidad de cualquier otra iniciativa que el BHU pudiera llevar adelante. Cuando años más tarde el BHU intentara operar en índice de precios al consumo (IPC), la respuesta del público fue cautelosa, y ese instrumento, que tenía otros defectos de diseño como el rezago del reajuste (2 meses), su poca profundidad y la falta de liquidez diaria, nunca llegó a jugar un papel preponderante en el mercado doméstico.⁷

7 Existen otras razones para el fracaso de la UR. Entre ellas cabe mencionar su falta de liquidez por falta de precio de referencia diario y el hecho de que su rendimiento era bajo cuando los

Eliminados los instrumentos del BHU del camino, el dólar volvió a ser la única opción para la reserva de valor.

Caballero y Krishnamurthy (2000) explican la dolarización del crédito como una respuesta a un problema de mercados incompletos a escala doméstica. En países en los cuales hay restricciones financieras en el ámbito nacional, la contratación de deuda externa en moneda nacional operaría como una especie de seguro contra shocks de tipo de cambio real. Sin embargo, en presencia de restricciones financieras domésticas, los agentes de la economía subvaluarán el riesgo de endeudarse en moneda extranjera en pos de asegurar su propio financiamiento.

3.1.2 Explicaciones de portafolio

Aún en economías en las cuales se habilitaron alternativas razonables al dólar, entre las cuales queremos destacar el ejemplo de Chile con la creación de la Unidad de Fomento (UF) indexada a los precios al consumidor, la dolarización avanzó siempre que no estuviera estrictamente prohibida como en el caso de Brasil.⁸ Una de las explicaciones principales para este fenómeno adjudicaba esta preferencia por la moneda extranjera a decisiones de portafolio. Thomas (1985) adopta esta explicación a las decisiones de portafolio de los agentes, mientras que Ize y Levy-Yeyati (1998) hacen lo propio pero en el caso de los bancos. Por su parte, Calvo y Guidotti (1990) lo hacen para el sector público. En este tipo de enfoque, las propiedades cíclicas de las inversiones en dólares son las que justifican su inclusión en un portafolio óptimo. En el caso de los consumidores, si la varianza del tipo de cambio real es baja y la correlación de los ingresos de estas inversiones con otros ingresos de la restricción presupuestal de los individuos es negativa, se justifica invertir en dólares. En el caso de Uruguay, dada la profunda correlación negativa entre el ingreso y el tipo de cambio real, lo que implica que el rendimiento de los activos en dólares aumenta cuando el ingreso cae,

ingresos de los hogares estaban pasando por malos momentos (correlación positiva entre salarios reales y nivel de actividad). Ver Licandro y Masoller (1998).

8 En este país la demanda por dólares existió a nivel del mercado negro y habiéndose prohibido los depósitos en esa moneda para los residentes, estos optaron por guardar esas reservas en medios informales.

existe un fuerte incentivo a la inversión en dólares desde una perspectiva de portafolios. Estos autores (1998) extendieron este argumento a las decisiones de endeudamiento y crédito de los bancos. Una vez más las propiedades estocásticas de los rendimientos de los activos y pasivos son la clave del aumento de la dolarización. En este sentido, y siguiendo esta línea argumental, la existencia de una covarianza negativa entre el retorno esperado de las colocaciones en dólares y en pesos constituye un fuerte incentivo para la contratación de un portafolio en ambas monedas. Ize y Levy-Yeyati (1998) señalan, sin embargo, que este tipo de argumento no es capaz de justificar los elevadísimos niveles de dolarización que se encuentran en países como Argentina, Perú, Bolivia o Uruguay, observación que compartimos.

3.1.3 Inconsistencia de la política económica

Como ya mencionamos, la inconsistencia macroeconómica de las políticas es uno de los factores que más contribuyó a la dolarización de nuestras economías. Esta inconsistencia de políticas ha sido encarada sistemáticamente en varias vertientes de la literatura, con particular énfasis en la literatura de crisis de balanzas de pagos, de las cuales los artículos de Krugman (1999) y Obstfeld (1984) son obras pioneras. En sistemas de tipo de cambio fijo, políticas fiscales insostenibles llevan al agotamiento de las reservas internacionales del banco central y al posterior abandono del régimen de tipo de cambio.

Autores como Kydland y Prescott (1977) y Calvo (1978) refieren a este problema como la inconsistencia temporal de la política. En forma resumida, aquellas medidas que pueden parecer óptimas ex ante, no tienen porque serlo ex post. En términos de la política monetaria, si bien sería preferible tener una inflación baja, una vez que los agentes han tomado sus decisiones de portafolio (demanda de liquidez y de activos en moneda nacional), la autoridad monetaria puede generar beneficios en el campo fiscal así como reducción del desempleo, recurriendo a la inflación sorpresiva, siempre que la economía esté caracterizada por rigideces nominales. Como el público reconoce este incentivo tomará los recaudos para evitar ser “sorprendido”, demandando aumentos de tasas de interés para los instrumentos nominales en moneda nacional o privilegiando la deuda indexada o en dólares.

También Calvo y Guidotti (1990) señalan que tanto la indexación como la dolarización de la deuda pública son formas de combatir la falta de confianza en la política macroeconómica. En particular, como la existencia de deuda nominal en moneda nacional incentiva el uso de la inflación como forma de licuar el valor real de esa deuda, la emisión de papeles indexados resulta en un menor incentivo inflacionario, sea al tipo de cambio o al índice de precios.

Este es un argumento que tiene gran validez histórica para explicar la dolarización de la deuda de países como Uruguay. Hace cincuenta años la inmensa mayoría de la deuda pública uruguaya estaba denominada en pesos. A medida que la gente fue aprendiendo los efectos expropiatorios de la inflación, el costo del endeudamiento público nominal en moneda nacional fue aumentando hasta volverse prohibitivo. Obligado a endeudarse para hacer frente a sus obligaciones, el Estado tuvo que optar por usar fuentes “baratas” de endeudamiento: los instrumentos indexados.

Una de las causas más extendidas de la inflación es el uso monetario como fuente de financiamiento del déficit fiscal. Si bien es cierto que en la actualidad se acepta que el fenómeno inflacionario —en su raíz causal— es mucho más complejo que lo que pretendieron los primeros enfoques monetaristas, también lo es que, luego de desatado el fenómeno, la recaudación de señoreaje se convierte en una suerte de adicción en materia de financiamiento presupuestario de los gobiernos. Asimismo, también fue frecuente que, como estrategia deliberada, se recurriera a la emisión de dinero como fuente de financiamiento, lo que dio lugar a inflaciones altas y persistentes, cuando no a procesos de inflación descontrolada y creciente, conocidos como hiperinflaciones.

Esta adicción se explica en buena medida, porque para prescindir del señoreaje inflacionario se requiere una combinación de reducción de gasto y aumento de los impuestos tradicionales, lo que no es siempre sencillo desde la óptica de la economía política. Por el contrario, el impuesto inflacionario no requiere aprobación parlamentaria ni el desarrollo de un aparato burocrático sofisticado para recaudarlo. Alcanza con tener un banco central emisor de carácter monopolístico para que ello funcione. Por otra parte, los perjuicios que la persistencia del proceso inflacionario ocasiona y que vimos en el apartado anterior, no son fáciles de observar en el corto/mediano plazo, sobre todo aquellos que afectan el crecimiento económico, por lo que también es costoso,

políticamente, tratar de prescindir del impuesto inflación. Esto obligaría a imponer mayor disciplina fiscal, por el lado de un menor gasto o por el lado de mayores impuestos tradicionales, medida que sí puede tener costos políticos tangibles en el corto plazo para el gobierno de turno. Asimismo, todo ese costo tiene una recompensa eventual en un futuro impreciso, lo que lo hace difícil de ser capitalizado políticamente por quien lo promueve.

Es difícil de entender los largos procesos inflacionarios de la mayor parte de los países de Latinoamérica sin incluir en el análisis la economía política del presupuesto público y su financiamiento. De hecho, la mayor parte de los planes de estabilización en la historia del subcontinente de la segunda parte del siglo veinte —por no decir todos—, encuentran en el dilema fiscal una de sus mayores dificultades para el éxito.

Uruguay no ha sido una excepción en este campo. Tan es así, que a pesar de que el Banco Central es creado en 1967 mediante una reforma constitucional, cuando el proceso inflacionario ya estaba desatado en el país, recién en 1995 el Parlamento Nacional aprueba su primer Carta Orgánica, especificando allí por primera vez que una de las finalidades del banco es velar por la estabilidad de precios y limitando severamente la posibilidad de que la autoridad monetaria financie al Fisco. Desde nuestra óptica no es casualidad sino causalidad, que justo cuando comienza el proceso de discusión parlamentaria y posterior aprobación de la Carta Orgánica en los términos mencionados, el país comenzara un proceso gradual pero firme de combate inflacionario, el que le ha permitido reducir su tasa de inflación anual a un dígito desde fines de la década del 90 luego de haber pasado casi 50 años con una inflación anual promedio de 60%, y luego de haber experimentado tres planes de estabilización fallidos.

Otro de los factores que ha perturbado la estabilidad de precios, y que está vinculado con las decisiones de política monetaria, tiene su base en el vínculo entre la inflación y el desempleo. En efecto, hacia fines de los años 50 y principios de los años 60 comienzan a difundirse lo que luego se conocerían como la Curva de Phillips y la ley de Okun. La primera establecía una relación negativa entre la inflación y la tasa de desempleo, sugiriendo que una mayor inflación —y por ende una política monetaria más laxa— podría ser utilizada para combatir el desempleo. La ley de Okun vinculaba el crecimiento del producto con la tasa de

desempleo, también de manera negativa, lo que sugería que políticas pro crecimiento podían ser utilizadas para reducir el desempleo.

Los resultados del trabajo de Phillips para Inglaterra fueron ratificados para Estados Unidos por Solow y Samuelson, y si bien dieron lugar a posteriores desarrollos teóricos que trataron de explicar la mencionada relación entre inflación y desempleo, lo que despertó una larga polémica sobre el rol de las expectativas inflacionarias en el asunto, hoy en día es generalmente aceptado que al menos en el corto plazo la relación existe.

Una de las derivaciones de estos resultados fue que la política monetaria encuentra un espacio para afectar el nivel de actividad y el empleo. En la medida que el gobierno de turno pueda aprovecharse de ello, políticamente hablando, se abre un nuevo campo de tensión para la estabilidad de precios. En efecto, el gobierno puede estar interesado en generar inflación pero no para explotar el financiamiento con señoreaje, sino para reducir el desempleo, aunque sea en el corto plazo. Esta dificultad ha dado lugar al fenómeno denominado como inconsistencia temporal.

De nuevo, para que no prime este interés de corto plazo sobre el bien superior derivado de la estabilidad de precios, la receta de un mandato institucional claro para el banco central, con restricciones al financiamiento del déficit fiscal se ha debido reforzar con el concepto de autonomía o independencia de sus autoridades, referidas al gobierno de turno. Así, un arreglo institucional que priorice el gobierno corporativo del banco central enfocado en su misión superior, resulta más eficiente si se lo independiza políticamente del gobierno de turno. Por esa razón, hoy está muy difundido este concepto y en la mayor parte de los países se han generado mecanismos institucionales con esa finalidad, entre los que vale la pena mencionar: (i) los miembros del Consejo del banco suelen tener mandatos de duración superior al del ciclo político, así como sucesiones traslapadas; (ii) el nombramiento de los miembros corresponde a algún arreglo entre el Poder Ejecutivo y el Legislativo; (iii) se aclara lo más posible el mandato o misión del banco en su ley (Carta Orgánica, tal como se denomina en el caso uruguayo); (iv) se le otorga autonomía presupuestaria; y (v) se institucionalizan mecanismos de rendición de cuentas para su contralor.

En el caso uruguayo, su sistema político aún no ha logrado acordar un marco institucional acorde con el problema de la inconsistencia temporal. En efecto, si bien el Banco Central del Uruguay (BCU) está definido dentro de la figura constitucional de los Entes Autónomos, lo cierto es que los miembros de su junta directiva (Directorio, como se le denomina) son miembros políticos con supremacía del gobierno de turno. La manera más clara de apreciar su falta de autonomía en el sentido antes mencionado es, quizás, que su Presidente es considerado parte de lo que se conoce como “equipo económico del gobierno”. En igual sentido puede considerarse el desempeño inflacionario de los últimos años, puesto que si bien la tasa de inflación se ha mantenido en un dígito, los compromisos de estabilidad de precios han sido relativamente elevados en la comparación internacional. Usualmente la tasa de inflación ha estado por encima de dichos compromisos y los indicadores usuales de política monetaria muestran que la reacción de los instrumentos no ha sido acorde con lo que se conoce como la Regla de Taylor, en el sentido que, cuando la inflación está fuera del rango objetivo, o en la parte alta del rango, la política monetaria en sentido amplio no se ha ubicado en una fase contractiva.⁹ Esta situación es problemática en varios sentidos. En primer término, si el compromiso con la baja inflación ha sido débil, en un período caracterizado por el fuerte crecimiento de la economía y una reducción del desempleo a niveles históricos, puede generar incertidumbre acerca del rumbo que podría dársele a la política monetaria en la parte baja del ciclo, cuando el desempleo crece. En segundo término y vinculado a lo anterior, esa incertidumbre se transforma en un freno al desarrollo de los mercados en moneda nacional de mediano y largo plazo, transformándose en un obstáculo difícil de franquear para reducir la dolarización.

3.1.4 Garantías y errores de valuación de riesgo

Caballero y Krishnamurthy (2000) hablan de subvaluación en equilibrio del riesgo. Este argumento fue formalizado por Burnside, Eichengreen y Rebelo (2000), en donde se demuestra que la existencia de garantías al sistema financiero, si bien puede tener efectos expansivos de

9 Ver Licandro, G. (2010).

corto plazo, elimina los incentivos de los bancos a asegurarse contra los riesgos de su portafolio, resultando en una exagerada exposición de la cadena de pagos al riesgo cambiario. Como el riesgo no se percibe, no se incluye en la tasa de interés y resulta en un crédito “barato”. En este marco, el pasaje a un sistema de seguro limitado de depósitos contribuye a reencauzar los incentivos de los bancos, restableciendo los precios relativos. Una interpretación amplia de este concepto engloba la idea de que un tipo de cambio fijo es, de por sí, una garantía. El sector privado internaliza la nueva perspectiva cambiaria y esto también genera incentivos adicionales del lado de la demanda, para la dolarización del crédito.

Esta situación es particularmente aplicable a Uruguay, donde existió una suerte de garantía implícita de depósitos y donde las normas prudenciales no obligaban a discriminar los riesgos de prestar en dólares a los sectores no transables.

3.2 Consecuencias de la Dolarización

3.2.1 Dolarización de créditos y fragilidad financiera

Si los deudores del sistema financiero tienen sus ingresos en pesos y sus deudas en dólares (descalce de monedas), cuando ocurre una corrección de los precios en dólares de gran magnitud, la insolvencia se vuelve mucho más probable. De esta manera, el riesgo de monedas se transforma en riesgo crediticio (riesgo de contraparte), pero aún derivado del mismo problema de base: el descalce de monedas en los flujos de fondos.

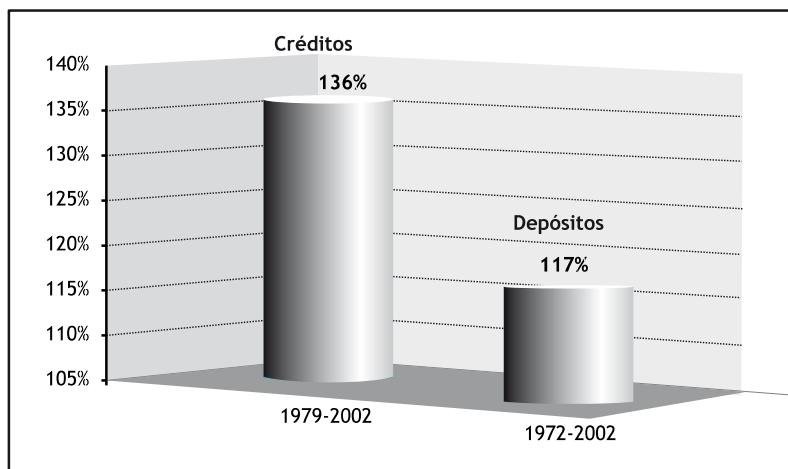
Al no reconocer este descalce como un problema, entre otras cosas porque los agentes (tanto bancos como depositantes y tomadores de crédito) se sienten cubiertos por un seguro implícito que proporciona el Estado, el costo del crédito en dólares resulta más barato de lo que debería ser, sesgando el portafolio de los bancos a incorporar más crédito en moneda extranjera de lo que hubiera sido socialmente óptimo.

Otro aspecto de la fragilidad financiera está vinculado al rol de prestamista de última instancia. En efecto, Broda y Levy Yeyati (2003) sugieren que el costo de dicha función es diferencial, en el caso de créditos

en moneda nacional y moneda extranjera, por la sencilla razón que el banco central no tiene acceso a imprimir otra moneda que no sea la suya propia. Por lo tanto, el costo de proveer liquidez a los bancos es más alto en el caso de dólares que de pesos. De lo anterior se deriva que, de mantenerse requisitos de liquidez similares para captación de ahorro en pesos y dólares, se estará discriminando a favor de la moneda extranjera propiciando la dolarización. Este es un aspecto que, con matices, también está presente en la situación uruguaya. Ese costo diferencial conduce a los autores a afirmar que los requisitos de liquidez y los costos del seguro de depósitos deberían ser más altos para la moneda extranjera. Este énfasis regulatorio ya estaba presente en el documento de Baliño, Bennett y Borensztein (1999) sobre política monetaria en economías dolarizadas, en el que se sugiere, adicionalmente, que los requisitos prudenciales deberían ser más fuertes en el caso de los préstamos en dólares a sectores no transables.

Al amparo de este tipo de garantía, en Uruguay durante la década de los noventa, observamos un desarrollo del sistema financiero que estuvo estratégicamente dirigido y basado en la dolarización. Luego de la crisis de 1982, el crédito bancario se retrajo sustancialmente como consecuencia de dos fenómenos. En primer lugar, debemos destacar la mayor presión de financiamiento del Estado que, inmerso en problemas de financiamiento de una deuda extremadamente elevada, recurrió al sistema financiero. En segundo lugar, el sistema financiero hizo la opción estratégica de retirarse del financiamiento de mediano y largo plazo al sistema privado. Cuando la situación fiscal mejora, a mediados de los 90, se observa una nueva expansión del crédito al sector privado. Como se ve en el gráfico I.4, durante el período 1979-2002, el crecimiento de la participación de los depósitos en el producto de Uruguay estuvo explicado más que totalmente por el crecimiento del peso de los depósitos en dólares. De esta manera, la estrategia adoptada en el sistema financiero no solamente no dejó crecer las opciones en moneda nacional, sino que las desplazó en términos relativos. Este crecimiento de la participación de las opciones en dólares se da, además, sobre niveles de dolarización que ya eran elevados. El crecimiento de la bancarización de los depósitos y créditos, es decir del crecimiento de la participación de créditos y depósitos en el PIB, se explica por la dolarización, en 117% en el caso de los depósitos y en 136% en el caso de los créditos.

Gráfico I.4
URUGUAY: PARTICIPACIÓN DE LA DOLARIZACIÓN
EN LA BANCARIZACIÓN DE CRÉDITOS Y DEPÓSITOS



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco Central de Uruguay.

3.2.2 Dolarización y política fiscal

En mercados como el uruguayo, la historia inflacionaria fue generando una desconfianza progresiva en la deuda nominal en moneda nacional, aumentando sistemáticamente las tasas de colocación de este tipo de bonos públicos. El Estado, enfrentado al costo de su falta de credibilidad optó por resignarse a no tener instrumentos de endeudamiento en moneda nacional, provocando, ya en la década de los 70, la dolarización de la deuda pública.

Con un portafolio completamente dolarizado, la relación deuda producto saltó luego de la crisis de los 80 a casi el doble, llegando el indicador a niveles insostenibles. Ello ocurría a pesar de que el Estado, hasta el comienzo de la crisis en 1981, había mantenido una conducta fiscal que cualquier observador externo hubiera elogiado en aquellos tiempos. Además, el efecto que el ajuste cambiario y la recesión tuvieron sobre el sistema financiero llevó a la generalización de la insolvencia a todos los niveles de la cadena de pagos, ocasionando la caída de numerosas instituciones financieras, cuyos portafolios de malos créditos terminaron siendo comprados por el Estado como parte de la salida de la crisis (Vaz, 1999).

El episodio de 1982 es una muestra inequívoca del tipo de vulnerabilidad a que se expone a las cuentas fiscales, con un portafolio de deuda dolarizado. Cuando se fija el tipo de cambio nominal y el mercado no confía en la sostenibilidad del sistema, eso lleva a una apreciación de la moneda nacional de la mano de un boom de consumo que hace que el dólar resulte barato, o sea, que la deuda en dólares resulte barata. Pero si ese fenómeno no es sostenible, lo que a priori parece barato, termina siendo muy caro. Así, repentinamente, la corrección de precios relativos conjuntamente con el reconocimiento de pasivos potenciales en el sistema financiero lleva a la duplicación de la relación deuda/PIB, de la noche a la mañana.

Exactamente la misma situación se observó en la crisis de 2002. Lo que a fines del año 2001 era una deuda cercana al 55% del PIB, pasa a fines de 2002, con el shock de precios relativos y los problemas en el sistema financiero, una relación deuda/producto cercana al cien por ciento del producto. Cabe preguntarse entonces: ¿Cuál era la situación fiscal verdadera? ¿Era la que implicaba una relación deuda/PIB del 55% o la del 100%?

El rendimiento de los títulos en dólares tiene un comportamiento procíclico en una economía emergente. En el caso de Uruguay, en los años de auge entre 1991 y 1998, el rendimiento real fue 4,2% negativo, mientras que entre 1999 y 2002 (años de caída del producto), el rendimiento de la deuda alcanzó un 27% promedio. Para todo el período, el rendimiento real de la deuda fue de 6,4%.

Este dato nos deja dos observaciones importantes. En primer lugar, la deuda en dólares tiene pésimas propiedades cíclicas: la deuda fue barata en los períodos en los cuales la recaudación fiscal y el producto estaban en franca expansión, y extremadamente cara en los períodos en los que tanto la economía como las cuentas fiscales estaban en problemas. En segundo lugar, con una tasa de crecimiento real de la economía de largo plazo menor a 6,4% (que, como dijéramos antes, fue la tasa promedio de la deuda uruguaya entre 1991 y 2002), esta deuda solo es sostenible con superávits fiscales primarios estructurales.

Estos ejemplos nos dan una poderosa descripción del tipo de fragilidad fiscal a que queda expuesta la economía con la dolarización. Por un lado, el ajuste de precios relativos impacta directamente la ecuación

presupuestal del gobierno por el aumento del costo del servicio de la deuda y los indicadores de solvencia, debido a la caída del PIB medido en dólares. Por otro lado, el shock cambiario dispara el devengamiento de pasivos del Estado que hasta ese entonces sólo eran de carácter eventual y no estaban debidamente considerados. En resumen, una verdadera hecatombe fiscal que requiere reducciones fuertes del gasto y del déficit público, sin que se pueda recurrir a los ingresos, ya que el shock cambiario viene acompañado por una profunda recesión que deteriora el nivel de los ingresos tributarios.

En el largo plazo, el elevado costo de la deuda implica que la política fiscal solo sea sostenible con el mantenimiento de fuertes superávits fiscales primarios. Esto, a su vez, plantea la pregunta de si se puede alcanzar ese nivel de disciplina fiscal en forma discrecional, o si, más probablemente, sería más conveniente establecer reglas fiscales por medios legales o aún constitucionales.

3.2.3 Dolarización y elección de régimen cambiario

En este sentido, ha habido mucho desarrollo reciente en la literatura de un tema que antes no había recibido tanta atención. En la década de los 80 y 90 el énfasis estuvo en el rol de la dolarización en la elección del ancla para estabilizar la inflación como opción de corto y mediano plazo. En ese sentido, se entendía que los países altamente dolarizados encontrarían más conveniente fijar el tipo de cambio para estabilizar la inflación ya que, dado el alto grado de indexación a esa moneda, era dable esperar una convergencia más rápida de la inflación a niveles aceptables. Además, se señalaba que los planes de estabilización con ancla cambiaria generaban un boom inicial de consumo, en oposición a los planes con ancla monetaria que generaban una recesión al inicio del programa, lo que hacía a los planes con ancla cambiaria más aceptables desde el punto de vista político.

A fines de los años 90, la discusión académica se fue focalizando en el rol de la dolarización en la elección de largo plazo de sistema cambiario, en particular en términos de la opción entre flotar o fijar. A partir del trabajo de Calvo y Reinhart (2000) donde se señala el “miedo a flotar” de los países emergentes, la dolarización entró a fines de la década de 1990 en el centro del debate, como uno de los argumentos

poderosos que justificaban esta tendencia a no flotar limpiamente, ya sea fijando el tipo de cambio de manera explícita, como en el caso de Argentina y de Uruguay, o haciéndolo implícitamente como en el caso de Chile, Perú, México y Brasil. Como argumento principal a esta renuencia se manejaron los efectos de hoja de balance (descalces) a los que hacíamos referencia en la sección anterior. Calvo (1999) siguiendo el esquema de elección de sistema cambiario óptimo de Poole (1970), argumenta que la dolarización, amén de reducir la demanda de dinero y volver más volátil la curva L-M como se argumentara en los 70, también tiene un efecto sobre la curva I-S. De acuerdo a su argumentación, un cambio radical de los precios en dólares cambia de la misma forma las ecuaciones de solvencia de las empresas, restringiendo la inversión y la producción por la falta de capital de trabajo. De esta manera, una economía dolarizada puede llegar a tener una I-S con pendiente negativa en el tipo de cambio, lo que amplificaría grandemente los shocks monetarios, además de ser mucho más volátil. Siguiendo el razonamiento de este tipo de literatura, si en una economía predominan los shocks sobre la I-S y además las devaluaciones son contractivas, el tipo de cambio fijo es más conveniente.

Más recientemente, esta conclusión ha sido puesta en cuestión por la investigación de diversos autores que enfatizan que los efectos de balance no son suficientes como para justificar el tipo de cambio fijo, pero aún sin fuerza suficiente. De acuerdo a estos autores, entre los cuales es necesario destacar a Céspedes, Chang y Velasco (2000 y 2002), aún en economías en las cuales hay efectos de hojas de balance, la flotación sería más conveniente para permitir que los efectos de la flexibilidad cambiaria sobre el nivel de actividad tuvieran lugar con más celeridad. Sin embargo, como sus modelos no registran sino efectos de hoja de balance limitados, o se aplican solamente a variaciones restringidas del tipo de cambio real, este tipo de argumentación no tiene todavía fundamentos adecuados.

Además, en la práctica se observa que, aún cuando hay una tendencia reciente hacia la flotación de las monedas, las economías dolarizadas han pasado gran parte de su historia post Bretton-Woods en sistemas de tipo de cambio fijo. El caso de Uruguay es claro. Cuando Uruguay tuvo la posibilidad de fijar el tipo de cambio lo hizo y cuando las condiciones (fiscales mayormente) no estaban dadas para la fijación del tipo de cambio,

éste se monitoreaba sin compromisos explícitos (*fear of floating*). Tres meses después de la crisis de 2002, el tipo de cambio en Uruguay ya se comportaba como si el Estado estuviera interviniendo para reducir la volatilidad de la cotización de la divisa. Otros países siguen la misma pauta, como Perú, Argentina y en menor medida Brasil, México y Chile. Es decir que, a pesar del nuevo impulso de las corrientes que impulsan la flotación de las monedas, los países dolarizados vuelven a sistemas que les permiten controlar el tipo de cambio en cuanto pueden.

Si tomamos en consideración que aún los trabajos que deciden a favor del tipo de cambio flotante en economías dolarizadas, no toman en cuenta todos los efectos de la dolarización sobre la estructura económica, es claro que el caso a favor de tipos de cambio fijos o fuertemente controlados es firme en estas economías.

Esta síntesis, puede observarse en la operativa monetario-cambiaria de los países latinoamericanos o de Asia emergente, en los cuales, a pesar de observarse fuertes fluctuaciones cambiarias consistentes con la flexibilidad, la misma se ha dado en un marco de fuerte acumulación de reservas internacionales. En otras palabras, aun cuando los tipos de cambio han mostrado flexibilidad para ajustar choques externos, lo han hecho con una fuerte intervención estatal en el mercado de cambios.

3.2.4 Dolarización y política monetaria

Los dos efectos más destacados por la literatura tradicional en materia de dolarización son la reducción del nivel absoluto de la demanda de dinero y el aumento de la volatilidad de la misma, fruto de la sustitución de monedas. Berg y Borenztein (2000) enfatizan estos aspectos, señalando que en este tipo de economías, en caso de optar por un manejo monetario en lugar de un manejo cambiario, es necesario considerar que los agregados monetarios relevantes no son los agregados puramente en moneda nacional. Por el contrario, aquellos que incluyen activos en dólares están más relacionados con las variables objetivo, tales como el tipo de cambio y la inflación. Sin embargo, es sobre estos agregados que la autoridad monetaria tiene menos control.

Céspedes, Chang y Velasco (2001), además de argumentar en contra del tipo de cambio fijo, plantean que un *flexible inflation targeting*,

con base en un manejo mixto entre tasas de interés y tipos de cambio, puede ser más efectivo que este último tipo de arreglo en economías dolarizadas. Sin embargo, no existe a la fecha una comparación entre una devaluación controlada, como la que se daría en una banda de flotación o un *crawling peg*, con la flexibilidad total del tipo de cambio.

De hecho, tanto el trabajo de Céspedes et al. (2001), como el de Morón y Winkelried (2001), que aboga por una regla de política monetaria no lineal para la defensa del tipo de cambio real en un marco de flexible *inflation targeting*, pueden ser reinterpretados en términos de manejo de una banda de flotación o un *crawling peg* a la luz de la experiencia uruguaya. En efecto, una regla de reacción parcial de las tasas de interés con una reacción endógena del tipo de cambio puede ser sustituida con una regla de variación controlada de tipo de cambio con tasas de interés endógenas, como lo plantea Licandro, J.A. (2001). La noción básica de esta regla es que, dada la meta inflacionaria y las condiciones del entorno macroeconómico ligadas a los precios internacionales (que generan lo que comúnmente se conoce como inflación importada) y al contexto interno que puede requerir variaciones en el tipo de cambio real de equilibrio, por lo que los bienes no transables no tienen por qué evolucionar al mismo ritmo que los transables, se puede determinar la evolución del tipo de cambio nominal de tal modo que la inflación doméstica se aproxime a la meta. Lo importante es que los anuncios del tipo de cambio nominal son meramente indicativos.

3.3 La Política de Reducción de la Fragilidad Financiera en Uruguay

Existen distintas aproximaciones estratégicas dirigidas a revertir la fragilidad financiera. Algunos países en el pasado optaron por medidas de tipo compulsivo, tales como prohibir al sistema financiero que capte y preste en moneda extranjera (como fue el caso de Brasil). Otras maneras más sutiles, si bien no prohibían la intermediación en dólares, no daban certezas jurídicas a los acreedores en esa moneda (como fue el caso uruguayo antes de la reforma bancaria de principios de los años setenta), lo que en la práctica generaba el mismo resultado. Más recientemente, en Argentina, se pesificaron compulsivamente los depósitos y créditos del sistema de manera asimétrica.

Este tipo de estrategias tienen inconvenientes que no las hacen recomendables desde nuestro punto de vista. Primero, porque las economías pequeñas y abiertas, como la uruguaya, requieren un cierto nivel de dolarización financiera, sobre todo para los sectores más vinculados al comercio internacional. Estos sectores tienen una parte importante de sus ingresos en moneda extranjera y por lo tanto, obligarlos a endeudarse en moneda nacional, implica obligarlos a descalzar la moneda de sus pasivos con la de sus ingresos, lo que de hecho, podría generarle problemas de fragilidad financiera cuando la moneda local se aprecia. Segundo, desde el punto de vista de los ahorristas, la moneda extranjera tiene ciertas propiedades anticíclicas sobre el nivel de ahorro que justificaría mantener un cierto porcentaje del ahorro financiero en esa especie. Algo similar sucede con la deuda pública. Por último, el fenómeno de la dolarización se ha generado históricamente en economías con ambientes caracterizados por grandes desequilibrios macroeconómicos (déficit fiscal y alta inflación), muchas veces combinados con altos grados de represión financiera. Por lo tanto, prohibir la dolarización en la intermediación trae como correlato desintermediación, al menos a través de los canales formales, con todos los efectos negativos que de ello se derivan.

Existe otra aproximación estratégica para mitigar la fragilidad financiera que no prohíbe la intermediación en dólares (para tratar de evitar los efectos negativos antes mencionados), pero que, como alternativa, pone especial énfasis en el sistema de incentivos mediante la regulación bancaria y en el desarrollo de los mercados en moneda local como alternativa al dólar. En efecto, Licandro y Licandro (2003) y luego Levy-Yeyati (2003) presentan propuestas similares de estrategias para mitigar la fragilidad financiera en este sentido.

La versión de Licandro y Licandro supone una estrategia basada en dos pilares: la recreación de los mercados en pesos y que los agentes internalicen o reconozcan los riesgos de la dolarización mediante el reforzamiento de la red de seguridad del sistema financiero. La versión de Levy-Yeyati tiene una estructura lógica similar (denominada por él “*Stick and Carrot*”) utilizando el recurso del régimen de incentivos contenido en la vieja imagen del uso del palo y la zanahoria, como estrategia para hacer trabajar de manera más eficiente a los burros. En este caso, el incentivo positivo (la zanahoria) vendría dada por la creación de

mercados en moneda nacional y por una regulación pro uso de la misma en la intermediación, mientras que el incentivo negativo (el palo) vendría dado por un conjunto de normas prudenciales que hagan incorporar los riesgos de dolarización excesiva tales como: encajes diferenciales, normas prudenciales más severas para operaciones en moneda extranjera (tanto de previsión, como de capital), etc.

En las siguientes líneas analizamos el progreso que se ha logrado en el caso uruguayo en materia de reducir la fragilidad financiera derivada de la dolarización. Para hacerlo, seguiremos el ordenamiento en pilares sugerido en el párrafo anterior, comenzando con el reconocimiento regulatorio de riesgos para culminar con los esfuerzos de reconstrucción de los mercados en pesos.

3.3.1 El pilar de reconocimiento regulatorio de riesgo

a. Normas de liquidez que reconozcan el mayor riesgo de la operativa en dólares

En materia de regulación de la liquidez se ha avanzado significativamente en la dirección de las propuestas mencionadas. El punto de partida para los requisitos de liquidez estaba pautado por la normativa de encajes que determinaba el Banco Central del Uruguay, donde existía un sistema de alícuotas creciente por plazo contractual idéntico, tanto para los depósitos en moneda local como extranjera. De ese modo, el sistema de encajes no internalizaba en los agentes el diferencial de costos de liquidez mencionados anteriormente, lo que en la práctica significó un incentivo perverso pues se discriminó a favor de la moneda extranjera y en contra de la moneda nacional.

La nueva normativa implementada a partir de 2002 por la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera, pretendió mitigar esa distorsión regulatoria mediante encajes diferenciales por moneda, de modo que la intermediación financiera en dólares reflejara el costo mayor, para el BCU y a nivel sistémico para el país, en relación a la intermediación en moneda nacional. Asimismo, a la operativa *off shore* (exenta de encajes) se le instituyeron requisitos de liquidez diferentes, sobre todo porque la experiencia traumática de 2002 enseñó que los depósitos de los no residentes también están sujetos a crisis de liquidez,

independientemente de que se canalicen hacia la economía doméstica o la externa (operativa *off shore*). La diferencia sustancial de la nueva regulación radica en que la obligación de liquidez para depósitos de no residentes (que impone una alícuota relativamente más alta que los depósitos en moneda doméstica) puede ser constituida con un portafolios de activos líquidos externos, en lugar de constituirse con depósitos en el BCU, tal como sucede con los depósitos de residentes.

b. Normas de capital y provisiones que reconozcan el mayor riesgo de la actividad basada en descalces en la hoja de balance de los deudores

Tal como se mencionó antes, el objetivo de los cambios regulatorios pretende que los requisitos de capital incorporen los mayores riesgos de descalce de moneda entre la denominada en la deuda y la del ingreso del deudor. La nueva normativa se concentró en varios aspectos:

- i. Riesgo de crédito: el principio general utilizado en materia de regulación financiera enseña que a mayor riesgo del activo, mayor debe ser el requisito de capital. Ello implica que el banco debe jugar más de su propio capital cuanto más riesgosa es la operación (por lo tanto debe utilizar menos recursos de sus depositantes en la misma), actuando de este modo como un verdadero freno al riesgo moral de los bancos. Lo que hizo la normativa fue tratar de identificar las distintas actividades de crédito donde existe el riesgo potencial de incumplimiento del deudor asociado al descalce de monedas y obligar, en cada caso, a que el banco disponga de una alícuota mayor de capital.

Cabe mencionar que se modificó la aplicación de uno de los criterios extendidos en materia de requisitos de capital, pero relativos a la tenencia de valores públicos. En el pasado, estos valores no tenían requisitos de capital, en la medida que las normas de Basilea estaban pensadas para los países desarrollados donde los Estados suelen ser de altísima calidad crediticia. Sin embargo, la experiencia local puso en evidencia que este no era el caso en la región. Varios bancos de la plaza habían arriesgado el dinero de sus ahorristas, sin poner capital propio, al adquirir títulos públicos de países de la región con altísimos rendimientos nominales

pero con un correspondiente alto grado de probabilidad de incumplimiento (particular importancia tuvo Argentina y su default de la deuda a fines de 2002), generando pérdidas millonarias en ese momento, lo que contribuyó a la insolvencia de las instituciones y a su posterior quiebra. Asimismo, la normativa de requisitos de capital para la deuda pública del Estado uruguayo mantuvo el criterio generalizado de Basilea de no requerir capital, pero lo elevó a 20% si la deuda es emitida en moneda extranjera, de modo que los bancos internalicen el riesgo potencial de prestarle al Estado, en una moneda que no es la de sus ingresos. Criterios similares se establecieron para los préstamos al sector público, sean bancos o no.

En materia de créditos al sector privado también se mantuvo el criterio, incluso estableciendo alícuotas superiores a 100% para los créditos en moneda extranjera.

- ii. Riesgo de tasa de interés: la nueva regulación en materia de riesgo tasa de interés asume el principio general del plazo residual para valorarlo. Asimismo, se introducen requisitos diferenciales superiores para las operaciones en moneda extranjera.
- iii. Riesgo de tipo de cambio: Los descaldes de moneda en la hoja de balance también tienen requisitos diferenciales, cualquiera sea la moneda en cuestión.
- iv. Régimen de provisiones: otra de las modificaciones sustantivas que se llevaron adelante fue en el régimen de provisiones por incobrabilidad. En la actualidad, el descaldes de la moneda de la deuda respecto de la moneda de ingreso del deudor forma parte de la evaluación de su capacidad de pago y, por ende, de su calificación crediticia, así como el de su correspondiente alícuota de provisión por incobrabilidad.

A los efectos de hacer operativa esta norma, se establecieron los siguientes criterios según si la cartera es comercial o de consumo (incluyendo vivienda):

- Cartera comercial: se realiza un test de capacidad de pago ante un shock de variación de tipo de cambio (60% de devaluación). Si las empresas presentan problemas de capacidad

de pago ante este tipo de test y el crédito es canalizado en moneda extranjera, son calificadas como de mayor riesgo, debiendo el banco incrementar las provisiones desde el inicio del otorgamiento del crédito.

- Cartera consumo y vivienda: debido a que este tipo de cartera está mucho más atomizada, en lugar de la exigencia de tests personalizados se optó por una norma estándar, sencilla y general, canalizada mediante mayores requerimiento de ingresos en relación a la cuota del préstamos en cuestión, si éste es otorgado en moneda extranjera. Por ejemplo, para la moneda nacional se admite un riesgo normal cuando el porcentaje de ingresos afectado a cuotas se encuentra en el rango de 30-35%, mientras que para un crédito en moneda extranjera se es más exigente, pues el rango se reduce a 15-20%.

c. Régimen de seguro de depósitos explícito con sistema diferencial por monedas

En diciembre de 2002 se introdujo un sistema explícito de garantía de depósitos cuyo cuerpo legal aparece en la Ley 17.613. Sin embargo, recién se instrumentó en marzo de 2005, de manera concomitante con la crisis de la cooperativa de intermediación financiera COFAC.

En primer término, la agencia encargada de administrarlo (la Superintendencia de Protección del Ahorro Bancario) se creó como un organismo desconcentrado del Banco Central del Uruguay.

En segundo término, el régimen se creó bajo los criterios internacionalmente aceptados y recomendados, entre otros, por la Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos (IADI en inglés) de la que Uruguay es miembro desde 2006, y patrocinada por el Banco Internacional de Pagos en el ámbito del Foro para la Estabilidad Financiera, luego de las crisis bancarias que azotaron a los países emergentes a fines de los años 90.¹⁰

El esquema actualmente desarrollado en Uruguay tuvo en cuenta, entre otras cosas, los aportes que podía hacer a los efectos de mitigar

¹⁰ Un resumen de los principios generales para el establecimiento de regímenes de seguro de depósito puede encontrarse en el documento conjunto de la IADI y el Comité de Basilea (2009).

la fragilidad financiera derivada de la alta dolarización. En particular, se instrumentaron una serie de medidas orientadas hacia los depositantes y hacia las propias instituciones:

- i. Incentivos para los depositantes: los depósitos en moneda nacional tienen una cobertura significativamente mayor que los depósitos en moneda extranjera. En efecto, la cobertura para la moneda nacional es por hasta el equivalente a UI 250.000, mientras que la cobertura en moneda extranjera es por el equivalente de hasta USD 5.000. Considerando el nivel de tipo de cambio actual, la cobertura en moneda local supera los USD 20.000, por lo que cuadruplica a la de depósitos en moneda extranjera. Ello significa que el sistema de seguro de depósitos protege mayores montos cuando los depósitos son realizados en moneda local, incentivando a los depositantes a que ahorren en esa moneda por esta vía.
- ii. Incentivos para los bancos: el sistema también incluye aspectos que tratan de alinear los incentivos de las instituciones de intermediación con la desdolarización a través del régimen de aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos Bancarios (FGDB). Las aportaciones al Fondo se hacen sobre la base del volumen de depósitos que tiene cada institución, al que se le aplica un sistema de alícuotas en función de los riesgos que cada una de ellas representa para el propio Fondo. El sistema de alícuotas tiene una parte fija que discrimina por monedas, los bancos deben aportar anualmente el 1% sobre los depósitos en moneda nacional, mientras que dicho aporte se eleva a 2% para los depósitos en moneda extranjera. En adición, existe una alícuota variable, la que depende de la evaluación de los riesgos idiosincrásicos de cada banco, dando lugar a cinco categorías de riesgo bajo el principio de que a mayor riesgo mayor alícuota. Las alícuotas variables van desde 0% en la categoría I, incrementándose en 0,5% por categoría, hasta la categoría V, la que aporta 2,0% adicional. Tal como está diseñado el sistema de categorización, aquellas instituciones que asumen mayores descortes de moneda, tanto dentro como fuera de la hoja de balance, se ven penalizadas al ubicarse en categorías de riesgo más altas.¹¹

11 Para un análisis más detallado del régimen de aportaciones se puede consultar Goeckler (2007), así como la propia metodología aprobada en 2006.

3.3.2 El pilar de desarrollo de los mercados en moneda nacional

a. Política monetaria

La política monetaria ha jugado un rol preponderante a los efectos de mitigar la fragilidad financiera derivada de la dolarización. En primer término, porque a pesar de la difícil situación que atravesó el país en 2002, y contrariamente a lo que sucedió en la salida de la crisis de 1982, se concentró en mantener la estabilidad de la moneda fijando, como prioridad para la política, el tener una inflación baja y estable. Esta tarea no era sencilla dada la situación fiscal compleja durante 2002 y los años siguientes, así como porque hubo un cambio radical que implicó abandonar la banda cambiaria, en junio de ese año, hacia un régimen de flotación que derivó en una depreciación nominal superior al 100% en pocos meses. A pesar de que la inflación trepó durante 2002 y 2003, a partir de 2004 la tasa de inflación se ubicó debajo del 10% de manera sostenida.

Como se analizó anteriormente, propender por una moneda estable es esencial para que cualquier estrategia de desdolarización tenga éxito en el largo plazo. El énfasis en la estabilidad de precios se logró merced a que el manejo fiscal, a pesar de la crisis, fue prudente y no presionó por financiamiento monetario, como en el pasado. En ese sentido, cabe destacar que la nueva institucionalidad establecida en la Carta Orgánica del Banco Central, aprobada en 1996, se puso a prueba con éxito, dado que allí se establecieron con claridad límites al uso del financiamiento monetario.

Asimismo, el hecho de haber abandonado la banda de flotación y operar bajo un régimen de flotación del tipo de cambio (independientemente de que según las circunstancias y los cambios de gobierno dicha flotación haya sido más o menos sucia), eliminó las garantías implícitas en el valor del tipo de cambio, colaborando así también a la desdolarización, ya que no existen certezas sobre la evolución del valor del dólar.

En este marco, durante los primeros años la política se manejó controlando el agregado monetario como ancla nominal y luego evolucionó paulatinamente hacia una política más parecida a la que se conoce como Metas de Inflación, la que pone el acento en el compromiso del Banco Central con la baja inflación más que en los instrumentos. Incluso, en el segundo semestre de 2007, se abandonaron las metas sobre agregados

y se comenzó a utilizar la tasa de interés interbancaria a un día como instrumento de la política, manteniéndose el compromiso inflacionario.

b. Otros elementos para el desarrollo de mercados en pesos

En este marco de política monetaria se fueron instrumentando una serie de elementos que han coadyuvado al desarrollo de los mercados en moneda nacional. A continuación se presentan los principales:

- i. Emisiones de Letras de Regulación Monetaria (LRM) en Pesos y en Unidades Indexadas: en este campo se ha tratado de operar en coordinación con el Gobierno Central, de tal modo que el BCU ocupa los tramos cortos, y se ha avanzado hasta los tres años, tanto en pesos como en UI. El Gobierno, por su parte, solo ha incursionado en la emisión de papeles en UI en los tramos largos, hasta 20 años.

Las emisiones de LRM, tanto en pesos como en UI se están implementando desde inicios de 2008 en base a plazos estándar (30, 60, 90, 180, 360, 720 y 1.080 días), con el objetivo de darle profundidad a las emisiones para que tengan liquidez y propender al desarrollo de los mercados secundarios, hoy muy poco desarrollados. Con esos mismos fines, se ha implementado un calendario de emisiones el que se anuncia al mercado con una semana de anticipación. Por otra parte, el desarrollo de los mercados secundarios en moneda local es un requisito para que el Banco Central pueda desarrollar una política monetaria activa de verdaderas operaciones de mercado abierto.

- ii. Otras medidas: en los últimos tiempos el Banco Central ha tratado de impulsar el desarrollo del mercado de coberturas cambiarias, aunque aún es muy incipiente. Probablemente hasta que el mercado de moneda nacional no se desarrolle será difícil que éste lo haga, puesto que la experiencia internacional enseña que estos derivados financieros se corresponden en su mayoría con coberturas de operaciones de origen financiero antes que comercial.

El Banco Central también ha instrumentado, desde hace varios años, una Encuesta de Expectativas realizada entre expertos,

como herramienta de control del desempeño de la política y su potencial impacto en la formación de precios.

Adicionalmente, se han introducido diversas modificaciones en lo referido al funcionamiento del mercado monetario, tales como cambios en la regulación del mercado monetario y cambiario, introducción de la tasa Lombarda, introducción de un mecanismo de crédito interbancario con garantía pública, y eliminación de ventajas regulatorias al uso de la moneda extranjera en el sistema de pagos.

c. Política de deuda pública

A partir de la creación de la Unidad Indexada el Estado uruguayo ha comenzado a emitir deuda en esa moneda con bastante éxito. Incluso, las emisiones se han realizado tanto en el mercado local como en los mercados internacionales. A la fecha, esta política ha permitido que, la participación de la moneda nacional en el total de la deuda pública, se incrementara desde cifras prácticamente insignificantes a inicios de la década, hasta una composición casi equilibrada por monedas en los títulos públicos como se observa en 2011.

Todo el esfuerzo realizado en la emisión de títulos denominados en moneda nacional y Unidades Indexadas ha permitido ir desarrollando curvas de rendimientos, tanto en pesos como en UI, las que son necesarias como referencia para el mercado. Hasta ahora, la operativa del mercado secundario de títulos públicos es incipiente pero existe, y la operativa de títulos privados está aún por nacer.

La estrategia sustentada sobre esos dos pilares no ha sido sencilla de implementar, ni ha arrojado resultados inmediatos espectaculares (cosa esperable dada la inercia cultural prevaleciente en materia de dolarización), aunque sí exhibe un avance significativo de la moneda nacional. Como medidas resumidas de dicho avance, se pueden presentar algunos indicadores. En primer término, una medida sencilla de monetización considerando los agregados monetarios y los títulos emitidos en moneda nacional como porcentaje del PIB, muestra que ha existido un avance sostenido de la moneda local. En efecto, a principios de la década, la monetización así medida apenas superaba el 10% del PIB, siendo que a fines de 2010 ya alcanzaba el 40%.

Como conclusión final, si bien puede decirse que todavía queda mucho por avanzar en Uruguay, sobre todo en el pilar de creación de mercados en moneda nacional, la clave para mitigar definitivamente el problema de la fragilidad financiera pasa por perseverar en el conjunto de políticas que ya han sido implementadas.

Recuadro I.2

EL ROL DE LOS CONTROLES DE PRECIOS

En muchas oportunidades los gobiernos han apelado a los controles de precios como medida anti-inflacionaria.

En el caso particular de planes de estabilización, desde el punto de vista conceptual su uso se justificó en el sentido de que ayudaba en el corto plazo a frenar la inercia inflacionaria, aspecto que dificulta enormemente el éxito de los planes y que surge cuando la economía ya está inmersa en un proceso inflacionario crónico. En todo caso, la recomendación del uso de controles de precios es típicamente de corto plazo, precisamente para cortar la inercia. Luego requiere un abandono rápido para no generar las dificultades que se mencionan luego. La historia recoge experiencias de planes (heterodoxos) exitosos que apelaron al control de precios como medida auxiliar y que rápidamente se salieron de él, tal es el caso de Israel de principios de los años 80. También hay experiencias de planes fracasados, usualmente porque las medidas de fondo no fueron suficientes, lo que los impulsó a sostener indefinidamente los controles de precios, como fue el caso uruguayo de fines de los años 60.

Sin perjuicio de lo anterior, muchas veces se ha recurrido al control de precios prácticamente como único expediente antiinflacionario, sobre todo bajo el argumento de la defensa del poder adquisitivo de los salarios y bajo el supuesto de que los empresarios disponen de márgenes suficientes como absorber mayores costos sin traspasar a precios.

Cuando los controles de precios –que obviamente requieren control gubernamental– se sostienen en el tiempo pero sin atacar los problemas reales que están generando la pérdida del valor del dinero, se genera el fenómeno conocido como inflación reprimida.

Sin embargo, la inflación reprimida solo logra atacar las manifestaciones del proceso inflacionario de manera transitoria, y genera efectos adversos importantes. En primer lugar, y en la medida que no se toman otras acciones, suele generar mercados racionados por el lado de la oferta. En efecto, a precios bajos los productores no están dispuestos a proveer todo lo que la demanda está dispuesta a comprar. Si la restricción de precios no

puede ser eludida por los productores, el primer síntoma de problemas con los controles de precios es la escasez del producto y sus manifestaciones más tradicionales: falta de productos y colas de racionamiento. Sin embargo, muchas veces los productores logran eludir de algún modo la prohibición de aumentos de precios. Algunas veces mediante prácticas lobistas en la oficina encargada de controlar los precios, que usualmente tienen alguna cláusula de salida (por ejemplo, bajo cierto tipo de justificación). Otras veces por cambios en el producto que terminan por envilecerlo. Un ejemplo típico de este envilecimiento consiste en reducir la calidad del producto, por ejemplo, una camisa, utilizando telas más baratas, reduciendo la cantidad de tela por talle, el número de botones, etc. Otro efecto perverso que se genera es la aparición de mercados paralelos o mercados negros, donde tanto productores como consumidores pueden acceder libre pero clandestinamente.

Desde el punto de vista del índice de precios parece que la medida de control de precios fue efectiva, pero no desde el punto de vista real, pues ello termina obligando a los proveedores a hacer desaparecer el producto o a los consumidores a reducir su consumo efectivo, o directamente a migrar hacia mercados paralelos fuera del control de la autoridad. De ahí que el fenómeno se denomine inflación reprimida, pues una vez que se levanta la prohibición de subir precios, los viejos productos resurgen pero ahora a precios más elevados.

La inflación reprimida, como vimos, no corrige el problema de la pérdida del valor del dinero sino que la oculta. Pero eso no es el único impacto. En efecto, la congelación de precios suele cristalizar un conjunto de precios relativos que, a la luz de los cambios de calidad y restricciones de oferta, termina por desvirtuar el rol que cumple el sistema de precios para la toma de decisiones económicas, tanto desde la perspectiva de los consumidores como de los productores. Desde esta perspectiva el control de precios también afecta negativamente la asignación eficiente de factores.

4. COMENTARIO FINAL

La discusión hecha en este capítulo es compleja, como complejo es el objeto a cuyo estudio se aplica. Hemos desarrollado en el mismo varios temas que ameritarían un tratamiento separado. Los hemos mantenido en conjunto para tratar de abarcar las facetas del fenómeno de la dualidad monetaria tal y como la definen las autoras cubanas de los próximos capítulos.

Capítulo II

DUALIDAD MONETARIA DE LA ECONOMÍA CUBANA: RETOS DE POLÍTICA ECONÓMICA

Yaima Doimeadiós
Vilma Hidalgo

1. DOLARIZACIÓN PARCIAL DE LA ECONOMÍA CUBANA

1.1 Orígenes y Patrón de Comportamiento

Después de más de 20 años de consolidación de un modelo económico socialista altamente centralizado, insertado en el contexto de las relaciones económicas internacionales del bloque socialista de los países de Europa del Este (CAME), a inicios de la década de los noventa, la economía cubana enfrentó una difícil situación económica como resultado de la pérdida de los principales socios comerciales —cuyo peso representaban el 80% del intercambio comercial—, a lo que se sumó el recrudecimiento del bloqueo económico de los Estados Unidos y el agotamiento del modelo de crecimiento basado en la acumulación de factores, adoptado en las décadas anteriores (González, 1997). El impacto de este shock externo se manifestó en una abrupta caída del producto y de las importaciones —35% y 75% respectivamente en el año 1993 con relación al año 1989— unido a fuertes desequilibrios financieros internos y externos, que dieron paso a una profunda crisis económica. En consecuencia, se inició un proceso de transformaciones orientado a elevar la eficiencia y competitividad para reinsertar a la economía cubana en el nuevo contexto internacional, así como a dar respuesta a las tensiones de política económica que planteaba mantener los objetivos esenciales

del proyecto socialista cubano frente a la dimensión de la crisis (Gancedo e Hidalgo, 1998), en condiciones de marcado atraso tecnológico frente al mercado internacional.

Desde entonces comienza un período de transformaciones aún no concluido, que definitivamente distancia al modelo económico del referente de los años setenta y ochenta, condicionado por el cambio radical en el sistema de relaciones económicas en que opera. Si bien este camino ha continuado siendo funcional a los objetivos económicos y sociales de una economía socialista, innegablemente marcaron una trayectoria de identificación de alternativas —en materia de diseño de política económica y transformaciones de los métodos tradicionales de dirección y planificación— proceso que perdura hasta nuestros días.

Una de las primeras medidas adoptadas fue el desarrollo del sector turismo, aprovechando las ventajas comparativas del país, para lo cual se incentivaron inversiones extranjeras que ya habían sido legalizadas con anterioridad. Así, el sector turismo emergía como potencial impulsor del resto de la economía, tanto por los previsible ingresos de divisas de manera directa, como por su eventual efecto multiplicador sobre el empleo y la actividad económica en el resto de los sectores de la economía. En general, el desarrollo del turismo constituyó un mecanismo de reanimación de parte de la industria doméstica —en proceso de estancamiento por las restricciones ya mencionadas— y su reinserción en un ambiente de mayor competitividad.¹ Con la apertura a la inversión extranjera, en general, se buscaba mejorar el acceso a nuevas tecnologías, al financiamiento y a nuevos mercados.

Muchas empresas, sin anterior capacidad de exportación, comenzaron a reorientar sus producciones de bienes y servicios al mercado interno en divisas tanto para el consumo intermedio, en el circuito del sector turismo, como para el consumo final. Esta posibilidad llevó a distinguir distintos tipos de empresas según la moneda de sus transacciones: empresas con contabilidad en dólares, en moneda nacional y, posteriormente, empresa mixta. El primer grupo dio lugar al denominado “sector emergente”. Considerando que el acceso a la divisa dependía de la posibilidad de insertarse en estos mercados y que no existía un mercado cambiario que conectara los flujos en diferentes monedas, la demanda

1 En este sentido, el examen crítico posterior arroja una sub-utilización de este potencial.

por moneda doméstica a nivel empresarial disminuyó considerablemente. Los préstamos en divisas crecieron hacia el sector emergente, mientras que la colocación en moneda nacional se mantuvo baja, originando “colchones de liquidez” dentro del sector financiero. Las funciones del peso cubano como medio de pago para transacciones, unidad de cuenta, y reserva de valor quedaron, también, limitadas en este proceso.

En este marco, a inicios de los noventa, comienza el proceso de dolarización parcial de la economía cubana. El ámbito fiscal fue, posiblemente, el espacio donde se manifestaron de manera más aguda e inmediata los conflictos. La caída de los niveles de actividad y de ingresos fiscales demandaba, necesariamente, un ajuste. A diferencia de otras experiencias, en el caso cubano se optó por el gradualismo, intentando minimizar los costos sociales, preservando los niveles de empleo y la protección social. Sin embargo, en el corto plazo, fueron inevitables los desequilibrios monetarios. Los déficit presupuestarios acumulados, que alcanzaron cifras del 30% del Producto Interno Bruto (PIB) en el año 1993 y que no encontraron otra alternativa de financiamiento disponible que no fuera crédito del Banco Central, suscitaron una inyección de circulante (ver tabla II.1) que erosionaron —de manera manifiesta o implícita— el poder adquisitivo del peso cubano y en consecuencia los ingresos reales de las familias, en dicha moneda.²

Al igual que ocurría en el sector empresarial, en el sector de las familias o los hogares se produjo, inicialmente, una acumulación de stock en pesos en forma de ahorro forzoso, dada la pérdida de poder adquisitivo en esta moneda³ (ver tabla II.1). Posteriormente, esta situación estimuló la especulación y el surgimiento del mercado negro de bienes y servicios, donde se puso de manifiesto una visible inflación (según estimaciones de la CEPAL, 1997 y 2000, alcanzó a 1.500%). La expectativa de una acelerada inflación ocasionó una sustitución de la demanda de dinero doméstico a favor del dólar, produciéndose una gradual desmonetización de la economía doméstica. En consecuencia, se desarrolló un mercado negro de divisas en el cual el peso cubano sufrió una rápida y

2 En términos de la operatoria de la economía cubana, esto equivale a reconocer una inyección monetaria no respaldada totalmente por una contrapartida de oferta de bienes y servicios.

3 Si bien al inicio este stock en poder de la familia perdió drásticamente poder adquisitivo, posteriormente con la estabilización y apreciación sustantiva del tipo de cambio, se revalorizó. Vale mencionar que dicho ahorro fue capturado y concentrado esencialmente por el sector privado.

aguda depreciación. Paralelamente, por el lado de la oferta se estaban incrementando los flujos de dólares en la economía vía remesas y turismo, creándose las condiciones clásicas para un proceso acelerado de dolarización parcial de la economía.

Tabla II.1
CUBA: LIQUIDEZ ACUMULADA EN EL CIRCUITO HOGARES⁴
 (en millones de pesos)

	1993	1994	1995	1996
Liquidez Total	11.043,3	9.943,8	9.251,2	9.534,3
% respecto al PIB	49,1	43,9	39,9	38,1
	1997	1998	1999	2000
Liquidez Total	9.441,1	9.710,0	9.902,2	10.489,8
% respecto al PIB	37,2	37,7	34,9	34,3

Fuente: Anuarios Estadísticos de Cuba. ONE.

En definitiva, la crisis económica y su impacto en el sector fiscal, quien no lograba corregir sus desequilibrios debiendo recurrir al financiamiento monetario, ocasionaron una situación de inflación reprimida en el sector formal, que fue transitando hacia un incremento de precios y tipo de cambio en el sector informal y casi, paralelamente, hacia un fenómeno de sustitución parcial de monedas. En este sentido, la situación macroeconómica cubana derivó –después del shock de oferta comentado– en patrones similares a otras economías de la región y del mundo con altos déficit fiscales, financiamiento con señoreaje e inflación (y devaluación de la moneda), así como el desarrollo de un proceso de dolarización espontánea y caída de la demanda por dinero doméstico.⁵ Probablemente, el hecho de tener un sector formal importante controlado por el Estado, donde no se habilitaron ajustes nominales de precios, hizo que la inflación reprimida y el racionamiento en esos mercados fueran los aspectos más distintivos del caso cubano. Nótese que

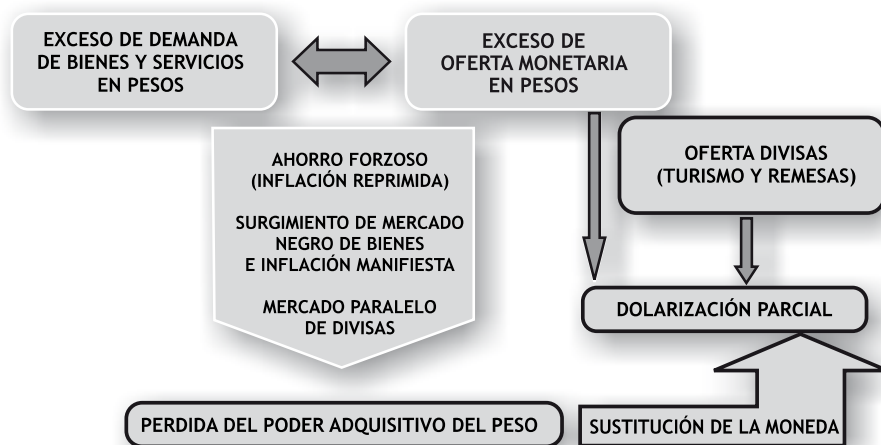
4 La evolución de este indicador será analizado más adelante en el texto.

5 Al respecto ver el capítulo I correspondiente a la experiencia internacional y Licandro y Licandro (2003).

la inflación a partir de las cifras oficiales⁶ –que incluyen sólo la evolución de los precios en el mercado formal– reflejó un crecimiento entre un 18% y un 60% entre los años 1993-1998. Este dato contrasta con el publicado por la CEPAL, y mencionado anteriormente, que sí incluyó el mercado informal y la evolución del tipo de cambio como un indicador de la dimensión del fenómeno de inflación reprimida.

La dolarización parcial fue, en sus inicios, un proceso espontáneo inducido por desequilibrios fiscales y monetarios derivados, a su vez, de una situación de crisis económica, fenómeno no exclusivo de la economía cubana (ver esquema II.1). Sin embargo, en el año 1993 como parte del programa económico –con la legalización de la circulación del dólar en la economía doméstica (Decreto Ley No. 140) y la creación de un mercado interno en divisas– se opta por un esquema de dualidad monetaria como alternativa a otros tipos de ajuste monetario (González, 1999).

Esquema II.1
CUBA: PATRÓN DE DOLARIZACIÓN ESPONTÁNEA
 (inicios de los noventa)



Fuente: Tomado de Hidalgo (2008).

⁶ Se calculó a partir de la variación del cociente entre las series del PIB a precios corrientes y a precios constantes, publicadas en los Anuarios Estadísticos de Cuba, ONE.

La introducción del dólar en el circuito económico también tuvo importantes implicaciones en los métodos de dirección y regulación económica. En el sector emergente se introducen los esquemas de autofinanciamiento en divisa, y se descentraliza la actividad de comercio exterior. Las empresas gestionan sus recursos y toman decisiones, relativamente autónomas, de ventas en el mercado interno en divisas, exportación e importación; tienen mayor acceso al crédito y aplican medidas especiales de estimulación salarial.

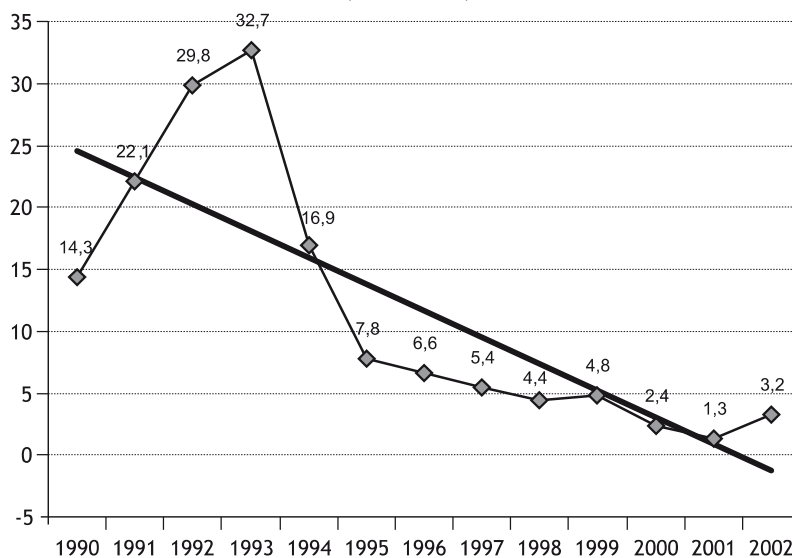
Los efectos de estas medidas en el sector empresarial reforzaban las tendencias ya mencionadas. En el marco de la desregulación comentada, los mercados internos en divisa —conocidos como red de tiendas recaudadoras— actuaron como incentivo a la competitividad de las empresas nacionales, en la medida en que les permitía acceder a esta moneda a través de la venta de sus productos o servicios. Como se mencionó, este mecanismo permitió reanimar muchas empresas que estaban en franco estancamiento productivo (ver gráfico II.1). Pero también, e produjo una segmentación y diferenciación del sector empresarial según mercados y monedas, lo que propició una mayor dolarización en este sector.

En términos generales, el programa económico de los noventa abarcó tres componentes básicos: el saneamiento financiero y fiscal, las transformaciones estructurales y la reforma institucional.⁷ Los cambios en la estructura productiva y en las formas de propiedad vinieron acompañados de nuevos mecanismos de regulación, transitándose desde una planificación basada en el control de flujos materiales a métodos sustentados en criterios financieros.

La planificación financiera consistió en un mecanismo de asignación centralizada de divisas, a través de una entidad denominada “Caja Central de Divisas”, la que era administrada por la Comisión Central de Divisas. Esta comisión estaba integrada por el Ministerio de Economía y Planificación, el Ministerio de Comercio Exterior y el Banco Central de Cuba. Este mecanismo funcionaba en base a los aportes periódicos en divisas a la Caja Central establecidos centralmente, los que provenían de las empresas del sector emergente. Los recursos se distribuían centralizadamente a fin de mantener los programas económicos y sociales

7 En el anexo 1 se expone un resumen de las principales medidas adoptadas en esta primera etapa de transformaciones.

Gráfico II.1
CUBA: SUBSIDIOS POR PÉRDIDAS EN EL SECTOR EMPRESARIAL
(% del PIB)



Fuente: Elaboración propia en base a Anuario Estadístico de Cuba (varios años).

previstos en el plan. Pero, de hecho, dicha distribución quedaba sujeta a los resultados del balance global en divisas.

Es importante destacar que el sector privado también capturaba parte de la oferta de divisas hacia la economía, la cual creció de manera significativa vía remesas, a partir de la despenalización de la tenencia de dólares, de la flexibilización de los viajes a Cuba de la comunidad cubana en el exterior, así como de nuevas vías para la transferencia de remesas al país.

La creación de un mercado cambiario estatal —que logró desplazar al mercado paralelo en el circuito de los hogares—, ofreció un tipo de cambio de referencia para este tipo de mercado y se convirtió en una importante señal para la gestión de la política de monetaria. De hecho, la evolución del tipo de cambio mostró rápidamente el efecto de las medidas económicas adoptadas, esencialmente en el ámbito financiero y fiscal; aunque también dicha evolución se vio favorecida por la mayor afluencia de divisas al país.

En síntesis, desde el punto de vista conceptual, la rápida apreciación del tipo de cambio respondió a la combinación de las siguientes políticas:

- i. Control de los déficit fiscales y consecuente reducción de la monetización. El déficit fiscal se estabilizó alrededor del 3% del PIB.
- ii. Incremento de la oferta de bienes y servicios en pesos, liberando parcialmente algunos mercados.
- iii. Ajuste de precios de bienes y servicios finales al alza, como consecuencia de medidas fiscales o por desregulación de mercados.
- iv. Legalización de la circulación de dólares en la economía interna. Esta medida no sólo facilitó los canales formales de ingresos de divisas al país (reducción de costos de transacción) sino que además eliminó el riesgo imputado a la ilegalidad. Ambos factores condujeron a un significativo incremento de las divisas.

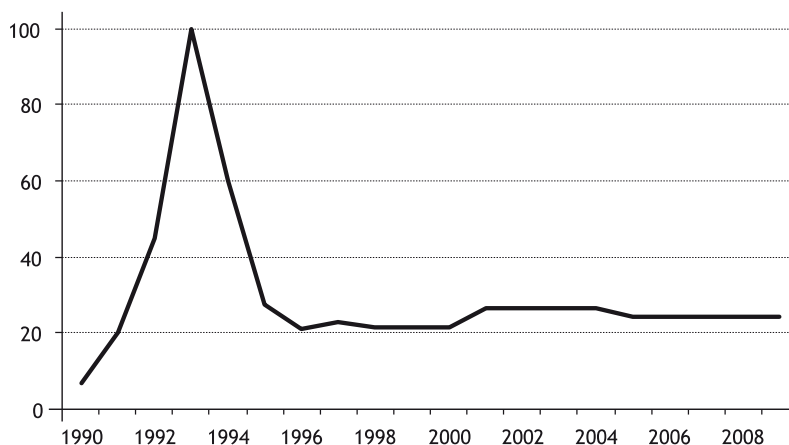
En consecuencia, por un lado se contrajo la oferta de saldos reales en pesos (menor demanda de divisas) y, por otro, aumentó la oferta de divisas en la economía. Paralelamente a la contracción de la demanda agregada en pesos se produjo un incremento de la oferta de bienes y servicios en esta moneda –fundamentalmente con la liberalización de los mercados de productos agropecuarios– reduciendo por ambas vías las presiones inflacionarias. Esta acción simultánea, valorizó rápidamente el tipo de cambio al que tenía acceso la población, creando un círculo virtuoso de reducción de inflación y estabilidad de precios.

El tipo de cambio que, en los dos primeros cuatrimestres de 1994, había alcanzado una cifra aproximada de 150 pesos por dólar, se apreció, a partir de esa fecha, y se estabilizó alrededor de una banda que fluctuaba entre 22 y 19 pesos por dólar (Hernández, 2010). Esto implicó una revalorización del peso de siete veces, en un período menor de cuatro años,⁸ tal como se aprecia en el gráfico II.2.

Antes de examinar el modelo resultante, amerita explicar por qué se adoptó el camino de fortalecer institucionalmente el proceso de dualidad monetaria y no otras alternativas (Hidalgo, Tabares y Doimeadiós, 2002). Para ello existieron cuatro razones básicas:

8 Informe Económico del Banco Central de Cuba, 2000, p. 33.

Gráfico II.2
CUBA: EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO
(Pesos/dólar)⁹



Fuente: Banco Central de Cuba.

- i. Primero, la dolarización parcial de la economía ya era una realidad cuando se aprueba esta medida y difícilmente podía ser revertida rápidamente en medio de una situación de crisis. La experiencia internacional es vasta en cuanto a las complejidades de intentar eliminar la dolarización espontánea Savastano (1996).
- ii. Segundo, el país requería, con urgencia, financiamiento externo para iniciar la recuperación económica. Este financiamiento provenía del turismo, de las remesas y de la inversión extranjera. Dada la dimensión de la crisis, era muy difícil asegurar la confianza en la moneda nacional en cualquiera de los tres casos. La necesidad de monetizar los déficit fiscales, ante la ausencia de un mercado de deuda pública que ampliara las posibilidades de financiamiento del desequilibrio fiscal de estos años, atentaba a favor de la sobre liquidez y en contra de la fortaleza y estabilidad de la moneda nacional. Por su parte, con la dolarización y la posibilidad de realizar todas las transacciones directamente en esta

⁹ Como se explicará más adelante, a partir del 2005 se sustituye la circulación del dólar por Cubanos Convertibles (CUC), con lo cual las referencias del tipo de cambio corresponden desde esa fecha a CUP/CUC.

moneda, se eliminó el riesgo cambiario en el sector emergente y se lo aisló, en gran parte, de los desequilibrios monetarios y financieros que afectaban a la economía en general, y que requerían mayor tiempo y análisis para resolverse.

- iii. Tercero, se requería de un marco de referencia de precios y costos para fortalecer las relaciones monetarias mercantiles en el sector empresarial, como parte de los necesarios mecanismos de asignación de recursos, orientados a elevar la competitividad en el nuevo entorno internacional. Anteriormente, éstas habían funcionado en forma débil, y había una desconexión entre el sistema de precios internos y externos (mercado mundial), pues el intercambio comercial en su mayoría era con los países socialistas. Durante la crisis, los precios domésticos se distorsionaron por la presencia de los desequilibrios monetarios, luego, los costos y precios en dólares ofrecían un punto de referencia para reformular el sistema de precios domésticos.
- iv. Finalmente, la dualidad y la segmentación de la economía favorecieron el ajuste gradual, permitiendo diseñar un sistema de transferencia para apoyar los programas sociales prioritarios e ir logrando el reacomodo del sector tradicional. Éste contribuyó a minimizar costos sociales, a proteger al sector emergente de los desequilibrios monetarios y a crearle condiciones para insertarlo en el nuevo escenario internacional, y, finalmente, a proteger al sector tradicional de un indiscriminado ajuste con altos costos en términos de desempleo.

La decisión de institucionalizar la dualidad monetaria en la economía cubana constituyó un complemento al programa económico para enfrentar y superar la grave situación económica que atravesaba el país en esos años.

Otras opciones, ampliamente discutidas en el ámbito académico y público del país, sugerían la conveniencia de una reforma monetaria total y, en consecuencia, la introducción de una nueva moneda nacional o la prohibición de la circulación del dólar, y la aplicación de una devaluación del peso cubano. Las circunstancias iniciales descritas de exceso de liquidez, espiral inflacionaria y, en general, desequilibrios fiscales y monetarios, no permitían, en aquellos años, la formación de un mecanismo

cambiarlo generalizado, estable y confiable. Por otro lado, ninguna de estas propuestas ofrecía una solución inmediata al fuerte shock externo y su impacto en los sectores real y fiscal de la economía, causa de los desequilibrios, la inestabilidad e incertidumbre en la esfera monetaria; y, por tanto, no podían garantizar las condiciones mínimas para acceder, con la premura requerida, a las fuentes de financiamiento externo que exigía el inicio de la recuperación económica.

Eliminar, en ese momento, la circulación del dólar y obligar a cambiar los ingresos en divisas a pesos cubanos o a una nueva moneda nacional, hubiese sido casi imposible. Una medida de este tipo hubiera frenado, irremediablemente, el flujo de divisas al país y hubiera impedido, en buena medida, la captación por parte del Estado de las divisas que en ese momento ya circulaban en la economía informal. Los inversionistas extranjeros y las familias difícilmente habrían estado dispuestos a cambiar sus activos a una moneda con un valor futuro incierto.

Asimismo, en esas condiciones, una devaluación hubiera resultado ineficaz. Por un lado, habría generado expectativas de subsiguientes devaluaciones e inflación, con efectos impredecibles en las circunstancias iniciales. Por otro, le hubiera impuesto al Estado mayores limitaciones en cuanto a su capacidad de maniobra para mantener tanto la prestación de servicios básicos a la población como el empleo.

En síntesis, la dualidad monetaria fue, en ese momento, una acertada respuesta de política económica a la situación creada y, posiblemente, la mejor alternativa respecto a otras también ampliamente discutidas en el ámbito académico (Carranza, Gutiérrez y Monreal, 1995). Sin embargo, como se discutirá más adelante, la excesiva prolongación de este esquema y su posterior evolución, así como el retraso en muchas de las transformaciones que necesariamente tenían que acompañarla, agudizó conflictos y trajo efectos nocivos sobre la economía.

1.2 Diferencias del Patrón de Dualidad Respecto a Otros Países de la Región

Como se señaló, independientemente del impulso institucional al proceso de dualidad monetaria dentro del programa económico, la dolarización parcial de la economía cubana fue resultado de la incapacidad

de la moneda para cumplir eficientemente las funciones de unidad de cuenta, reserva de valor y medio de cambio para transacciones, en un entorno de agudo shock externo que impactó negativamente las finanzas públicas. Ello también ocasionó, bajo control de cambios, un desalineamiento creciente del tipo de cambio oficial nominal con respecto al que se fijaba en el mercado negro, en las condiciones de crisis económica de inicios de la década de los noventa. Dicho de otra forma, al igual que en otros países, la dolarización parcial de la economía cubana estuvo asociada a una situación de desequilibrios macroeconómicos y monetarios, derivada en este caso de un shock de oferta.

Sin embargo, como puede apreciarse luego del análisis de la experiencia internacional (capítulo I), existen peculiaridades respecto al patrón de dolarización parcial espontánea observada en otros países de la región, debido a la singularidad del modelo económico —que partía de una economía centralmente planificada—, a su entorno institucional y, especialmente, a su posterior evolución.¹⁰

Una primera diferencia se debe a los controles de precios y el escaso desarrollo de los mercados en la economía cubana, lo que explica que la dolarización parcial no fuera precedida por un gradual y visible proceso inflacionario, sino por un fenómeno de inflación reprimida, al menos cuando se mide la evolución de los precios en el sector regulado de la economía. Entender la forma de manifestación de los desequilibrios monetarios en economías reguladas es, en nuestra opinión, uno de los aspectos más importantes a considerar en el análisis y diseño de política económica en el caso cubano (ver Sahay y Végh, 1995; Tanzi, 1993; e Hidalgo, Tabares y Vidal, 2000).

Otro elemento que distinguió al caso cubano, fue que la dolarización no comenzó por un proceso gradual de sustitución de moneda doméstica en su función de reserva de valor, característica ésta que ha sido típica en los patrones de dolarización de América Latina (ver Savastano, 1996 y 1992; Baliño, Bennett y Borensztein, 1999; y Licandro y Licandro, 2010). En cambio, la sustitución de moneda como medio de pago para hacer transacciones se produce de facto, dando lugar a dicho fenómeno. Es

¹⁰ Ver peculiaridades del patrón de dolarización en la economía cubana y diferencias con América Latina en Hidalgo (2001) y Doimeadiós (2002). Sobre patrones de dolarización parcial en América Latina, Savastano (1992).

decir, el desplazamiento de la moneda nacional como medio para transacciones fue más generalizado que en relación a su función de atesoramiento, probablemente debido al escaso desarrollo de los mercados financieros cubanos.

La razón por la que en Cuba no se observa sustitución de activos responde a las diferencias esenciales entre patrones de acumulación. Antes de los noventa, existía un predominio casi absoluto de la propiedad estatal, en tanto la existencia del sector privado y el funcionamiento de los mercados eran reducidos. La mayor parte de la distribución de bienes de consumo se realizaba a través del presupuesto del Estado, asignaciones subsidiadas o fondos sociales.¹¹ Por consiguiente, el concepto convencional de ahorro privado tenía poco sentido en este modelo. En los ochenta, como resultado de la introducción de ciertas modificaciones al modelo de planificación¹² se producen algunas desproporciones entre los balances materiales y financieros que se manifestaron en un incremento del ahorro forzoso de la población. A pesar de ello, no hubo un traspaso hacia activos financieros en dólares, ya que había un estricto control de cambio (no existía convertibilidad del peso) y al mismo tiempo las fuentes de ofertas en dólares eran muy reducidas.

El esquema de dualidad monetaria en Cuba, fue una opción de política monetaria y cambiaria explícita en el marco de la reforma económica y, al mismo tiempo, propició un singular diseño de ajuste para minimizar costos sociales. Otros países, como por ejemplo Uruguay, también modificaron su marco institucional con el objeto de facilitar la dolarización parcial, pero con otros fines.¹³ La experiencia cubana, no obstante, se distinguió de otras experiencias donde la institucionalidad del esquema cambiario condujo a optar por la dolarización total, eliminando sus

11 El Estado garantizaba a precios subsidiados una canasta básica de amplia cobertura, a lo que se sumaban los servicios sociales gratuitos. Fuera de ello, la oferta de bienes y servicios era limitada, por consiguiente el sistema no exigía altos salarios.

12 En los ochenta se introduce el llamado Sistema de Planificación y Dirección de la Economía mediante el cual la empresa estatal y las relaciones monetarias mercantiles juegan un rol más importante. Se introducen también algunos mercados paralelos estatales y se crean fondos de estimulación a los trabajadores, de acuerdo a los resultados del cumplimiento del plan.

13 En Uruguay la liberación del sistema financiero (incluyendo encajes en pesos y dólares) y los cambios legales que hicieron forzoso el pago de deuda en dólares con divisa, trataron de “convuldar” la dolarización con el objeto primordial de evitar la des-intermediación que había ocurrido en el pasado, cuando la dolarización no era oficial.

propias monedas, como fue el caso primigenio de Panamá, seguido más recientemente por El Salvador y Ecuador.

Como en el resto de los países que experimentaron la dolarización parcial, la dualidad monetaria fue un reto para la administración de la política económica y, en particular, para la política monetaria. La dualidad introdujo una base bi-monetaria con un componente en dólares no sujeto al control del Banco Central y, a la vez, trajo consigo una mayor inestabilidad de la demanda de dinero, ante la posibilidad del intercambio de saldos monetarios en diferentes signos con costos de transacción relativamente bajos —fundamentalmente en el circuito de los hogares— lo que, en principio, dificultaba prever el comportamiento de los mercados. Sin embargo, a pesar del alto grado de dolarización en esos años, por tratarse de una economía donde se centralizaban los procesos de captación y distribución de una importante proporción de ingresos en divisas por parte del Estado, con un mercado de capitales prácticamente inexistente, la pérdida tradicional de la autonomía monetaria fue relativamente menor, respecto a otras experiencias. Este último aspecto es uno de los elementos distintivos de la experiencia cubana.

Lo anteriormente reafirma la idea, destacada por muchos autores, en relación a la importancia de los entornos institucionales en los procesos económicos y la consecuente necesidad de internalizarlos en el diseño de políticas económicas.

2. EL MODELO RESULTANTE: MERCADOS DE BIENES, AGENTES Y DUALIDAD ECONÓMICA

Las medidas adoptadas configuraron un modelo económico en el cual el Estado continuó siendo protagonista del desarrollo y la planificación siguió ocupando un rol esencial como mecanismo de dirección económica. A su vez, este modelo fomentó la existencia de nuevos actores, con una mayor orientación al mercado, e impuso la necesidad de reacomodar los marcos institucionales de dirección de la economía, así como de introducir cambios en los métodos de regulación.

Este modelo, no se ha mantenido inmutable a lo largo de la década de los noventa y del nuevo milenio. De hecho, han existido algunos

puntos de inflexión que marcan períodos de mayor o menor énfasis en la centralización y consecuentes cambios en los esquemas monetarios.¹⁴

En cuanto al esquema de dualidad, conviene dejar clara su definición así como los componentes esenciales que la han caracterizado a lo largo de más de 15 años. Esta definición además de facilitar la comprensión de este capítulo, servirá como referente para discutir en el capítulo III una eventual agenda de unificación monetaria.

Por **dualidad monetaria**, en la experiencia cubana, podemos entender un conjunto de medidas orientadas a administrar las políticas macroeconómicas —esencialmente monetaria y cambiaria— en el marco de un particular contexto institucional, bajo el principio de circulación simultánea de dos monedas en la economía doméstica. Los principales componentes de dicho esquema han sido:

- i. Dolarización parcial de la economía expresada, en mayor o menor grado, a través de la sustitución parcial de una o más funciones del dinero.
- ii. Base bi-monetaria o bi monetarismo local, donde coexiste la moneda doméstica tradicional (peso cubano, CUP) y además otra moneda extranjera, o doméstica fijada a ésta. En una primera etapa con protagonismo del dólar y en una segunda etapa del peso cubano convertible (CUC).
- iii. Segmentación de mercados de bienes y servicios según monedas en que transan, con marcos regulatorios diferenciados.
- iv. Tipos de cambios múltiples según circuito de familias o entidades económicas.
- v. Controles cambiarios en el circuito empresarial y unidades presupuestadas, tanto desde el punto de vista del acceso a la divisa o moneda convertible, como en cuanto a montos (asignaciones centralizadas).
- vi. Marco institucional diferenciado en el ámbito fiscal y monetario acorde a la segmentación.

14 En el anexo 1 se presenta una cronología de lo que, a nuestro juicio, constituyen las tres etapas principales de transformaciones en el modelo económico posterior a la desaparición del campo socialista.

No obstante estos rasgos sostenidos en todo el período, pueden apreciarse dos etapas: dualidad bajo co-circulación del dólar y desdolarización institucional, los que analizaremos a continuación.

2.1 Dualidad Monetaria y Segmentación bajo Circulación del Dólar

Con el desarrollo del turismo, la afluencia de capital extranjero y el incremento de las remesas familiares, se fueron delimitando varios sectores productivos en la economía y varios tipos de mercado. Por un lado, el sector emergente conformado fundamentalmente por empresas mixtas y sociedades mercantiles cubanas, esencialmente proveedoras de bienes y servicios al turismo, o al mercado interno en divisas, cuyas transacciones se realizaban totalmente en dólares, y sus decisiones respondían en lo fundamental a señales de mercado. Vale aclarar, sin embargo, que los mecanismos de formación de precios en los mercados internos en divisas de la red estatal estaban controlados por el Estado y se conformaban aplicando un *mark-up* sobre los costos, homologando un típico mercado oligopólico. Además, los precios estaban diferenciados según fuera el comprador final (empresas o la población). La oferta en este mercado, dada las estructuras de mercado y el alto componente de bienes importados, era, en principio, muy elástica.¹⁵

A este sector emergente se sumó un estrecho sector privado que ofrecía bienes y servicios únicamente destinados a la población y cuyas transacciones se realizaban, en ese momento, en dólares o en pesos, aunque en los mecanismos de formación de costos y precios se tomó como referente básicamente el dólar. La producción de este sector estaba limitada por la oferta, la que presentaba un alto grado de inelasticidad, debido esencialmente a regulaciones sobre su escala de producción. Estos sectores lo constituían el mercado campesino de productos agropecuarios y el mercado del sector por cuenta propia, donde los precios quedaban determinados por la oferta y la demanda.

15 A pesar de la protección social que ofreció a los hogares, esta disparidad trajo efectos nocivos para la economía, generando efectos perversos como el arbitraje entre mercados y el estímulo al desvío de recursos, desde el sector estatal al mercado negro. Recientemente se discute sobre la conveniencia de subsidios a hogares y no a productos. Ver antecedentes en Gancedo e Hidalgo (1998) e Hidalgo, Tabares y Vidal (2000).

Por otra parte, estaba el sector tradicional conformado por todas las empresas estatales sujetas a mecanismos de control centralizado y cuya gestión no respondía, en lo fundamental, a señales del mercado. Posteriormente también en este sector comenzaron a introducirse esquemas de descentralización lo que le permitió, a una cierta cantidad de empresas, elevar sus niveles de eficiencia y comenzar a reorientar parte de su producción al mercado interno en divisas. Dentro del sector tradicional también se encontraba el universo de empresas públicas cuyas producciones o servicios se vendían en pesos y se destinaban a otras empresas o a la población. Dichos bienes y servicios se encontraban, en gran medida, subsidiados de forma explícita o implícita por el Estado —a través de un tipo de cambio oficial equivalente a uno por uno—, y cumplían la función de garantizar las necesidades más básicas de la población,¹⁶ a través del mercado interno en pesos racionado o libre (pero a precios más bajos). En síntesis, este sector podía tener ingresos y gastos en ambas monedas.

La segmentación se extendió también al sector de los hogares (ver anexo 2). El consumo privado se distribuyó entre el mercado en pesos racionados —ventas de empresas estatales en su mayoría subsidiadas por el Estado—, el mercado desregulado —ventas de empresas estatales, cooperativas y privados—, y el mercado en dólares más diverso y de superior calidad. La composición del gasto de consumo, en cada uno de estos mercados, dependía de los niveles de ingreso y el acceso a divisas de las familias. Las familias obtenían divisas a través de diferentes vías: remesas familiares, derrames del turismo, fondos de estímulos especiales,¹⁷ ingresos derivados de actividad por cuenta propia, o a través de operaciones de cambios en un mercado cambiario especialmente destinado a las transacciones con la población (tipo de cambio de CADECA o informal).¹⁸ Ente 1998 y 2000, el 77,2% del consumo de los hogares se

16 Los servicios subsidiados se refieren fundamentalmente a la vivienda, telefonía, electricidad, gas, acueducto y otros servicios como los bufetes colectivos. El mercado de los productos racionados, satisface una parte del consumo privado a precios subsidiados, donde el gasto promedio de una familia alcanza los 45,56 pesos mensuales (aproximadamente la quinta parte del salario medio). Sin embargo los gastos de alimentación en moneda nacional en la Provincia Ciudad de la Habana son cubiertos en un 61,8% en el mercado agropecuario.

17 La población ocupada en el sector estatal independientemente de que sea o no parte del sector emergente es remunerada en pesos, aunque puede recibir un porcentaje del salario en dólares a través de estos fondos.

18 Según estimaciones de la CEPAL las remesas representan el 64,6% de los ingresos en dólares

realizó en establecimientos estatales, expresado en pesos al tipo de cambio oficial. Este concepto incluye tanto las tiendas recaudadoras de divisas (TRD) como los mercados racionados, que aunque presentaban precios muy bajos, constituían una oferta generalizada para toda la población.

La oferta de bienes de consumo en los mercados en dólares era más amplia y de mayor calidad con relación al resto de los mercados. De hecho, algunos productos sólo podían encontrarse en los mercados en dólares, por lo que estos mercados complementaron en gran medida el consumo privado. La población complementaba su consumo recurriendo a los mercados liberados en moneda nacional, fundamentalmente mercados agropecuarios, a las tiendas recaudadoras en dólares, o al mercado negro que operaba en ambas monedas.

En consecuencia, la economía cubana operaba en un entorno económico caracterizado por un considerable grado de dualismo y segmentación de mercados, que, como veremos posteriormente, prevalece hasta nuestros días (ver anexo 2), y donde resaltaba la coexistencia de regímenes cambiarios múltiples con regulación, de manera explícita o implícita.

Interesa mencionar que dos años después de legalizar la circulación del dólar en la economía interna (1995) se creó el peso convertible (CUC)¹⁹ el cual oficialmente fue respaldado en un 100% por las reservas del Banco Central de Cuba (BCC). Por lo tanto, en esa época ya circulaban tres monedas en la economía cubana, aunque esta última no tuvo en sus inicios demasiada importancia en el entorno monetario cubano. No existía un mercado cambiario de pesos convertibles por dólares, sino que en las transacciones comerciales y financieras estaba implícito el tipo de cambio de uno a uno, y las empresas no tenían cuentas bancarias ni contabilidad independiente para estos dos tipos de moneda. Asimismo, en los mercados internos en divisas se aceptaban indistintamente dólares y pesos convertibles. En principio, las tres monedas podían utilizarse como depósito de valor y medio de intercambio en los circuitos de la población y de las empresas. Como unidad de cuenta se utilizaban el

de la población, el 19% proviene de ventas privadas, el 19,8% se obtienen a través del mercado cambiario y el 1,6% a través de los fondos especiales de estímulos.

19 Aunque no hay referencia oficial de las autoridades monetarias, es de suponer que la introducción del CUC tenía como objetivo crear una moneda convertible con mayor credibilidad ante un eventual cambio de moneda. Asimismo, es posible que también ofreciera mayor flexibilidad al esquema cambiario de CADECA en cuanto a la administración de reservas en divisas.

dólar y el peso, según se operara en cada caso. Las empresas que utilizaban las dos monedas, registraban una única contabilidad expresada en pesos, pero utilizando el tipo de cambio oficial (un peso por dólar).

La conexión entre los mencionados flujos monetarios se producía a través de varios arreglos cambiarios implícitos, lo que significó, en la práctica, la presencia de tipos de cambios múltiples bajo controles cambiarios,²⁰ los que se describen a continuación:

- a. **Régimen cambiario para las transacciones del sector de los hogares:** En 1994 se crea una institución financiera no bancaria estatal de casas de cambio (CADECA, S.A.) y en 1995 comienza a operar un mercado cambiario formal entre el peso y el dólar (o peso convertible) para la población. Las personas jurídicas no tenía acceso directo a este mercado y el tipo de cambio resultante no se utilizaba en ninguna transacción de las empresas o unidades presupuestadas (ni tampoco como referente contable), es decir, sólo se utilizaba para transacciones de la población —a excepción de algunas operaciones que realizaba el BCC con el Ministerio de Comercio Interior (MINCIN).

Oficialmente se planteó que el tipo de cambio era flexible, sin embargo en la práctica se trataba de un régimen de flotación sucia, ya que el BCC intervenía a través de una compra neta de dólares con el objetivo de mantener estabilidad cambiaria. El tipo de cambio de CADECA se mantuvo relativamente estable alrededor de 20 pesos por dólar, fluctuando entre 19 y 23 (banda implícita) a partir de marzo de 1996 (ver gráfico II.1).

El mercado cambiario de CADECA se ha mantenido hasta la actualidad, pero desde el año 2001 prevalece un tipo de cambio fijo, cuyo valor sólo fue modificado en marzo de 2005 cuando el BCC revaluó el peso en 7% respecto al peso convertible,²¹ y este último en 8% respecto al dólar estadounidense.²²

20 Esta característica diferenció a la experiencia cubana de tipos de cambios múltiples de otras experiencias, en el sentido de que no fue un instrumento de incentivo ni de protección a sectores, sino un mecanismo de asignación de la divisa con alto grado de centralización; por lo que el tipo de cambio oficial tenía un rol básicamente contable.

21 Acuerdo 13 del Comité de Política Monetaria del BCC.

22 Acuerdo 15 del Comité de Política Monetaria del BCC.

- b. **Régimen de tipo de cambio fijo para empresas y unidades presupuestales, con controles de cambio:** En el marco del modelo de planificación financiera, una parte importante de las divisas del país se distribuyó centralizadamente, de acuerdo a lo establecido en el plan de la economía. Sin embargo, estas asignaciones no se realizaban directamente a través del presupuesto del Estado —que opera en CUP—, sino a través de la Caja Central de Divisa.²³ Esta entidad cumplía en la práctica una doble función, de un lado administraba un presupuesto del Estado en dólares, y por otro funcionaba como una entidad a través de la cual se realizaban operaciones de cambio, dando lugar a un régimen implícito de tipo de cambio fijo semejante a una caja de convertibilidad.²⁴

Cuando a una empresa o unidad presupuestada se le asignaba un presupuesto en divisas para realizar gastos corrientes o de inversión, estas debían entregar a cambio a la Caja Central el equivalente en pesos. El tipo de cambio utilizado para realizar dicha operación era el tipo de cambio oficial (un peso por un dólar). En el caso de las unidades presupuestadas los fondos en pesos eran otorgados previamente por el Presupuesto del Estado.²⁵ Es decir, que el Presupuesto del Estado tiene que efectivamente destinar parte de sus recursos en pesos para adquirir la contrapartida en dólares asignada por la Caja Central. Así, desde el punto de vista contable, en el Presupuesto del Estado queda registrado en pesos el gasto corriente o de inversión realizado en dólares, sólo que subestimado por el efecto del tipo de cambio oficial sobrevaluado (subsidio implícito, ver capítulo III).

Por otra parte la Caja Central entregaba pesos —al tipo de cambio oficial— a las empresas del sector emergente, una vez que efectuaban los aportes en divisas establecidos en el plan de la economía. Como las empresas del sector emergente utilizaban la moneda doméstica fundamentalmente para pagar salarios a sus trabajadores, el diferencial cambiario implícito se transfería completamente al Estado.

23 Esto no significa que en las decisiones de asignación de la divisa no participó el Ministerio de Finanzas y Precios. Esta entidad formaba parte de la Comisión Central de Divisas que administraba la Caja Central de Divisas.

24 Esto bajo el supuesto de que exista un respaldo en divisas de la moneda convertible, situación que al parecer se sostuvo hasta que se eliminó la circulación del dólar en la economía interna.

25 El presupuesto del Estado, en el caso cubano, es un concepto cercano a presupuesto de Gobierno General, que no incluye a las empresas del sector público, sólo a las unidades presupuestadas.

La Caja Central, entonces, no era un mercado cambiario propiamente dicho, sino un mecanismo a través del cual se distribuía la divisa acorde a prioridades del plan. Visto de otro modo, cumplía funciones de mercado cambiario de precio fijo, ajustado a través de controles. Las empresas y unidades presupuestadas no podían acceder libremente a comprar dólares aún y cuando tuvieran disponibilidad en pesos, sólo en los casos en los que se le asignaban recursos en divisas en su presupuesto. Por lo tanto, no existía una plena convertibilidad de los activos en pesos. Ésta no era la única forma a través de la cual una empresa del sector tradicional podía adquirir dólares. De hecho, la principal vía de acceso a esta moneda por parte del sector empresarial dependía de su capacidad para insertarse en los mercados de exportación o internos en divisa. En este caso no mediaba ninguna operación cambiaria. En cambio, las empresas del sector emergente no tenían otra forma de adquirir pesos que no fuera a través de la Caja Central. En síntesis no existía un mercado cambiario ni otro mecanismo paralelo al descrito para el sector empresarial, característica ésta que persiste en la economía cubana.

- c. **Régimen de dolarización total:** Este régimen funcionó para cierto segmento del sector empresarial vinculado, fundamentalmente, al turismo, a la inversión extranjera, así como a los mercados en dólares de bienes y servicios a la población. Las empresas de este sector realizaban la totalidad de sus transacciones en dólares. Tanto los aportes a la Caja Central como los impuestos pagados al presupuesto del Estado eran en dólares. En principio, la única operación en pesos de este sector era la contrapartida recibida por los aportes en dólares para el pago de salarios, tal y como se mencionó anteriormente, semejante a una caja de conversión.

La dualidad monetaria y la segmentación alcanzó también al sector financiero, donde existían activos y pasivos diferenciados por monedas –pesos, dólares y pesos convertibles– y por tipo de agente económico –familias, empresas, y sector privado–. Lo más significativo en este sector fue que la estructura de tasas de interés se diferenció por tipo de moneda (tabla II.2) privilegiando, especialmente en los últimos años, a la moneda nacional (particularmente al CUP).

Tabla II.2
CUBA: TASAS DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL SISTEMA BANCARIO

Moneda	Persona	Depósitos a la vista	Depósitos a plazos (meses)				
			3	6	12	24	36
Peso Cubano	Naturales	0,50	4,00	4,50	6,00	7,00	8,00
Peso Convertible	Naturales	1,00	3,00	3,50	4,00	4,50	5,50
Peso Convertible	Jurídicas	1,75	2,25	2,25	2,50	2,75	3,25
Dólar estadounidense	Naturales	0,50	1,50	1,75	2,00	2,25	2,75
Dólar estadounidense	Jurídicas	1,75	2,10	2,15	2,50	2,75	3,25

Fuente: Informe Económico Banco Central, 2006.

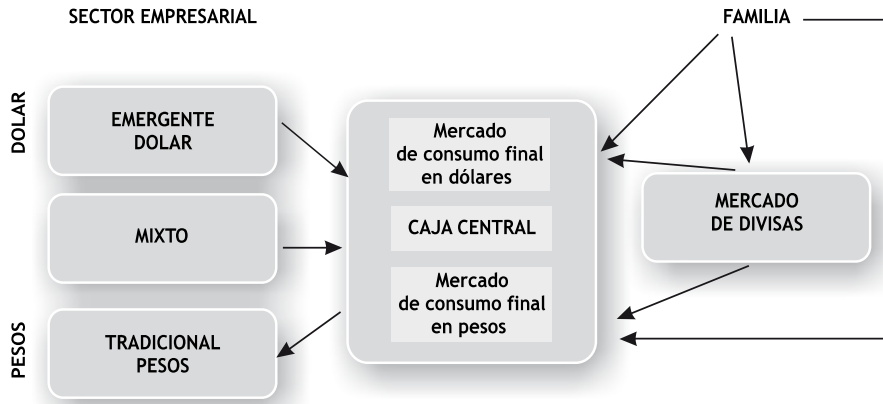
Desde la perspectiva de la política monetaria, este esquema, que se extendió hasta inicios del milenio, presentaba grandes limitaciones en cuanto al manejo y control de la oferta monetaria, agravado por el hecho de no contar con suficientes instrumentos de control monetario. Asimismo, la ausencia de integración entre los flujos en dólares y pesos cubanos en el ámbito empresarial, más que por la dualidad monetaria por el mantenimiento, más allá de lo necesario, de una tasa oficial sobrevaluada, propició la proliferación de mecanismos regulatorios que en ciertos casos agudizaron los desequilibrios, ejemplo de ello fue el llamado contravalor.²⁶

Sin embargo, este esquema impuso disciplina monetaria a nivel macroeconómico, a la vez que la segmentación permitía aislar los desequilibrios monetarios en pesos cubanos, generados como resultado de la crisis de inicio de los noventa (ver esquema II.2).

Algunos datos permiten apreciar el alcance que tuvo la dolarización de la economía cubana en estos años. Así por ejemplo, en el sector de los hogares, el componente de gastos en divisa sobre el total del consumo —valorado al tipo de cambio vigente de CADECA— fue incrementándose de 45,0% a 58,4% en el año 2001 (Hidalgo, Tabares y Doimeadiós, 2002).

²⁶ El esquema financiero contemplaba transacciones entre las empresas y unidades presupuestadas y la caja central. Estos flujos de una moneda a cambio de la otra es lo que se conoce como contravalor y funciona en ambos sentidos, es decir, pesos por dólares o dólares por pesos.

Esquema II.2 CUBA: DUALIDAD MONETARIA



Fuente: Hidalgo (2008).

Adicionalmente, el crecimiento de los depósitos en divisa totales de la población fue de 53,7% entre 1998 y 1999. En el año 2000 esta variable también creció 37,0%.²⁷ Por otro lado, en el sector empresarial, la participación de las transacciones en dólares con relación al total de ventas, en ese año, alcanzó el 70,0%, correspondiendo el 41,6% al destino TRD y el 32,0% al turismo. En el sector financiero, el crédito en dólares mantuvo un comportamiento creciente a partir de 1997 hasta el 2000, llegando a alcanzar un crecimiento promedio anual de un 43,0%.

2.2 El Proceso de Desdolarización Institucional de la Economía Cubana

El año 2003 marcó un nuevo punto de inflexión en la política monetaria iniciando los primeros pasos hacia la unificación monetaria. Tal y como se había previsto desde mediados de los años noventa, una vez que estuvieran creadas las condiciones económicas, la economía cubana debería lograr este objetivo.²⁸

²⁷ Reportes anuales de los bancos comerciales BANDEC y BPA (1998, 1999 y 2000).

²⁸ Este propósito se hace explícito en la Resolución Económica del V Congreso del Partido Comunista de Cuba (PCC).

Estas medidas, obviamente, no pueden desmarcarse tampoco del vuelco hacia la centralización que en materia de política económica se produjo en el umbral del nuevo milenio. Después de 10 años ininterrumpidos de crecimiento económico, a pesar de las duras condiciones a que se tuvo que enfrentar el país luego de la caída del campo socialista, las autoridades cubanas reinician un proceso de perfeccionamiento del modelo de dirección y gestión económica, a partir del examen crítico de la experiencia de gestión descentralizada de los años noventa. Sin desestimar los resultados logrados en términos de eficiencia, productividad y estabilidad, se identificaron un conjunto de debilidades en materia de asignación y distribución de recursos en el sector empresarial, así como tendencias negativas asociadas con prácticas de corrupción que amenazaban los principios esenciales del proyecto socialista cubano.

Otros factores que también influyeron en los cambios ocurridos en esos años, fueron el recrudecimiento del bloqueo económico contra Cuba impuesto por la administración Bush,²⁹ y el mayor acceso a mercados resultado del fortalecimiento de las relaciones económicas y comerciales con China y varios países latinoamericanos.

Aún sin poder delinear claramente componentes de un nuevo programa económico, en este período se observan características distintivas en materia de política económica, entre las que cabe mencionar:

- i. Ampliación o creación de programas especiales de desarrollo económico social en áreas como cultura, educación, salud y seguridad social.
- ii. Énfasis en los métodos de control económico a nivel empresarial y ahorro productivo.
- iii. Modificaciones sustanciales en el esquema de autofinanciamiento en divisa empresarial: menor autonomía y fortalecimiento del proceso de centralización en la captación y asignación de divisas por parte del estado central.
- iv. Fortalecimiento de la planificación económica centralizada.

²⁹ En esta administración se implementaron prohibiciones adicionales, como por ejemplo, la reducción de viajes de cubanos residentes en Estados Unidos así como envíos de remesas a familiares, entre otras.

- v. Impulso a las exportaciones de servicios y menor énfasis en el esfuerzo exportador de bienes.

En el ámbito monetario las principales medidas adoptadas fueron (Hidalgo y Pérez Soto, 2006):

- i. Obligatoriedad del uso del peso convertible (CUC) como único medio de pago para denominar y ejecutar las transacciones que se realizan entre las entidades cubanas, incluyendo los créditos y otros financiamientos (Resolución No 65/2003 Banco Central de Cuba).
- ii. Obligatoriedad del uso del peso convertible para transacciones en la red minorista de bienes y servicios en todas las entidades que hasta ese momento utilizaban dólares en efectivo (transacciones de los hogares). Como respuesta a las medidas adoptadas por el gobierno de Estados Unidos,³⁰ encaminadas a impedir que Cuba utilizara dólares en efectivo, entra en vigor la Resolución 80 del año 2004 del Banco Central de Cuba.
- iii. Introducción de un impuesto sobre el efectivo en dólares. Ello no significó prohibir la tenencia de dólares, ni eliminar el sistema de convertibilidad implantado para las monedas nacionales.³¹
- iv. Apreciación de las dos monedas emitidas por el Banco Central de Cuba (Acuerdos 13 y 15/2005 del Comité de Política Monetaria del Banco Central de Cuba). El resultado conjunto de ambos acuerdos condujo a una apreciación del 15% del peso cubano en relación al dólar para las transacciones de los hogares.

A partir de estas medidas, y hasta la actualidad, en la economía cubana circulan dos monedas emitidas por el Banco Central de Cuba, el peso cubano y el peso convertible. Asimismo, existen dos tasas de cambio diferentes entre estas monedas, la tasa de cambio oficial del

30 Mediante presiones y amenazas a bancos extranjeros, se intenta impedir que Cuba pueda depositar en el exterior los dólares de Estados Unidos en efectivo que la población y los visitantes extranjeros gastaban en los establecimientos cubanos que vendían mercancías o prestaban servicios en esa moneda.

31 Existe un recargo del 10% sobre el efectivo en dólares, a fin de desestimular las entradas de divisas en esta moneda a favor de otras. Esta medida responde a las actuales penalizaciones derivadas del bloqueo económico contra Cuba. Recientemente se eliminó este recargo para los envíos de dólares por la vía de agencias autorizadas.

peso cubano contra el peso convertible utilizada en la contabilidad del sector estatal, conocida como “tasa oficial”, que establece que un peso cubano es igual a un peso convertible; y la tasa de CADECA, de 24-25 pesos cubanos por un peso convertible, utilizadas para las operaciones cambiarias que realiza la población. Además, existe una tasa de cambio que establece que un peso convertible es igual a 1,08 dólares estadounidenses, tanto para el segmento población como para las operaciones inter-empresariales.³²

Las medidas anteriores constituyeron el núcleo del proceso de “desdolarización institucional” de la economía cubana, con el propósito de restablecer las funciones de medio de pago, unidad de cuenta, y reserva de valor de las monedas nacionales para las transacciones domésticas. Adicionalmente, se introducen fuertes incentivos para recomponer los flujos monetarios provenientes del exterior a favor de otras divisas distintas al dólar. A estas medidas se suma la Resolución 92/2004 del Banco Central de Cuba, que significó también un cambio trascendental en el ámbito institucional de la política monetaria. Dicha resolución estableció, a partir del 1º de enero de 2005, que todos los ingresos en moneda convertible que recibía la Caja Central por concepto de aportes, impuestos, recaudaciones u otros, se depositaran en el Banco Central de Cuba en la denominada “Cuenta Única de Ingresos en Divisas del Estado”, controlándose centralmente la asignación de estos recursos. Esta medida tiene como propósito, fortalecer el control sobre el uso de los recursos en divisas del país, reordenar las relaciones monetarias y financieras del sector estatal de la economía, y reforzar las medidas de control de cambio. Para ello, entre otras cuestiones, la resolución dispone que cualquier entidad que reciba pesos convertibles a través de la Cuenta Única, tiene que comprarlos con pesos cubanos.

Con la aplicación de las nuevas medidas se modifica el entorno y en consecuencia el esquema de dualidad monetaria original. La eliminación del dólar del circuito monetario doméstico no significó la desaparición de la dualidad monetaria, sin embargo, en principio permitió fortalecer la capacidad de acción de la autoridad monetaria, al quedar conformada la oferta monetaria global por dos monedas emitidas por el Banco

32 Aunque el 8% no se declara explícitamente actúa implícitamente como un impuesto en el momento de la compra de la divisa.

Central de Cuba, pero sobre la base de respetar la convertibilidad del CUC (ver tabla II.3).

Tabla II.3
CUBA: AGREGADOS MONETARIOS

	CUP	CUC
M1	Efectivo + Cuentas Corrientes + Ahorro vista	Idem
M1-A	Idem pero sólo Personas Naturales	Idem
M2	M1 + Cuentas a plazos	Idem
M3	M2 CUP + M2 CUC + Cuentas ahorro USD	
M3-A	M2 CUP + M2 CUC + Cuentas ahorro USD Personas Naturales	

Fuente: Elaboración propia

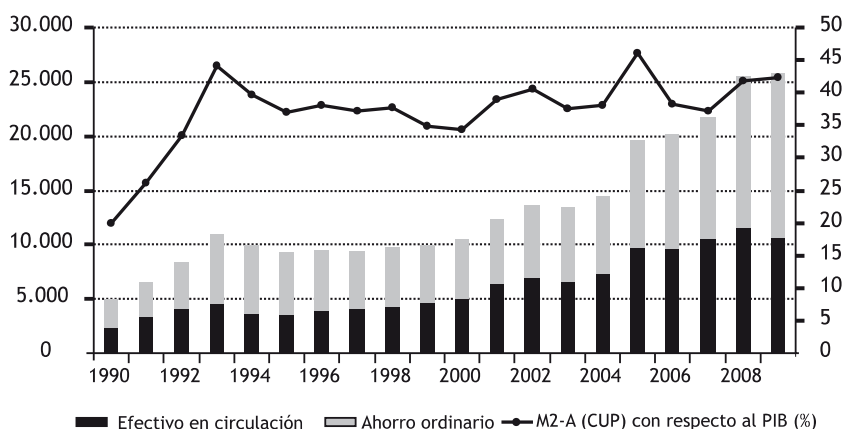
Asimismo, al transformarse el proceso de captación y asignación de las divisas en la economía, si bien no se eliminó totalmente la segmentación de los mercados, se hicieron menos nítidas las fronteras entre los diferentes sectores empresariales, y entre los flujos financieros del mercado cambiario de la población y las empresas.

En el gráfico II.3 se refleja el comportamiento de los agregados monetarios a partir de las nuevas medidas adoptadas en el año 2004. Nótese que la liquidez con respecto al PIB se mantuvo estable entre 35 y 40% en la mayor parte del período posterior a 1994, con excepción del año 2005. Sin embargo, como resultado de acciones de política económica, ésta retoma su trayectoria al año siguiente.

Es relevante el aumento del ahorro en la estructura del M2A (agregado monetario que incluye el efectivo y el ahorro a la vista y a plazos sólo para personas naturales) en detrimento del efectivo en circulación, que en el año 2009 disminuye también en términos absolutos. Esta recomposición parece haber respondido al aumento de la estructura de plazos en los depósitos y a la corrección de los diferenciales de tasas de interés.

Adicionalmente, en una comparación del crecimiento interanual del M2A con el M3A, se destaca un crecimiento del primero a partir del año 2008 que contrasta con la estabilidad mantenida por el M3A. Tal situación

Gráfico II.3
CUBA: EVOLUCIÓN DEL M2-A (CUP) COMO % DEL PIB,
DEL EFECTIVO EN CIRCULACIÓN Y DEL AHORRO TOTAL



Fuente: Anuario Estadístico de Cuba, ONE, 2009.

respondió en buena medida, a una recomposición de los activos monetarios de la población a favor del peso cubano, propiciada por las expectativas de apreciación de febrero y marzo de ese año, lo que no significó un incremento de la cantidad total de dinero en circulación, es decir del M3A (Pérez Soto, 2010).

En este mismo sentido, cabe destacar la recomposición de las cuentas de ahorro de la población a favor de las monedas domésticas, como resultado de las medidas adoptadas, específicamente, debido al diferencial de tasas de interés favorable a las monedas domésticas (ver tabla II.2) y a la corrección del tipo de cambio CUC-dólar.

Al cierre de 2009 el ahorro de la población mantenía la siguiente estructura por tipo de moneda: un 59,2% en pesos cubanos, un 37,6% en pesos convertibles, y sólo el 3,1% en dólares. Lo anterior contrasta con la composición del ahorro al cierre de 2004, que era de 48,2%, 35,4% y 16,4% respectivamente (Pérez Soto, 2010).

En el nuevo contexto, establecido a partir de las medidas introducidas, comienza a configurarse un régimen cambiario fijo para la economía en general, aunque con diferentes reglas de concurrencia y diferentes precios, según sean empresas, unidades presupuestadas, o familias. Se introdujo un régimen de tipo de cambio fijo para el sector de las familias

y, en principio, no existen barreras a la compra o venta de cualquiera de las monedas en dicho mercado. En cambio, persisten los controles cambiarios a la compra y venta de dólares y CUC para las entidades públicas, y el tipo de cambio continúa siendo de uno a uno. Es decir, se mantuvo el principio del llamado “contravalor” que establece que cuando a una empresa se le autoriza el acceso a dólares o CUC, tendrá que entregar a cambio igual monto en CUP.

3. EVOLUCIÓN DE LOS ESQUEMAS MONETARIOS EN EL CONTEXTO DE LA DUALIDAD MONETARIA Y EL ROL DE LA POLÍTICA MONETARIA

La planificación juega un rol preponderante en la asignación de recursos en la economía cubana, pero al mismo tiempo prevalecen relaciones monetarias mercantiles lo que, al igual que en otras economías, obliga al Banco Central a prestar atención al tema de los equilibrios macroeconómicos y monetarios en el diseño de política económica. Sin embargo, esta peculiaridad introduce la necesidad de interpretar de manera contextualizada el concepto de estabilidad monetaria, así como su forma de expresión en las diferentes etapas del modelo económico.

Los desequilibrios monetarios en la economía cubana han estado asociados a la falta de correspondencia entre la oferta monetaria y la menor demanda de dinero necesaria para respaldar las transacciones de bienes y servicios, manifestándose en una pérdida del poder adquisitivo de la moneda. Sin embargo, a diferencia de las economías de mercados, la regulación de precios y mercados provoca manifestaciones específicas como son: ahorro forzoso, desabastecimiento de bienes y servicios, mercados paralelos con mercados diferenciales de precios, entre otros. Antes hemos descrito las causas y manifestaciones de los desequilibrios monetarios en la década de los noventa, durante la cual, después de un fenómeno de ahorro forzoso o inflación reprimida, se pone de manifiesto una visible inflación y depreciación del tipo de cambio en el mercado negro, casi paralelamente a la posterior dolarización parcial de la economía.

En el contexto del modelo de dualidad monetaria y segmentación de mercados, el Banco Central introdujo un esquema centrado en garantizar la estabilidad monetaria como objetivo final; monitoreando tanto la inflación en los mercados desregulados como el tipo de cambio de CA-DECA, los cuales expresan, de manera ponderada, las condiciones de estabilidad bajo estas circunstancias. Así, la autoridad monetaria pasa de un esquema enfocado en el control de la oferta monetaria en poder de la población —que imperó en los ochenta— hacia un esquema cuyos objetivos finales se expresan en dichos indicadores (Hidalgo y Pérez Soto, 2010).

El esquema II.3 ayuda a comprender el concepto de estabilidad monetaria en una economía dual con las características antes descritas. Como puede observarse, el exceso de oferta monetaria en pesos se traduce exceso de demanda agregada, generando presiones inflacionarias. Sin embargo, en presencia de una proporción de precios regulados y restricciones de oferta de bienes, parte de los saldos reales en pesos se transfiere al mercado cambiario a fin de adquirir dólares y completar el consumo en dicha divisa. La depreciación del tipo de cambio podrá ser más o menos importante, dependiendo tanto de la elasticidad de la oferta en el mercado de bienes en pesos como del grado de ajuste de precios en dicho mercado. Mientras mayor sea el incremento de los precios, menor será el exceso de saldos monetarios y en consecuencia la presión sobre el mercado cambiario.

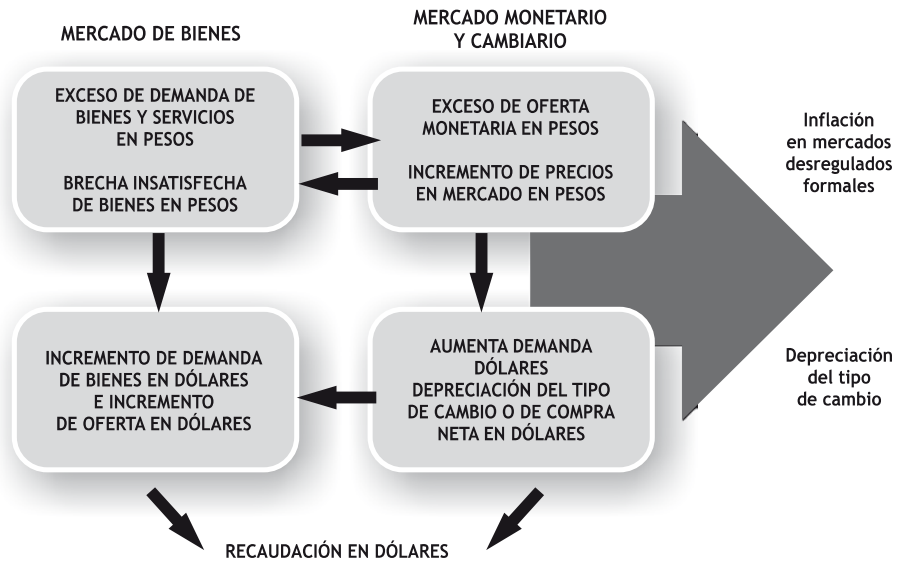
En síntesis, bajo este primer esquema de dualidad, la estabilidad monetaria se expresa tanto en la variación de los precios como del tipo de cambio. Ambos indicadores tienen una alta incidencia en la valoración de la canasta de consumo conformada por bienes y servicios provenientes de los dos mercados.³³ Además, es importante señalar que el interés del Banco Central en torno al tipo de cambio, no sólo respondía a objetivos antiinflacionarios sino también al proceso de gestión de las reservas internacionales en dicho circuito.

Es importante notar también que aunque desde sus orígenes el Banco Central emitía moneda convertible (CUC), bajo este primer esquema de dualidad monetaria, la recaudación de divisas fundamentalmente

³³ Recordar que oficialmente no existe un indicador que integre el comportamiento de los precios en ambas redes de comercio minorista. Ver recuadro II.1

Esquema II.3

ESTABILIDAD MONEARIA EN EL ESQUEMA INICIAL DE DUALIDAD MONETARIA



Fuente: Hidalgo (2008).

ocurría en el mercado de bienes y servicios en dólares, donde las familias gastaban directamente en dicha moneda. Este mecanismo autorregulaba, de forma automática, la emisión de CUC por parte del Banco Central, siendo reducida su influencia sobre la estabilidad monetaria. De otro lado, las intervenciones que realizaba el Banco Central para proteger al tipo de cambio de fluctuaciones excesivas, aunque en principio podría haber tenido potenciales efectos inflacionarios, se combinaron con un peculiar instrumento de esterilización que mitigó este efecto.³⁴ En la práctica el Banco Central ha intervenido —mediante una compra neta de dólares— en el mercado cambiario y al mismo tiempo ha esterilizado el impacto monetario de dicha intervención mediante el incremento de la oferta de bienes en pesos por parte de la red minorista, tal como se presenta en el esquema II.4.

34 Estas operaciones consisten en vender parte de las compras netas en dólares a la red minorista a fin de elevar la oferta de bienes y servicios en moneda nacional al sector de las familias (Hidalgo, Tabares y Doimeadiós, 2002 y Pérez Soto, Hernández e Hidalgo, 2003).

Recuadro II.1

CUBA: TIPOS DE MERCADO Y MEDICIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO

La institución encargada de calcular el índice utilizado para medir la inflación en la economía cubana es la Oficina Nacional de Estadística (ONE), adscrita al Ministerio de Economía y Planificación (MEP). El indicador utilizado para medir la trayectoria seguida por los precios en los mercados que operan en pesos cubanos es el Índice General de Precios al Consumidor (IPCG) el cual se compone, a su vez, de tres índices ponderados que reflejan su comportamiento en tres redes minoristas. Estas son:

- Mercado formal: venta de bienes y servicios comercializados en la red minorista estatal, donde los precios son fijados administrativamente y mayoritariamente subsidiados (IPCF).
- Mercado agropecuario: ventas de productos agropecuarios en esa red subordinada al sistema del Ministerio de Comercio Interior (MINCIN) y del Ministerio de la Agricultura, a la cual concurren tanto entidades estatales como privadas (IPCA).
- Mercado informal: comercialización de bienes y servicios generados por actividades de trabajadores por cuenta propia (sector privado), con independencia de que estén o no registradas desde el punto de vista fiscal (IPCI).

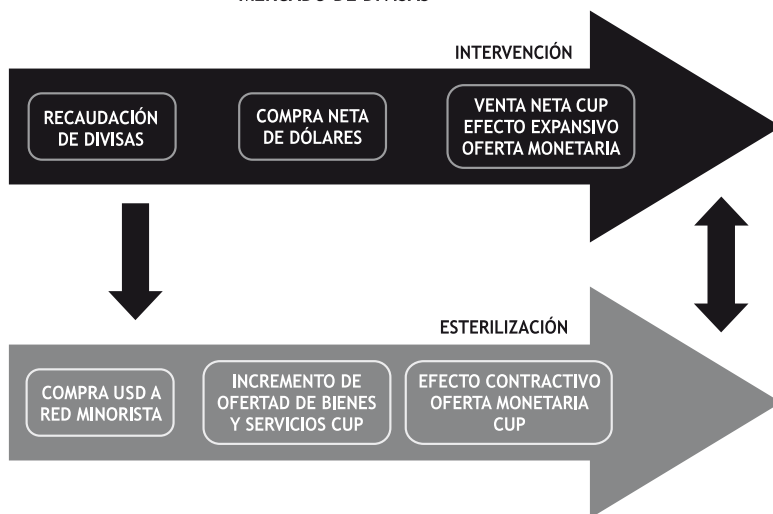
El IPCG refleja el peso específico de cada uno de ellos en la composición de la canasta básica del cubano promedio*, las que se han mantenido invariables en los años analizados, y responden a la siguiente estructura:

$$IPCG = 0,4 \times IPCF + 0,3 \times IPCA + 0,3 \times IPCI$$

Para este último índice, el registro se basa en un sistema de encuestas a nivel territorial y con frecuencia mensual, que proporciona dos resultados fundamentales: un agregado nacional y otro para la capital del país.

* Estas ponderaciones son brindadas por la ONE a partir de la encuesta de la Situación Económica de los Hogares.

Esquema II.4
INTERVENCIÓN Y ESTERILIZACIÓN EN EL MERCADO CAMBIARIO
 MERCADO DE DIVISAS

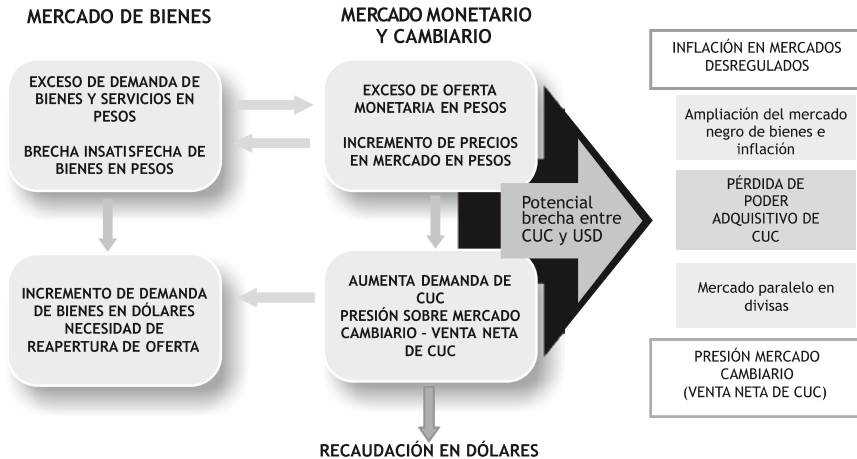


Al igual que en la primera etapa de dualidad monetaria, en la segunda, correspondiente a la desdolarización, la estabilidad cambiaria se expresa en los precios en CUP. Pero, debido a que ahora el tipo de cambio es un objetivo de política, el indicador relacionado con el mercado cambiario es la compra o venta neta en moneda convertible (intervenciones) requeridas para mantener el compromiso cambiario (ver esquema II.5). Así, por ejemplo, un incremento de la oferta monetaria en pesos conduce a presiones devaluatorias sobre el tipo de cambio, que deben ser compensadas con intervenciones en el mercado cambiario o incrementos de oferta de bienes y servicios en moneda convertible. Generalizando, la intervención en los mercados cambiarios, que impone el tipo de cambio fijo, provoca una recomposición de la base que reduce las presiones inflacionarias en los mercados que operan en la moneda que se deja de emitir y que las incrementa en los mercados que operan en la moneda que se emite, si ésta no se acompaña de una adecuada contrapartida de oferta de bienes y servicios.³⁵

³⁵ Si bien, en rigor, el desbalance se produce por diferencias entre la oferta y demanda de dinero, es necesario tomar en cuenta que la programación monetaria en Cuba involucra decisiones sobre la oferta de bienes y servicios en una u otra moneda como instrumento de estabilización.

Esquema II.5

ESTABILIDAD MONETARIA EN EL NUEVO ESQUEMA MONETARIO



Fuente: Hidalgo, 2008.

Otra importante diferencia, en esta segunda etapa, es que la recaudación de divisas proveniente del circuito de los hogares ocurre directamente en el mercado cambiario y no en la red minorista, ya que las transacciones de bienes y servicios domésticos se realizan en pesos o CUC. Esta distinción, unida a la existencia del compromiso cambiario modificó sustancialmente las implicaciones de política monetaria en relación con el caso anterior.

La desdolarización de la economía —al devolverle en principio al Banco Central un mayor grado de autonomía en la conducción de la política monetaria— ofrecía potenciales beneficios y al propio tiempo involucraba riesgos. Ambos debieron ser adecuadamente evaluados al tomar la decisión de política.

Entre los potenciales beneficios estaban: la determinación más precisa de la base monetaria respecto a la situación anterior, así como, su mayor control, lo que en principio favorecería el proceso de unificación; el incremento de las reservas internacionales que ofreció mayor liquidez al sector financiero y más capacidad de actuación por parte del Banco Central en cuanto a política cambiaria, favoreciendo el acceso a los mercados financieros internacionales; y el mayor activismo del sistema financiero en las transacciones internas y externas, así como del propio

Banco Central a través de la ampliación de sus instrumentos, como por ejemplo fue el diferencial de tasas de interés en activos expresados en diferentes monedas (Hidalgo, 2008).

Sin embargo, también implicaba riesgos a considerar en el diseño de la política monetaria. Obviamente, el más importante estaba asociado a la imprescindible disciplina monetaria, ante la mayor autonomía por parte del Banco Central para administrar la base monetaria, conformada ahora por dos monedas domésticas —CUP y CUC—. Este ha sido uno de los principales ejes del debate sobre los pros y los contras de los regímenes cambiarios y monetarios en la literatura económica.

En este contexto, el exceso de oferta monetaria en CUP conduce a una venta neta de CUC por parte de CADECA. De esta forma, la recomposición de la base monetaria a favor del CUC evita presiones inflacionarias en el mercado en pesos. Sin embargo, la mayor oferta monetaria en CUC —ya sea por esta vía u otras— debe corresponderse con la disponibilidad de bienes y servicios en los mercados expresados en dicha moneda, los cuales se encuentran abastecidos en su mayoría por importaciones. Esto equivale a decir que los flujos en CUC deben estar respaldados por ingresos en divisas que permitan abastecer dichos mercados.³⁶ La ampliación de la brecha entre CUC y dólares, lleva en última instancia a pérdida de reservas internacionales o del poder adquisitivo del CUC, a través de inflación o desabastecimiento de bienes. A mediano plazo, tal situación obligaría a una devaluación, o lo que es aún peor, a incentivar nuevamente el mercado paralelo en divisas, con efectos desestabilizadores y potencial riesgo de reversión de los avances logrado en materia de desdolarización de la economía.

A lo anterior se adiciona que, bajo esta modalidad, los desequilibrios en CUP o CUC en el sector empresarial tienen la posibilidad de transmitirse, con mayor facilidad en relación al esquema anterior, al resto de la economía debido a la menor segmentación de mercados. Asimismo, al prohibir la circulación del dólar y mantener la convertibilidad interna, la autoridad monetaria adquirió un importante reto, ya que la viabilidad del esquema monetario depende en gran medida de la confianza de la población en relación a la sostenibilidad del régimen cambiario y la convertibilidad de la moneda.

36 No existe una regla de política explícita para la emisión de CUC en relación al dólar.

Recuadro II.2 INSTITUCIONALIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA

A mitad de la década de los noventa, se llevó a cabo una reorganización del sistema bancario y financiero nacional, con la constitución del Banco Central de Cuba y la estructuración del conjunto de Bancos e Instituciones Financieras no Bancarias, respectivamente.

En este contexto, emergió un sistema bancario y financiero de dos niveles que enfrentaba el reto, en un lapso muy breve, de dar respuesta institucional a las necesidades que imponía el nuevo entorno macroeconómico. Así, el Banco Central de Cuba, órgano rector del sistema financiero, quedó encargado de supervisar y controlar las instituciones financieras, de actuar como agente fiscal del Estado, velar por el funcionamiento del sistema de cobros y pagos, y garantizar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, contribuir al equilibrio económico y al desarrollo ordenado de la economía.

El sistema financiero cubano está conformado por 9 bancos, 9 instituciones financieras no bancarias y 15 oficinas de representación de instituciones financieras extranjeras, lo que se ilustra en el siguiente diagrama:



El sistema financiero mantiene un rol activo en la captación de recursos en la economía doméstica y en el exterior, con los cuales ejerce la función

de crédito tanto para el consumo como para la inversión. Se efectúan préstamos a distintos plazos y con diferentes instrumentos, en pesos cubanos y en pesos convertibles.

La política de créditos en el segmento de la población ha sido en pesos cubanos. Adicionalmente, es conveniente precisar que, aunque la Resolución No. 97/1998 admite la posibilidad de préstamos para el consumo, inversiones y en efectivo (sin propósito predeterminado) a tasas activas que oscilan entre 8% y 9%, la realidad es que esta se ha limitado, fundamentalmente, al consumo de bienes duraderos asignados previamente, bajo criterios de distribución administrativo, y de manera restringida, bajo criterios de rentabilidad y riesgo.

Por su parte, el Banco Central fija límites para las tasas de interés pasivas y rangos para las tasas activas de los créditos al sector empresarial. Para los créditos en pesos cubanos a las empresas, las tasas de interés se fijan en 5%, si son a corto plazo, y 7% para el mediano y largo plazo. Los bancos tienen la posibilidad de mover las tasas en un rango de +/- 2%. Las tasas de interés de los créditos a las empresas en pesos convertibles tienen como límite superior el 10%, ofreciendo flexibilidad a los bancos en correspondencia con sus análisis de riesgo. En el sector empresarial, los bancos tienen mayor margen de maniobra para seleccionar a sus clientes, y tienen la posibilidad de mover las tasas activas en dependencia del propósito del crédito, calidad del cliente y otras consideraciones.

En el sector de los hogares, hasta diciembre de 1999 los ahorros de la población en pesos cubanos se podían colocar en el sistema financiero en la única opción disponible: un depósito a la vista con tipo de interés del 1,5%. En el año 2000 se crearon los depósitos a término en pesos cubanos, con plazos desde 3 meses hasta 3 años. Los bancos también ofertan depósitos a plazo fijo y certificados de depósitos en pesos convertibles y en dólares estadounidenses. Al cierre del 2008 el 60% del ahorro en pesos cubanos de la población se encontraba en depósitos a plazo fijo; de ellos, el 84% había sido colocado en los plazos mayores al año.

Otro aspecto de gran importancia en el análisis de la institucionalización de la política monetaria en Cuba es la disponibilidad de instrumentos del Banco Central así como su interrelación con la política fiscal y otras políticas económicas. El modelo económico cubano imprime peculiaridades en la gestión de las políticas macroeconómicas respecto al análisis convencional. Así, la política monetaria, cambiaria y fiscal aún cuando tienen objetivos bien definidos, son administradas en un marco institucional de coordinación de políticas cuyos instrumentos de regulación directos e indirectos, en muchos casos, son funcionales a varios de estos objetivos.

En este sentido, aunque la política monetaria se diseña y administra por el Comité de Política Monetaria del BCC, existe además un marco “para coordinar las distintas políticas e instituciones que están involucradas en la estabilidad monetaria. Este es un punto de encuentro entre la política monetaria, la política fiscal y la planificación, y en la práctica constituye la autoridad monetaria de país en lo que se refiere al equilibrio monetario en el segmento de la población” (Pérez Soto, 2010).

Particular importancia tiene en la programación monetaria, la compatibilización entre los planes de mediano plazo de la política salarial y la circulación mercantil minorista de bienes y servicios, en las redes estatales, así como su posterior monitoreo y ajuste, por parte de las instituciones que conforman el espacio de coordinación antes mencionado. También ha sido importante el ajuste de precios regulados por el Estado, la introducción o modificación de impuestos, y otros instrumentos fiscales, en los procesos de estabilización.

En cuanto a los instrumentos convencionales de control monetario hay que tomar en cuenta, en primer lugar, que no existe un mercado primario de deuda pública ni de títulos emitidos por el Banco Central. Esto no sólo reduce las posibilidades de regulación monetaria para el Banco Central sino que también obliga a la financiación del déficit fiscal a través de la monetización o crédito interno al Gobierno(*). Sin embargo, este financiamiento no es ilimitado sino que está restringido por un arreglo institucional -Ley de ingresos y gastos del presupuesto del Estado- que establece que el déficit fiscal no puede superar la cifra aprobada por la Asamblea Nacional cada año, luego de un proceso de discusión y conciliación. En los últimos años el déficit fiscal se ha mantenido alrededor de un 3 a 4% del PIB, pero aún cuando el control del déficit fiscal y su consecuente monetización han sido herramientas cruciales de estabilización, no puede asegurarse que el Banco Central disponga de este instrumento. En otras palabras, en la práctica la política monetaria queda subordinada en gran medida a las decisiones en el ámbito fiscal. Por lo que sería más apropiado considerarlo como “un instrumento de carácter monetario-fiscal” (Pérez Soto, Hernández e Hidalgo, 2003).

Por otro lado, el Banco Central, en principio, puede contar con la tasa de descuento y el encaje legal para incidir en la liquidez del sector financiero. Existen normas de encaje legal no remuneradas, diferenciadas según el valor y composición de los pasivos (exceptuando las cuentas a plazos en divisas). Sin embargo, la ausencia de un mercado interbancario unido a factores tales como la segmentación, los límites administrativos al crédito y la inflexibilidad para intercambiar activos financieros en diferentes monedas,

particularmente, dentro del sector empresarial, reduce su efectividad en la práctica. El BCC ha utilizado otros instrumentos que por su carácter monetario son mucho más flexibles y eficaces, estos son:

- i. Ajuste de tipo de cambio: este instrumento fue utilizado desde inicios de los noventa con la creación de CADECA, hasta principios de 2005 por el Comité de Política Monetaria del Banco Central para corregir los desequilibrios no asociados con factores estacionales u otros de carácter transitorios. Sin embargo, este instrumento cesó a partir del primer trimestre de 2005, cuando se declaró como objetivo explícito la revaluación gradual y progresiva de las monedas nacionales.
- ii. Las operaciones entre el mercado cambiario de la población, BCC y la red minorista en un mercado cambiario más amplio.
- iii. El control administrativo de las tasas de interés diferenciadas por agentes y monedas.
- iv. Límite al crédito a la población. Este último persigue el objetivo de controlar el multiplicador monetario en el circuito de la población.

El segundo instrumento, aunque ha evolucionado en las diferentes etapas de la dualidad, esencialmente consiste en un mecanismo de redistribución de monedas entre los hogares, el MINCIN y la CADECA, a fin de garantizar, de manera simultánea en dicho circuito, el equilibrio en el mercado cambiario y en el mercado de bienes y servicios.

Respecto al control administrativo de las tasas de interés, el Banco Central establece las tasas pasivas para los depósitos de personas jurídicas o naturales según plazos, monedas y agentes. Estas últimas privilegian a las monedas nacionales y dentro ellas al peso cubano.

El diferencial de tasas unido a las expectativas de revaluación generadas a partir del 2005, persiguieron el objetivo de contribuir a la desdolarización de los ahorros de la población. De hecho, el Banco Central ha utilizado el principio de paridad de intereses ajustando las tasas, para mantener el equilibrio del mercado cambiario ante determinadas perturbaciones.

(*) El fisco no está obligado a reintegrar el principal de la deuda, pero si debe pagar al Banco Central una tasa de interés anual del 1%.

Todo lo anterior, exige de una coordinación racional, integral y previsor, muy eficaz, entre los distintos organismos de la administración central del Estado implicados en el esquema, a fin de garantizar los requeridos equilibrios macroeconómicos y la eficiencia del sector empresarial.

Recientemente, la economía cubana mostró signos de fragilidad financiera expresados en una significativa reducción de oferta de bienes en el mercado en CUC, así como también en la incapacidad para servir la deuda comprometida con proveedores y empresas extranjeras radicados en el país. Al margen de la situación financiera internacional, que definitivamente es un factor explicativo, ello constituye sin dudas una señal de alerta para el Banco Central en cuanto al control monetario del CUC y a su eventual pérdida de poder adquisitivo frente a un menor respaldo en divisas, así como para el resto de los organismos reguladores de la demanda y oferta en el mercado de bienes y servicios transados en CUC.

La conceptualización presentada permite extraer algunas consideraciones relevantes para la gestión del equilibrio monetario interno en el caso cubano, útiles a los fines de la modelación, el análisis de coyuntura, y la proyección de mediano y largo plazo.

En primer lugar, sugiere la necesidad de realizar una adecuada interpretación de la forma de manifestación de los potenciales desequilibrios monetarios, a fin de seleccionar aquellos indicadores relevantes para la conducción de la política monetaria. En este trabajo se sostiene la importancia de elegir como metas finales de política monetaria, tanto la trayectoria de los precios como la estabilidad del mercado cambiario. Al mismo tiempo, se afirma que ello será posible en la medida en que se pueda interactuar sobre los múltiples factores relacionados con los fundamentos de la economía que explican el comportamiento de estas variables, especialmente la disciplina fiscal y monetaria. La recuperación de la productividad del trabajo, la revisión de los esquemas distributivos, y los consecuentes ajustes fiscales, entre otras medidas, son condiciones necesarias en una perspectiva de más largo plazo.

4. PRINCIPALES IMPLICACIONES DE LA DUALIDAD MONETARIA: LOGROS Y CONFLICTOS ACTUALES

Luego de más de 15 años de su aplicación, el balance de la dualidad monetaria arroja aspectos positivos y negativos. La dualidad favoreció mecanismos compensatorios para sostener, en circunstancias muy difíciles, las prioridades nacionales, evitando también excesivas desigualdades de costos sobre sectores productivos y sociales.

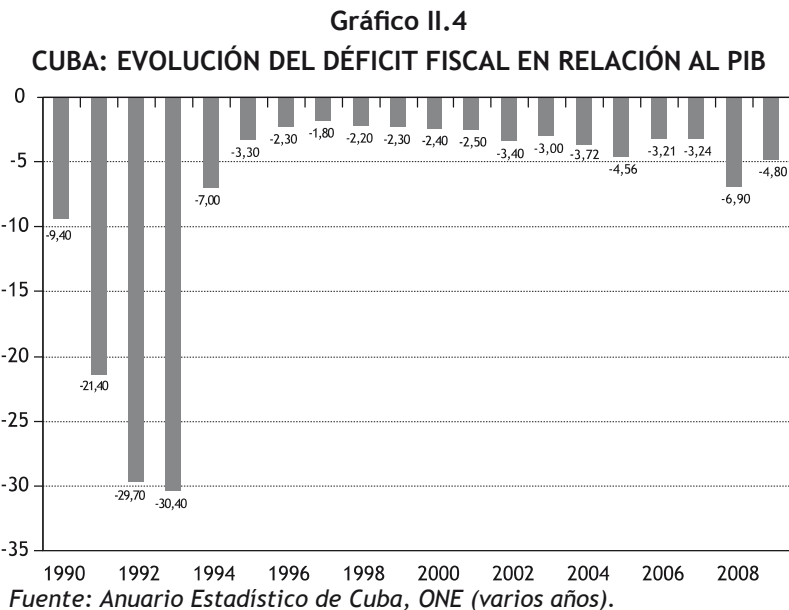
Dentro los aspectos positivos, la dualidad monetaria fue un factor que impulsó la reactivación, conjuntamente con el resto de las medidas del programa. En el sector emergente, privado, y cooperativo el empleo aumentó en más de un 30%, se desarrolló el mercado interno y se diversificó la oferta de bienes y servicios. El sector turismo creció a un promedio anual del 18%, y las asociaciones con empresas extranjeras pasaron de 20 a más de 400 entre 1991 y 2000. En el mercado interno en divisas, más del 50% de las ventas correspondieron a producciones domésticas.

Otro importante beneficio fue la presencia de arreglos institucionales que propiciaron una mayor disciplina financiera y monetaria en la economía cubana, esencialmente a nivel macroeconómico. El dólar fue el principal vehículo para conectar a la economía con referentes internacionales de precios y costos y, de esta forma, permitió desarrollar los mercados internos. Una vez que estos comenzaron a funcionar, se crearon esquemas empresariales y métodos de regulación más adecuados al entorno. Por otro lado, el país pudo contar con mayores ingresos en divisas provenientes del sector emergente y de la recaudación de parte de las remesas familiares. Estas nuevas condiciones, sin duda, favorecieron la reactivación económica de los últimos años y, además, permitieron sostener los programas sociales prioritarios y el peso de un sector tradicional menos eficiente, hasta lograr un gradual reacomodo a las nuevas condiciones del entorno económico.

La presencia del mercado interno en dólares incentivó una mayor eficiencia en el sector tradicional. Las restricciones financieras, derivadas de la crisis, provocaron una drástica contracción de las importaciones globales y, así, de las asignaciones presupuestales en divisas para la actividad productiva doméstica. Por lo tanto, las empresas comenzaron

a buscar fuentes alternativas de financiamiento. Además de asociarse con capital extranjero, una de las principales estrategias consistió en orientar parte de su producción hacia el mercado interno (semejante a ventas de frontera). Por ejemplo, el crecimiento de las ventas nacionales, en las redes minoristas en dólares, se estimó en un 33% en 1999 (Marquetti y García, 1999).

De este modo, el esquema de dolarización contribuyó, también, a reducir el circuito de empresas públicas subsidiadas por el Estado, actuando como complemento del ajuste macroeconómico. En general, como resultado de todas las medidas de saneamiento fiscal y financiero, se logró estabilizar el déficit fiscal entre un 2 y un 3,5% del PIB, como muestra el gráfico II.4.



Otra importante señal de estabilidad monetaria se reflejó en la apreciación y estabilización del peso cubano (ver gráfico II.1). El tipo de cambio, luego de haberse ubicado en 150 pesos dólares, se estabilizó en el período entre 19 y 25 pesos por dólar hasta el año 2001 en que se eleva a 27 pesos por dólar como resultado del impacto del 11 de septiembre y otros shocks de oferta.

En definitiva, la dualidad monetaria fue parte de un programa económico de ajuste, estabilización y reestructuración productiva que, a su vez, incorporó mecanismos redistributivos para apoyar las prioridades del plan de la economía, lo que hubiera sido más difícil de lograr con menor protagonismo del Estado, en el caso de un país en desarrollo en condiciones de crisis económica y alta dolarización parcial.

A pesar de los beneficios mencionados, con esta nueva forma de operar surgieron conflictos de política económica y costos, tanto en el ámbito empresarial como también para la política monetaria y fiscal. El primero de los costos de este esquema lo constituyó el desestímulo al sector exportador. En el ámbito empresarial, ciertamente, la dualidad monetaria reactivó la economía hacia el mercado interno, pero desestimuló al sector exportador cuyos ingresos se subvaloraron al tipo de cambio oficial (un peso por dólar). Los efectos de la sobrevaluación del tipo de cambio oficial sobre la balanza comercial, fueron atenuados por el hecho de que una gran parte de las operaciones se realizan directamente en dólares (sector emergente) y, además, porque las empresas que operan en pesos no pueden acudir libremente al mercado cambiario a demandar divisas para importaciones. En consecuencia, la dolarización y los controles cambiarios actúan como mecanismos de ajuste de balanza de pagos ante la existencia de un tipo de cambio oficial sobrevaluado.

Sin embargo, hay efectos no desestimables en materia de eficiencia microeconómica que impactaron a todo el sector generador de divisas. A manera de ejemplo, en la tabla II.4 se presentan datos ficticios de una empresa exportadora en frontera (ventas en dólares principalmente orientadas al turismo). Dada la presencia de partidas en ambas monedas (CUP y USD), los beneficios totales se calculan utilizando el tipo de cambio oficial de 1 a 1.

De esta tabla derivan importantes implicaciones:

- i. La subvaloración de los ingresos en dólares afecta el resultado de los beneficios totales (suma de resultados en ambas monedas al tipo de cambio oficial), ya que le impide compensar sus eventuales pérdidas en CUP.
- ii. Análogamente los costos en dólares también están subestimados, dado que el tipo de cambio sobrevaluado abarata las importaciones. De hecho, esta situación involucra un subsidio implícito a las

importaciones, con lo cual la empresa no tiene incentivos para sustituir insumos importados por domésticos y articular cadenas productivas con la economía nacional. Este efecto, amplificado a nivel de la economía, es uno de los factores que agravan la restricción financiera externa.

- iii. Empresas, con similares estructuras de costos, obtendrían la misma rentabilidad dirigiendo su producción hacia el mercado interno que a la exportación que demanda mayores niveles de competitividad, lo que implica un desestímulo al sector exportador y redundante en contra de mejores niveles de eficiencia y competitividad.

Tabla II.4

ESTADO DE RESULTADO DE UNA EMPRESA FICTICIA DEL SECTOR TURISMO

	2000			2001		
	CUP	USD	UM	CUP	USD	UM
Ventas Netas	87.252	1.294.099	1.381.351	91.033	1.166.235	1.257.268
Beneficio Bruto	87.252	1.069.301	1.156.553	91.033	972.125	1.063.158
Gastos de Operaciones	146.362	42.244	18.607	160.200	38.361	198.561.2
Gastos Funcionales	99.091	146.914	246.005	126.967	146.945	273.912
Costo de Ventas	0	224.798	224.798	0	194.110	194.110
Total Gastos	245.453	413.956	659.410	287.167	379.416	666.583
Beneficio Explotación	-158.201	80.143	721.941	-196.134	786.819	590.685
Otros Ingresos	39.245	18.569	57.814	30.741	7.551	38.292
Otros Gastos	5.903	95.643	101.546	2.080	83.841	85.921
Beneficios antes Impuesto	-124.859	803.069	678.209	-167.473	710.529	543.056

Fuente: Elaboración propia.

Un segundo costo importante de la dualidad y segmentación es la distorsión que imprime en el sistema de precios, lo que dificulta la medición de la rentabilidad de las empresas y el correcto análisis de la situación de las finanzas públicas. Inicialmente, la dualidad monetaria y económica, bajo la cual operó la economía, permitió aislar al sector emergente de los desequilibrios y las distorsiones de precios del sector tradicional, así como también, evitar situaciones de subsidios cruzados. Sin embargo, en la medida en que la economía tradicional se fue insertando en los mercados internos en dólares, la dualidad monetaria se ha trasladado a las estructuras financieras del sector empresarial, del sistema financiero y de las cuentas fiscales, sin que exista un tipo de cambio realista que permita conectar los flujos financieros en pesos y dólares. Así, por ejemplo, en los balances de las empresas, del sistema financiero y del propio presupuesto del Estado, existen flujos en pesos y en dólares, expresados estos últimos al tipo de cambio oficial. Tal hecho distorsiona los precios relativos y la situación de las finanzas públicas. En particular, la utilización del tipo de cambio oficial tiende a subestimar la magnitud de los subsidios con los que de una forma u otra tiene que cargar el Estado, los que no aparecen registrados en las cuentas del presupuesto público, causando con ello importantes magnitudes de cuasifiscalidad.

En este sentido, algunas empresas con una alta proporción de insumos importados pueden resultar rentables cuando, en realidad, existen subsidios implícitos a través del tipo de cambio sobrevaluado. Los efectos de este problema se extienden a otras aristas de las finanzas empresariales como, por ejemplo, la evaluación de proyectos de inversión. Al reducirse artificialmente los costos de las importaciones, se distorsionan los análisis de rentabilidad de los proyectos, desestimando probablemente proyectos productivos domésticos y generando así, ineficiencia en la asignación de recursos. En estas circunstancias, el propio proceso inversionista recibe un subsidio implícito por la vía del tipo de cambio, que no aflora en las cuentas del sector público.

Por otro lado, en la economía cubana, donde predominan subsidios a empresas públicas con determinados objetos sociales, se observaron especialmente en los primeros años de la dualidad situaciones de subsidios cruzados. Ello ocurre cuando empresas, cuyas ventas son mayoritariamente en dólares, se benefician de los bajos precios de insumos en pesos provenientes de empresas subsidiadas por el Estado.

En la tabla II.5, se observa como una empresa, cuya producción se destina al mercado interno mayoritariamente en pesos, exhibe utilidades en moneda total, que subestima significativas pérdidas en divisas, dado el subsidio implícito a las importaciones. Corresponde aclarar que el punto de discusión no es la utilización de subsidios como instrumento de política económica —lo cual puede estar suficientemente argumentado en el caso de algunas empresas como posiblemente aquellas abastecedoras de alimentos—, se trata de que estos subsidios se registren de una manera transparente a fin de evitar distorsiones en los análisis económicos que atenten en contra de una adecuada asignación de recursos en la economía.

Tabla II.5

ESTADO DE RESULTADO DE UNA EMPRESA FICTICIA DE LA INDUSTRIA ALIMENTARIA

DESCRIPCIÓN	Total	CUP	CUC
Ventas de producción	120.887.179	118.28.109	2.599.070
Subvenciones	15.181.115	15.181.115	
Ventas Totales	136.068.295	133.469.225	2.599.070
Ventas Netas	135.922.048	133.331.401	2.590.647
Impuesto por las ventas de productos	10.893.886	10.893.886	
Ventas Netas s/impuestos	125.028.162	122.437.515	2.590.647
Costo Total de las producciones vendidas	95.074.155	85.239.461	9.834.694
Utilidad Bruta en Ventas	29.954.007	37.198.054	-7.244.047
Gastos de distribución y ventas	9.870.212	9.802.286	67.926
Gastos generales y de administración	3.082.780	3.021.532	61.248
Utilidad o pérdida en operaciones	17.001.015	24.374.236	-7.373.221

Fuente: Elaboración propia.

Un tercer efecto negativo, relacionado con el anterior, es la complejidad de las relaciones interempresariales generadas a partir de los

descalces de monedas en la contabilidad del sistema empresarial. Por una parte, los descálces generan vulnerabilidad financiera ante eventuales ajustes del tipo de cambio empresarial, sin que se conozca con certeza la magnitud de empresas públicas que podrían transformarse en no rentables, en este escenario. Por otro lado, este fenómeno crea escenarios paradójicos que dañan la eficacia de las decisiones de política. En ausencia de un mercado cambiario empresarial con un tipo de cambio realista, se produce inflexibilidad para cumplir obligaciones financieras contractuales, en una u otra moneda, lo que posiblemente ha sido uno de los factores que agudizó la cadena de impagos y, al mismo tiempo, estimuló el exceso de liquidez en pesos en el sector empresarial. Estos desequilibrios traen consigo efectos nocivos, no sólo en el sistema empresarial, sino también en el sector monetario y financiero. Satisfacer la demanda de dólares para cumplir estas obligaciones, significaría transferir el costo del subsidio implícito a la caja central o el sistema financiero, que asumirían el diferencial cambiario. Análogamente, se gravaría con un impuesto implícito al sector productivo que genera flujos netos en dólares, afectando sus niveles reales de rentabilidad, mientras se inyecta una liquidez en pesos posiblemente innecesaria en la economía.

Los descálces de moneda en ausencia de un mercado cambiario empresarial, también causaron otros “incentivos perversos”³⁷ en el proceso de asignación de recursos. Aunque, efectivamente, la dualidad constituyó un estímulo para una parte del sector tradicional, algunas estrategias de inserción distorsionaron los objetivos sociales de las entidades públicas, afectándose así la eficiencia social. Por su parte, otras empresas no pudieron reinsertarse por falta de financiamiento, perdiéndose oportunidades para articular cadenas productivas domésticas con potencialidades. Estos espacios fueron aprovechados por empresas extranjeras no siempre justificadas por sus niveles de eficiencia y competitividad. De otro lado, los aportes en divisas a la caja central en ocasiones tensionaron las finanzas empresariales, debido a que la fundamentación de su cálculo obvió la distorsión introducida en la rentabilidad. Esto, a su vez, elevó la demanda de crédito y los costos

37 La denominación de incentivos perversos se refiere a aquellos mecanismos económicos que debido a problemas de diseño generan efectos contrarios a los objetivos esperados.

financieros de la empresa, creando un círculo vicioso de descapitalización. Muchas veces la reacción institucional a este fenómeno agravó la situación de las finanzas públicas, ya fuera porque creó incentivos para inflar costos y reducir los aportes, o porque proliferaron prácticas de tesorerías ramales o corporativas que favorecieron transferencias implícitas, desde empresas rentables a no rentables en un mismo sector. Algunas de estas insuficiencias no pueden atribuirse a la dualidad monetaria, sino a la debilidad de los marcos regulatorios e institucionales en un entorno de mayor descentralización, siendo este factor también un elemento nocivo en la asignación de recursos.

La dualidad monetaria, en el balance de las empresas, tiene otras implicaciones de naturaleza fiscal. A las empresas se les aplica el impuesto sobre utilidades, tomando como base la estructura de moneda de sus flujos de ingresos.³⁸ Esto significa que dos empresas con igual estructura de ingresos en moneda doméstica y dólares, pero diferente composición de gastos, pagarán la misma magnitud de impuestos en dólares y en pesos, aún y cuando sus niveles de rentabilidad en dólares sean diferentes. Es obvio, que al tipo de cambio oficial, las cuentas del presupuesto del Estado no se afectan, siendo este un clásico ejemplo de cómo la sobrevaluación del dólar ocasiona una pérdida recaudatoria.

Finalmente, hay efectos directos sobre las cuentas del presupuesto público, vinculadas a fuentes similares de distorsión de las finanzas públicas, como resultado de la subvaloración de partidas de ingresos fiscales en dólares, inferiores a los gastos en dicha moneda. Asimismo, los descalces de monedas extendidos al sector financiero, no sólo podrían ser fuente de vulnerabilidad, sino también de distorsión de indicadores claves, tomando en consideración que tanto la rentabilidad de los bancos como los requisitos de supervisión se construyen en base a una única contabilidad, que integra flujos en pesos y dólares al tipo de cambio oficial.³⁹

38 Por ejemplo, sea el impuesto sobre utilidades de un 30%, para una empresa que obtiene el 60% de los ingresos en dólares y el 40% de los ingresos en pesos, y una rentabilidad total de 100 mil pesos. La empresa pagará por concepto de dicho impuesto 18 mil dólares y 12 mil pesos respectivamente.

39 Este sería el caso básicamente del Banco Popular de Ahorro (BPA) y el Banco de Crédito y Comercio (BANDEC), que son los dos bancos comerciales que concentran la mayor cantidad de flujos en pesos pero además una parte de sus activos y pasivos son en dólares.

De lo anterior se deduce que, en adición a los costos mencionados, la dualidad monetaria, sin duda, agudizó muchos conflictos propios de una situación de crisis. De hecho, es común en el debate público sobre unificación monetaria, que se atribuya a la dualidad monetaria la responsabilidad de una serie de fenómenos negativos surgidos en estos años —no observados con anterioridad— como son: la modificación de los patrones de distribución de ingresos y mayor desigualdad social; la distorsión del sistema salarial; y la tendencia a prácticas de corrupción en el sector empresarial. Sin embargo, ello se debió, en gran parte, a que esta medida no fue acompañada de otras, indispensables en el nuevo contexto. Entre las medidas que debieron instrumentarse estuvieron:

- i. Transformaciones estructurales en el sector real de la economía. Las realizadas resultaron insuficientes y, en algunas oportunidades, se observó inconsistencia entre ellas.
- ii. Mecanismos de control económico y marcos regulatorios más eficaces y acorde con el entorno de mayor descentralización de la actividad empresarial y esquemas de autofinanciamiento en divisas.
- iii. Transformaciones de los sistemas de distribución y redistribución de ingresos, funcionales al incremento de la productividad y el principio de retribución con arreglo al aporte a la sociedad.
- iv. Ajustes del tipo de cambio en el sector empresarial en correspondencia con el alcance de la dualidad y flexibilización paulatina de la segmentación.
- v. Estricta disciplina fiscal y financiera (a través de reglas de políticas y entornos institucionales) a fin de evitar deterioro de la convertibilidad de las monedas domésticas.

Por lo trascendental de estos temas consideramos que cualquier estrategia de unificación debe abordarlos de manera prioritaria.

Capítulo III

HACIA LA UNIFICACIÓN MONETARIA EN CUBA

Yaima Doimeadiós

Vilma Hidalgo

A partir del balance de la experiencia de dualidad monetaria en la economía cubana realizado en el capítulo II, en este capítulo se argumenta la necesidad de emprender el camino hacia la unificación monetaria. Vale preguntarse cuál debe ser el primer paso en ese arduo y posiblemente no inmediato trayecto. Reconociendo que la respuesta a los problemas comentados en el capítulo anterior, se encuentran tanto en el sector real de la economía como en el ámbito de la administración macroeconómica; parece recomendable plantearse, como punto de partida, un programa económico integral y consistente para dar continuidad a las transformaciones estructurales —inconclusas de los noventa—, sustentado las mismas en adecuados instrumentos monetarios, fiscales y regulatorios.¹

En esencia, la dualidad fue un arreglo monetario funcional a una situación de pérdida de poder adquisitivo de la moneda doméstica en circunstancias de crisis. Si bien la economía cubana dio muestras, en la década de los noventa e inicios del milenio, de corrección de los desequilibrios fiscales y monetarios traducida en mayor estabilidad de precios y crecimiento económico; restablecer completamente el valor de la moneda doméstica, tiene que seguir siendo el objetivo central de la política económica.

¹ La dirección del Gobierno ha puesto especial énfasis en la necesidad de la integralidad de las medidas en el reciente debate sobre las transformaciones económica.

Ciertamente la unificación monetaria, por sí misma, no conduce a la recuperación del poder adquisitivo de la moneda doméstica. De hecho, un ajuste automático del tipo de cambio sin realizar un programa de transformaciones integrales —a fines del año 2010 se inicia un proceso en este sentido—, sería equivalente a la situación actual. Sin embargo, existen al menos tres argumentos a favor de introducir con urgencia esta propuesta. De manera sintética podríamos resumirlos en los siguientes:

- i. La necesidad de corregir el sistema de precios y costos —unificando monedas y mercados—, a fin de perfeccionar los mecanismos de asignación de recursos, en base a un análisis correcto de la rentabilidad empresarial y a la evaluación de proyectos de inversión; así como de otorgar incentivos adecuados al sector exportador y lograr la articulación de cadenas productivas.
- ii. La necesidad de mejorar la gestión macroeconómica y facilitar la corrección de desequilibrios internos y externos a partir de: balances fiscales y financieros más transparentes, el reordenamiento del entorno institucional, y la eliminación de prácticas reales o potenciales de arbitrajes derivados de la existencia de tipos de cambios múltiples y segmentación de mercados con precios diferenciados —especialmente en un contexto de mayor descentralización como el que se avecina.
- iii. La necesidad de perfeccionar los actuales esquemas de distribución y redistribución de ingresos en el ámbito fiscal —en base a una mejor medición—, elevando su eficacia a través de una mayor focalización de los subsidios y un rediseño a favor de incrementos en la productividad del trabajo.

La acción simultánea de estos tres componentes podría, en nuestra opinión, generar sinergias positivas en la eficiencia económica y reanimación del sector productivo.

¿Qué tan rápido podemos caminar? Sin duda, la unificación enfrenta retos inmediatos de política económica que se deben identificar con fines propositivos, los que a su vez, marcarán el ritmo y la secuencia de las medidas más adecuada. En este capítulo se discute desde el punto de vista metodológico, sobre fiscalidad e impactos monetarios, internalizando la actual situación de dualidad monetaria. Una mejor comprensión de estas interrelaciones permite visualizar la necesidad de un

reordenamiento de los marcos institucionales funcionales a una más eficaz administración de políticas macroeconómicas, así como, identificar la requerida corrección de los actuales desequilibrios. En segundo lugar, se analizan los posibles impactos de un ajuste del tipo de cambio sobre las finanzas públicas y empresariales. Como tercer punto, se presenta un marco contable de consistencia macroeconómica bajo dualidad monetaria que consideramos contribuye a examinar integralmente los equilibrios macroeconómicos y facilitaría la coordinación de políticas requeridas en un horizonte de planificación.

Por último, se avanza en una agenda para el proceso de unificación monetaria y también se discuten las opciones de arreglos cambiarios más adecuados en un escenario de unificación, tomando en consideración las peculiaridades del modelo económico cubano, así como la experiencia internacional discutida en el primer capítulo. Vale adelantar que en este trabajo se sostiene, como premisa de un exitoso programa de unificación monetaria, la necesidad de transformaciones estructurales para solucionar los agudos problemas de productividad del trabajo y eficiencia económica y, en consecuencia, el círculo vicioso salario-inflación.

1. FISCALIDAD E IMPACTOS MONETARIOS

La cuenta única o de financiamiento del Estado, representa el espacio institucional a través del cual se asigna la divisa de manera centralizada para las operaciones del Gobierno y las empresas públicas, bajo los principios de la planificación financiera. Como se mencionó en el capítulo anterior, este mecanismo está sujeto a controles cambiarios y en consecuencia no existe una plena convertibilidad de los activos en pesos. La oferta en CUC, en este arreglo cambiario, proviene básicamente de los ingresos en dólares resultado de las operaciones con el exterior y las ventas internas en dicha moneda. Mientras que la demanda, corresponde a empresas o a unidades presupuestadas a las que se les asigna un monto en moneda convertible a cambio de la entrega equivalente en pesos.

Este arreglo institucional en la práctica concentra funciones presupuestales y cambiarias, ya que cualquier operación con la cuenta única

o de financiamiento del Estado, en ambas monedas, independientemente de tratarse de transacciones fiscales o de demanda de CUP o CUC para cubrir necesidades productivas (operaciones cambiarias), tiene una contrapartida en la moneda contraria por concepto de contravalor. El contravalor en pesos responde al compromiso que se establece sobre las empresas generadoras de divisa a través del llamado “aporte”, concepto que se aproxima más a una operación fiscal que propiamente cambiaria, y, en general, no siempre parece corresponderse con las necesidades productivas de la empresa en dicha moneda. Análogamente, el financiamiento en pesos otorgado a empresas que no cuentan con disponibilidad para adquirir los CUC asignados; debería reconocerse como un subsidio de naturaleza fiscal (caso de ser asumido por el presupuesto del Estado).

El paralelismo de funciones fiscales y cambiarias en el proceso de asignación de divisas, afecta el análisis de las cuentas públicas y empresariales, al menos en los siguientes aspectos:

- i. Impide determinar con precisión las necesidades de financiamiento de cada sector y particularmente del sector público.
- ii. Distorsiona la medición de las fuentes y magnitud de la base monetaria, en una u otra moneda, considerando las implicaciones monetarias de las cuentas fiscales.
- iii. Introduce, como resultado de los dos factores anteriores, el riesgo de sobre-emisión monetaria y el consecuente impacto negativo sobre los equilibrios monetarios.

1.1 Balance del Banco Central, Déficit Fiscal y Base Bi-Monetaria

Posiblemente una de las consecuencias más relevantes del esquema de dualidad monetaria está en las peculiaridades que imprime a los balances del Banco Central y al presupuesto del Estado, así como a la determinación de la base monetaria. Desentrañar las complejas relaciones entre variables monetarias y fiscales en estas circunstancias, puede contribuir a perfeccionar la medición e interpretación de sus principales indicadores.

En el balance del Banco Central, en general, el pasivo son los billetes y monedas en circulación (EF), el encaje y otras reservas del sector

financiero (RES); mientras que como activos se consideran los saldos de las operaciones cambiarias provenientes de CADECA (CAD) o de la cuenta única (CU), la variación de las reservas internacionales (RIN), el crédito interno al sector financiero (C), y el crédito interno neto del gobierno. Este último está conformado por la monetización del déficit fiscal (DEF) menos las cuentas o depósitos del fisco en el Banco Central (DEPG). En el recuadro III.1 se presenta el esquema específico del balance del Banco Central de Cuba.

La distinción por monedas permite obtener las fuentes y los usos de la base monetaria en cada una de ellas (primera y segunda fila de la tabla III.1), así como el resultado total de la variación de la base bi-monetaria (tercera fila de dicha tabla).²

Tabla III. 1
CUBA: ECUACIONES BÁSICAS DEL BALACE DEL BANCO CENTRAL
EN MONEDAS DOMÉSTICAS

FUENTES	USOS
$C_{cup} + (DEF_{cup} - DEPG_{cup}) + (CAD + CU)$	$EF_{cup} + RES_{cup}$
$C_{cuc} + (DEF_{cuc} - DEPG_{cuc}) + RIN + (CAD + CU)$	$EF_{cuc} + RES_{cuc}$
$[(C_{cup} + e \times C_{cuc}) + (DEF_{cup} + e \times DEF_{cuc}) - (DEPG_{cup} + e \times DEPG_{cuc}) + RIN]$	$(EF_{cup} + e \times EF_{cuc}) + (RES_{cup} + e \times RES_{cuc})$

Fuente: Elaboración propia.

La última ecuación refleja las fuentes de la base bi-monetaria expresadas en CUP. Las operaciones cambiarias —a través de CADECA o de la cuenta de financiamiento— provocan emisión o contracción en una u otra moneda, debido a la presencia, en ambos arreglos institucionales, de un tipo de cambio fijo.³ Obsérvese que en la base bi-monetaria el saldo

2 Vale aclarar que nos enfrentamos a un problema metodológico, ya que una proporción de las operaciones cambiarias contra divisas deberían ser valoradas al tipo de cambio de CADECA, dado que corresponde a transacciones de cambio donde el CUC emitido es valorado a 24 CUP.

3 De no existir este esquema cambiario, los diferenciales entre la oferta y demanda de las respectivas monedas se ajustaría vía tipo de cambio.

neto por operaciones cambiarias entre monedas domésticas se anula (considerando que la emisión en una de ellas tiene como contrapartida la contracción en la otra). Por lo tanto, el diferencial correspondiente a las operaciones contra la divisa se refleja como variación de reservas internacionales. Es decir, vía operaciones cambiarias entre monedas domésticas, la fuente primaria de emisión de la base bi-monetaria, en última instancia, está determinada por la variación de reservas internacionales. Este aspecto es relevante en los análisis sobre equilibrio monetario y la requerida correspondencia entre la emisión de moneda convertible y la disponibilidad de productos de origen importado que presiona sobre la utilización de divisas.

Con el propósito de facilitar la adecuada comprensión de las transacciones fiscales es necesario considerar el presupuesto del Estado en forma integral, incorporando todas las operaciones de naturaleza fiscal que se realizan en ambas monedas y, en consecuencia, obteniendo saldos diferenciados en cada una de ellas. Visto de esta manera, resulta más fácil distinguir los impactos monetarios resultado de operaciones cambiarias, de aquellos que emanan de su naturaleza fiscal.

Recuadro III.1	
CUBA: BALANCE SINTÉTICO DEL BANCO CENTRAL Y CÁLCULO DE LA BASE MONETARIA	
ACTIVOS (FUENTES)	PASIVOS (USOS)
CNG, Crédito Neto al Gobierno (+) Monetización al Gobierno (-) Compra venta de Deuda Pública (+) Otros	EFC, Circulante (+) Billetes y Monedas en Circulación
CNC.F.C., Crédito Neto a la C.F.C. (+) Financiamiento a la C.F.C. (-) Depósitos C.F.C. en el B.C.C.	RES, Reservas (+) Efectivo en Caja Bancos
CNF, Crédito Neta a Instituciones Financieras (+) Financiamiento a Instituciones Financieras (-) Obligaciones Financieras Internas	Comerciales (+) Encaje Legal (reservas obligatorias) (+) Fondos Libres (reservas voluntarias)
MCO, Mercado Cambiario y Otros (+) Operaciones cambiarias con CADECA (+) Operaciones cambiarias con la CFC (-) Mecanismo de Esterilización MINCIN (+) Otros	
BASE MONETARIA	BASE MONETARIA

Actualmente se determina la base monetaria total por la vía de los usos. Esta opción, responde a las dificultades que introduce la presencia de tipos de cambios múltiples (Barzena y Lage, 2011).

- 1) $BM_t = EFC_t + RES_t$
- 2) $RES_{a,CUP} = RES_{CUP} \times (AHT_{a,CUP} / AHT_{CUP})$
 $RES_{b,CUP} = RES_{CUP} - RES_{a,CUP}$
- 3) $BM_{CUP,CUC} = EFC_{t,CUP} \times e_a + RES_{a,CUP} \times e_a + RES_{b,CUP} \times e_b$
- 4) $EFC_t = EFC_{CUP} \times e_a + EFC_{CUC}$
- 5) $RES_t = RES_{a,CUP} \times e_a + RES_{b,CUP} \times e_b + RES_{CUC}$
- 6) $BM_t(usuarios) = BM_{CUP,CUC} + BM_{CUC}$
- 7) $RIN = MC_{CUP} + MC_{CUC}$
- 8) $CIN_t = BM_t - RIN_t$

Donde:

- BM_t : base monetaria
 EFC_t : total de efectivo en circulación (billetes y monedas en circulación)
 RES_t : total de reservas bancarias
 $RES_{a,CUP}$: reservas bancarias en pesos cubanos pertenecientes a los hogares
 AHT : ahorro de la población y total respectivamente
 $RES_{b,CUP}$: reservas bancarias en pesos convertibles pertenecientes a las empresas
 $BM_{CUP,CUC}$: base monetaria en pesos cubanos expresada en pesos convertibles
 e_a : tipo de cambio de CADECA
 e_b : tipo de cambio oficial
 CIN_t : crédito interno neto total
 RIN_t : reservas internacionales netas

Para el cálculo de la base monetaria total se asumen dos supuestos:

- (i) la totalidad del efectivo en circulación (EFC) pertenece a las familias (se desestima el efectivo en caja de las empresas, por ser una pequeña magnitud).
- (ii) las reservas bancarias por monedas (RES) se estiman considerando la estructura de los ahorros (total de depósitos en la economía pertenecientes a empresas y hogares).

Fuente: Elaboración propia en base a Pérez Soto y Lage (2011).

En principio, el presupuesto integrado (Sector Gobierno) puede compensar sus saldos netos en una u otra moneda contra la cuenta de financiamiento del Estado, dando lugar a una operación que podríamos considerar cambiaria —aún cuando no implique un mercado cambiario de libre concurrencia—. Una vez que los saldos son compensados, si aún persistiera un déficit en cualquiera de las dos monedas, estos tendrán que ser financiados a través del crédito interno. Esta forma de presentar

las cuentas fiscales, es parte del esquema propuesto de consistencia analítica y contable para examinar los equilibrios macroeconómicos (ver anexo 3).

A continuación desarrollaremos un ejemplo de cálculo de la base monetaria a partir de transacciones en el circuito hogares y gobierno. Suponemos las siguientes operaciones:

- A. El sector familias recibe 50 dólares por concepto de remesas, lo que para simplificar suponemos que equivale a 50 CUC. De ellos, 30 se destinan a gastos en las TRD y el resto se cambia en CADECA por CUP. Adicionalmente, se asume que otro segmento del sector familias concurre al mercado cambiario de CADECA para demandar 35 CUC a fin de adquirir productos en la TRD a cambio de 840 CUP (tipo de cambio 24 CUP/CUC).

<i>Balance en CUC</i>			
$\Delta RIN \times E$	+50	<i>Emisión</i>	+50
		<i>Contracción</i>	-20
		<i>Emisión</i>	+35
<i>Balance en CUP</i>			
		<i>Emisión</i>	+480
		<i>Contracción</i>	-840

Determinación de la Base Monetaria:

$$\Delta BM \text{ Bi-monetaria} = \Delta RIN + \text{Compra neta de CADECA} = 50 \times 24 - (15 \times 24 - 360) = 1.200 \text{ CUP}$$

$$\Delta BM \text{ CUP} = 480 - 840 = -360 \text{ CUP}$$

$$\Delta BM \text{ CUC (expresado en CUP)} = 50 \times 24 + 15 \times 24 = 1.200 + 360 = 1.560 \text{ CUP}$$

- B. El sector gobierno presenta un déficit de 50 CUC derivado de transacciones reales en divisas y se observan tres situaciones:
- i. Existe un superávit en CUP de igual magnitud.

<i>Balance en CUC</i>			
$\Delta RIN - 50 \text{ USD} \times E$		<i>Contracción</i>	-50
		<i>Emisión</i>	+50
<i>Balance en CUP</i>			
		<i>Contracción</i>	-50

Determinación de la Base Monetaria:

$$\Delta BM \text{ Bi-monetaria} = \Delta RIN = -50$$

$$\Delta BM \text{ CUP} = \text{Operaciones cambiarias} = -50$$

$$\Delta BM \text{ CUC (expresado en CUP)} = \Delta RIN - \text{Operaciones cambiarias} = -50 + 50 = 0$$

- ii. Existe un superávit de 20 CUP. A través de la cuenta única, el Gobierno compensa estos saldos por concepto de operaciones cambiarias, lo que equivaldría a una entrega de 20 CUP (compra) a cambio de 20 CUC (venta), con lo cual podrá cubrir parte de sus necesidades en dicha moneda. La diferencia (déficit de 30 en CUC) podrá ejecutarla sólo si recibe financiamiento del Banco Central por concepto de crédito interno en CUC.

<i>Balance en CUC</i>		
$\Delta RIN -50 \text{ USD} \times E$	<i>Contracción</i>	-50
$\Delta \text{Crédito Interno} +30$	<i>Emisión</i>	+50
<i>Balance en CUP</i>		
	<i>Contracción</i>	-20

Determinación de la Base Monetaria:

$$\Delta BM \text{ Bi-monetaria} = \Delta RIN + \Delta \text{Crédito Interno} = -50 + 30 = -20$$

$$\Delta BM \text{ CUP} = \text{Operaciones cambiarias} = -20$$

$$\Delta BM \text{ CUC (expresado en CUP)} = \Delta RIN - \text{Operaciones cambiarias} - \Delta \text{Crédito Interno} = -50 + 20 + 30 = 0$$

- iii. Equilibrio del saldo en CUP. Teniendo en cuenta que no existen saldos excedentarios en CUP, el Banco Central financia el déficit en CUC con crédito interno en CUP.

<i>Balance en CUC</i>		
$\Delta RIN -50 \text{ USD} \times E$	<i>Contracción</i>	-50
	<i>Emisión</i>	+50
<i>Balance en CUP</i>		
$\Delta \text{Crédito Interno} +50$	<i>Emisión</i>	+50
	<i>Contracción</i>	-50

Determinación de la Base Monetaria:

$$\Delta BM \text{ Bi-monetaria} = \Delta RIN + \Delta \text{Crédito Interno} = -50 + 50 = 0$$

$$\Delta BM \text{ CUP} = 0$$

$$\Delta BM \text{ CUC (expresado en CUP)} = 0$$

Los ejercicios anteriores ponen de manifiesto la relación entre las cuentas fiscales y la base monetaria en circunstancias en que exista una cuenta deficitaria en CUC. Como se observa, si el sector gobierno no puede compensar dicho déficit con superávit en CUP, la emisión derivada de tal diferencia tendrá como fuente la monetización. En cambio, aquella proporción correspondiente a las compensaciones entre monedas, a través de la cuenta única, equivaldrían a una emisión por operación cambiaria, considerando el arreglo de tipo de cambio fijo.⁴ Este enfoque analítico, sólo se logra cuando se modelan cuentas presupuestales integradas en un único concepto, con independencia de la moneda en que se realicen unas u otras transacciones.

Otro tema fácil de visualizar con este ejemplo, está asociado a una de las restricciones relevante para lograr el equilibrio interno y externo. Como se pudo apreciar, cualquier monetización en circunstancias de desequilibrios en CUC implica, en principio, pérdida de reservas internacionales, independientemente de la moneda en que se otorgue el crédito. Consecuentemente, si se quieren evitar las presiones sobre la balanza de pagos no bastaría con suprimir el crédito interno en CUC, como regla de política. La verdadera restricción debe caer sobre el presupuesto en divisas, de lo contrario, la persistencia de esta situación puede conducir a crisis de deuda y/o no sustentabilidad de la convertibilidad.

Adicionalmente, la monetización de los déficit fiscales en pesos también puede ocasionar, de manera directa o indirecta, presiones sobre la posición externa en divisas. Si bien en el caso del sector empresarial existe un mercado regulado y no hay convertibilidad explícita de dicha moneda, la mayor liquidez en pesos en manos de las familias puede generar presiones sobre el mercado cambiario de CADECA y otros fenómenos de inestabilidad.

1.2 Balances Empresariales y Cuenta de Financiamiento del Estado: Impacto Monetario y Fiscal

Análogamente, es necesario distinguir, las operaciones fiscales de aquellas monetarias o cambiarias, en las transacciones entre la cuenta única y las empresas.

⁴ Esta operación se describe en el entendido de que los CUC se adquiere de acuerdo a las asignaciones aprobadas.

Cuando las empresas intercambian flujos en diferentes monedas, según sus necesidades productivas, las compensaciones de saldos en una u otra moneda, al tipo de cambio vigente, tendrían naturaleza cambiaria.⁵ Si éstos fueran insuficientes, las empresas podrían financiarse aumentando sus pasivos bancarios en esa moneda, o recibiendo un subsidio del presupuesto del Estado, y así debe reflejarse en las cuentas del presupuesto, pues de lo contrario daría origen a una operación de naturaleza cuasifiscal.

Por otro lado, el llamado aporte en CUC –monto establecido sobre las utilidades de las empresas que cobra el Estado como propietario–, tratándose de una operación claramente fiscal, no debería compensarse con un contravalor ya que puede causar potencial sobre-emisión.⁶ Esta situación podría ocurrir cuando la empresa recibe un flujo en CUP que no necesariamente requiere para cubrir sus necesidades productivas. Relacionado con lo anterior, eventualmente podría ocasionar exceso de liquidez, distorsión en la situación financiera de las empresas públicas, y debilitar el proceso de asignación de los recursos financieros.

Con el objetivo de introducir esta discusión, desarrollamos un ejemplo, donde se presentan los balances contables de dos empresas diferenciados por tipo de moneda. En la empresa 1 el balance refleja una rentabilidad equivalente a 210 CUP y una pérdida de 110 CUC. Dado que la empresa no recibe ingresos en CUC, este ejemplo reflejaría el caso de una típica empresa del sector no transable. La empresa 2, que puede representar el caso del sector exportador o de servicios al turismo o del mercado interno en CUC, sí obtiene una rentabilidad de 150 CUC, pero necesita cubrir gastos, por ejemplo por concepto de salarios, por 140 CUP.

<i>Empresa 1</i>				<i>Empresa 2</i>			
Pesos		CUC		Pesos		CUC	
Ingresos	Gastos	Ingresos	Gastos	Ingresos	Gastos	Ingresos	Gastos
310	100		110	0	140	200	50
210			(-110)		140	150	

5 Como se verá posteriormente, puede haber un subsidio implícito por tipo de cambio.

6 Ciertamente la definición del aporte debe corresponderse con un concepto de rentabilidad en moneda total, es decir, deberían deducirse los costos en ambas monedas.

Según la lógica descrita, las relaciones con la cuenta única se registrarían de la siguiente forma:

- i. La empresa 1 recibe 110 CUC como asignación para cubrir sus gastos en esa moneda y para ello entrega un contravalor en CUP equivalente a 110, a partir del superávit en dicha moneda.
- ii. La empresa 2 cumple con sus compromisos de aporte en CUC igual a 150, y recibe un contravalor de 150 CUP con los que podría cubrir sus gastos en CUP.

<i>Balance en CUC</i>	
<i>Compra de 150 CUC (proveniente empresa 2)</i>	<i>Venta de 110 CUC (asignados a la empresa 1)</i>
<i>Contracción</i>	<i>40</i>
<i>Balance en CUP</i>	
<i>Compra de 110 CUP (proveniente empresa 1)</i>	<i>Venta de 150 CUP (contravalor empresa 2)</i>
<i>Emisión</i>	<i>40</i>

El resultado de las operaciones empresariales contra la cuenta única arroja una emisión en CUP y una contracción en CUC en la misma cuantía para el Banco Central y, por tanto, una recomposición de la base bi-monetaria.

Hay varios problemas asociados a esta forma de operar:

- i. En este esquema, no es posible delimitar las transacciones realizadas por motivos cambiarios de aquellas de naturaleza fiscal, dentro del sector empresarial.
- ii. El concepto de aporte se encuentra distorsionado, en tanto está calculado antes de deducir los gastos que en ambas monedas pueda tener la empresa, y no permite delimitar que proporción de este aporte corresponde a demanda de pesos y cuál a obligaciones fiscales. En el ejemplo, del aporte de 150 CUC que se contabiliza en el balance de la empresa 2, 140 CUC corresponden realmente a necesidades cambiarias, y sólo 10 CUC equivaldrían a un aporte fiscal.

A fin de corregir esta distorsión, el aporte de las empresas debería establecerse una vez deducidas las necesidades, que la misma tiene, en

ambas monedas y no recibir, por este monto, ningún contravalor como contrapartida, sino tratarlo únicamente como una operación de naturaleza fiscal. En el ejemplo, la empresa 2 aportaría 10 CUC, cambiando en la caja única 140 CUC por 140 CUP. En este caso la recomposición de la base bi-monetaria de 30 CUC respondió completamente a operaciones cambiarias. Nótese que la emisión de CUP y contracción de CUC, necesaria para cubrir las demandas de estas empresas, sería solamente de 30, demostrando que se registran transacciones de sobre-emisión en una u otra moneda.

<i>Balance en CUC</i>	
<i>Compra de 140 CUC (proveniente empresa 2)</i>	<i>Venta de 110 CUC (asignados a la empresa 1)</i>
<i>Contracción</i>	<i>30</i>
<i>Balance en CUP</i>	
<i>Compra de 110 CUP (proveniente empresa 1)</i>	<i>Venta de 140 CUP (contravalor empresa 2)</i>
<i>Emisión</i>	<i>30</i>

Por último, el aporte, dada su naturaleza fiscal, debería ingresarse de manera directa al presupuesto del Estado, y deducirse de la disponibilidad de CUC para operaciones cambiarias. Adicionalmente, el gobierno al recibir directamente 10 CUC por concepto de aporte, puede disminuir sus necesidades de financiamiento en esta moneda y reducir, por una segunda vía, la potencial sobre emisión.

Utilizando el ejemplo antes desarrollado, si algunas de las empresas no hubieran contado con saldos suficientes para respaldar las operaciones cambiarias, en CUP o CUC, entonces requerirían de un financiamiento por parte del Estado (asumiendo que no hay crédito bancario) cuyo monto debería ser registrado en el presupuesto público, como subsidio o transferencias.

A partir de lo anterior, queda claro que el diseño de la política fiscal y monetaria en Cuba se desarrolla en un entorno sumamente complejo. En la propuesta hemos tratado el tema del reordenamiento de las cuentas fiscales y monetarias en un contexto de dualidad monetaria, pero también existen otros aspectos relacionados que requieren atención, como parte del programa de unificación monetaria.

De máxima prioridad es continuar fortaleciendo la coordinación de las políticas macroeconómicas, teniendo en cuenta que hasta ahora la política monetaria ha estado básicamente dominada por la política fiscal. Variables tales como salarios y precios, entre otras, tienen que responder a un análisis que internalice sus implicaciones para la estabilidad monetaria.

La política monetaria debe también lograr un mayor grado de independencia, a través de la diversificación de sus propios instrumentos y del fortalecimiento de los mecanismos de control monetario. En este sentido, es indispensable crear el mercado interbancario —reconocido recientemente por las autoridades monetarias—⁷ como uno de los principales mecanismos para administrar la liquidez en el sector financiero e imprimir disciplina financiera. A su vez, la existencia de este mercado facilitaría la transparencia de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y ofrecería, además, una tasa de interés de referencia para determinar la estructura de tasas de interés de la economía.

Asimismo, otro instrumento a evaluar sería la deuda pública. En la actualidad, si bien el Banco Central utiliza la deuda pública como instrumento de administración de la liquidez en el sector financiero, podría también utilizarla como financiamiento no inflacionario, con carácter temporal, a fin de evitar desequilibrios financieros futuros.

Como parte del diseño de la política monetaria, será necesario continuar perfeccionando la medición de los agregados monetarios y sus multiplicadores. Bajo dualidad monetaria los análisis asociados a los multiplicadores monetarios, deben tomar en cuenta los efectos cruzados derivados de la recomposición de la base por monedas (Hidalgo, 2002).

Finalmente, es necesario focalizarse en posibles fuentes de cuasifiscalidad asociadas tanto a problemas estructurales del modelo económico actual —subsidios implícitos al sector financiero, garantías generalizadas y la cadena de impagos en el sector empresarial— como a la propia dualidad.

En relación a la cadena de impagos, vale mencionar que en la práctica ha funcionado como una fuente importante de liquidez en el circuito

⁷ En los lineamientos de política económica del VI Congreso del Partido Comunista de Cuba (PCC), este aparece como una de las prioridades en materia de política monetaria.

empresarial, pues de hecho se manifiesta como un préstamo forzoso entre empresas a tasa de interés cero. Barceló (2011) estimó que por este concepto el déficit fiscal sobre el PIB, en el año 2009, podría incrementarse en un 2%.

Los subsidios implícitos a través del tipo de cambio sobrevaluado, son también una de las principales fuentes de cuasificalidad reconocida en la literatura económica, por lo que en el próximo epígrafe serán incorporados a esta discusión.

2. EVALUACIÓN DE LOS IMPACTOS DEL AJUSTE DE TIPO DE CAMBIO SOBRE LAS FINANZAS PÚBLICAS Y EMPRESARIALES

Retomamos dos de los aspectos discutidos en el capítulo anterior, donde se hizo hincapié en el impacto nocivo del tipo de cambio sobrevaluado sobre los resultados de los balances fiscales y empresariales. El primero, asociado a la distorsión de la dualidad monetaria sobre las estructuras de costos y los consecuentes análisis de rentabilidad económica, y el segundo, vinculado a los efectos sobre las cuentas corrientes externas. La intención es analizar, desde el punto de vista teórico-metodológico, el impacto de un ajuste del tipo de cambio sobre los mencionados balances y el sector empresarial.

En primer término, analizaremos los subsidios implícitos, es decir aquellos derivados de los correspondientes diferenciales entre un tipo de cambio realista y el actual tipo de cambio oficial sobrevaluado. Estos representan una importante carga para el Estado aún y cuando no afloren en el presupuesto público. En segundo lugar, nos centramos en analizar la vulnerabilidad financiera de las empresas ante la modificación del tipo de cambio, según la tipología antes presentada y tomando en cuenta la presencia de flujos en ambas monedas domésticas en las hojas de balances, así como, los previsibles descalces por este concepto. Así mismo, se discuten los posibles efectos dinámicos sobre los precios, la actividad productiva en general y la capacidad exportadora, en un escenario de devaluación.

2.1 Subsidios Implícitos por Tipo de Cambio

Es reconocido que la sobrevaluación del tipo de cambio oficial para las transacciones del gobierno y sector empresarial, conduce a una subvaloración contable de los ingresos por exportaciones e importaciones, expresadas en moneda doméstica. Normalmente, este fenómeno tiende a gravitar negativamente sobre la balanza de pagos de las economías, pues encarece las exportaciones y abarata las importaciones. En el caso de la economía cubana, el impacto fue relativamente mitigado, especialmente en la primera etapa del esquema de dualidad monetaria, a través de los controles cambiarios y la presencia de un mercado doméstico en divisas. Sin embargo, no fueron despreciables los efectos perjudiciales sobre una parte del sector exportador y, en general, sobre la rentabilidad de las empresas.

Los subsidios redujeron, artificialmente, los costos de las importaciones para las empresas, así como el componente importado de las inversiones. Análogamente, para aquellas empresas del sector transable, se gravaron con impuestos implícitos a sus flujos netos en dólares, afectando sus niveles reales de rentabilidad. Esto, en definitiva, generó ineficiencias en la asignación de recursos en la economía, lo que se explica, básicamente, por la imposibilidad de medir con exactitud los costos reales de un tipo de actividad y la conveniencia o no de su emprendimiento.

Esta situación, de manera directa o indirecta, se traslada al presupuesto del Estado, ya que el sistema de transferencia fiscal (impuestos netos) queda sustentado en una contabilidad deformada por este efecto. Independientemente de las decisiones de política, en relación al apoyo fiscal a determinadas actividades y sectores sociales, es sumamente importante que los subsidios afloren de manera explícita en el presupuesto público. De lo contrario, se dificulta el análisis del monto y evolución de la posición fiscal. Además, contar con una base informativa más objetiva para tomar decisiones de política en relación a la selección y permanencia de programas de apoyo al sector productivo, en busca de mayores niveles de eficiencia, es tal vez una de las razones más importante para realizar estas correcciones. En síntesis, el problema de la sobrevaluación de tipo de cambio, aunque se trata de un tema complejo, es necesario comenzar a estimarlo y corregirlo en un entorno previo a la unificación monetaria.

Una forma de aproximarnos metodológicamente a la medición de los subsidios implícitos por tipo de cambio dólar-pesos es partir de la diferencia entre un tipo de cambio de referencia “z” (proxy del tipo de cambio de equilibrio) y el tipo de cambio oficial “e”. Aplicando esta formulación a las transacciones externas de la economía, se puede calcular el subsidio o impuesto implícito por tipo de cambio a los ingresos por exportación y a los gastos por importaciones y, de esa manera, alcanzar una aproximación a nivel agregado sobre los balances de los sectores y de la economía. Esta metodología ha sido utilizada en varios estudios internacionales sobre el tema.⁸

Los ingresos en dólares —exportaciones—, expresados en moneda doméstica al tipo de cambio actual corresponderían a $X \times (P_x \times e)$, donde X corresponde al volumen de exportaciones y P_x es el precio del producto en dólares. El valor de las exportaciones al tipo de cambio de referencia sería $X \times (P_x \times z)$.

En este sentido, el diferencial por el efecto del tipo de cambio sobrevaluado con respecto a un valor de “equilibrio” estaría expresando el monto de subvaloración de las exportaciones al expresarlas en moneda doméstica.

$$De = (e - z)(X \times P_x) \text{ con } e < z$$

Nótese que esta diferencia sería equivalente a un impuesto implícito en el tipo de cambio para cada dólar que ingresa a la economía y, por lo tanto, representaría la magnitud del desestimulo al sector exportador.

Análogamente, el gasto en importaciones también se encuentra afectado por el diferencial cambiario. Sostener el valor de las importaciones al tipo de cambio actual $M \times (P_M \times e)$ significa abaratar ficticiamente este precio, lo que funciona como un subsidio no observable a las importaciones.

$$De = (e - z)(M \times P_M)$$

Esta distorsión gravita sobre el equilibrio externo en varios sentidos. Primero, no sólo menoscaba los ingresos del sector exportador, sino también desincentiva la producción nacional, potencialmente generadora

8 Ver las referencias en CEPAL-PNUD (1997, 2000).

de divisas en el mercado doméstico interno en moneda convertible y, con ello, la sustitución de importaciones en el consumo. De otro lado, introduce ineficiencia en tanto se subsidia parte de los costos empresariales y dificulta la medición de los subsidios en el presupuesto del Estado, especialmente asociada a las partidas de gastos con alta participación de bienes importados. Por ejemplo, los subsidios implícitos vinculados al componente importado de la canasta de productos del mercado racionado a las familias (el cual aún cuando se ha estrechado mantiene una amplia cobertura), no queda reflejado en el presupuesto del Estado. Esta situación es análogamente extensible a todo el actual sistema de precios y costos en la economía.

El impacto del diferencial cambiario, si se tiene en cuenta los dos efectos anteriores, puede plantearse de manera sintética como:

$$De = [X \times (P_x \times e) - M \times (P_M \times e)] - [X \times (P_x \times z) - M \times (P_M \times z)]$$

$$De = (e - z)(X \times P_x - M \times P_M)$$

$De > 0$ implica un subsidio al total de las transacciones en dólares de un sector o empresa.

$De < 0$ implica un impuesto al total de las transacciones en dólares.

Es decir, la magnitud del subsidio se calcula como las transacciones en divisas de ingresos y gastos (o rentabilidad) valoradas al tipo de cambio oficial, menos estas mismas valoradas al tipo de cambio de referencia.

De idéntica manera nos podemos aproximar a una representación de las transferencias entre sectores a través de los subsidios o impuestos netos implícitos. Conviene realizar tres aclaraciones del punto de vista metodológico:

- i. En primer lugar, ¿cuál es el tipo de cambio de referencia en una economía donde precisamente se desconoce el valor del tipo de cambio de equilibrio para todo el universo de transacciones. La mayor parte de los estudios internacionales toman, como tipo de cambio de referencia, uno de los valores dentro del sistema de tipo de cambios múltiples que han enfrentado, o un promedio de estos. En el caso de la economía cubana, una opción sería utilizar el tipo de cambio de CADECA, atendiendo a que su valor se aproxima a una situación de equilibrio en el circuito de las

familias. Sin embargo, la proporción de las transacciones de este mercado es relativamente bajo en relación al total de las transacciones corrientes en divisas de la economía. Una segunda variante sería determinar una media ponderada entre ambos tipos de cambio. Una tercera variante sería tomar como referente un valor “z” calculado según diversos criterios como se expone en el último epígrafe de este capítulo.

- ii. En segundo lugar, es necesario referirnos a la complejidad de asumir la hipótesis de incompleta convertibilidad del CUC. Una proporción importante de las transacciones que se realizan en esta moneda tienen carácter doméstico (es decir, se realizan entre empresas cubanas en el mercado interno), lo que unido a la reciente crisis de pagos sufrida por la economía cubana, aconseja sostener esta hipótesis, al tipo de cambio vigente. En este sentido, optamos por considerar como operaciones en moneda doméstica todas aquellas transacciones en CUP o en CUC que no tengan como contrapartida directa una transacción en dólares. Es decir, convencionalmente asumimos, que las referencias al CUC no corresponden a la totalidad de transacciones realizadas en esta moneda, sino sólo a las realizadas entre agentes domésticos, excluyendo las vinculadas directamente a transacciones con el exterior. Estas últimas se denominarán transacciones en dólares. Aunque es importante destacar que los subsidios o impuestos implícitos por tipo de cambio se derivan tanto de la sobrevaloración del tipo de cambio dólar-CUC, como del CUC-pesos. Con la intención de simplificar el análisis sólo presentaremos los subsidios tomando como referencia un único tipo de cambio, en este caso, entre la moneda doméstica (CUC o CUP) y la divisa (USD) lo cual es relevante por motivos de balanza de pagos. Para simplificar el análisis el tipo de cambio CUC-pesos para el sector empresarial y público se asumirá igual a 1.
- iii. El último aspecto está vinculado a la heterogeneidad de los flujos monetarios en el balance del sector empresarial. A tales efectos, se consideran dos tipos de empresas, aquellas cuyos ingresos son mayoritariamente en dólares y, en general, pertenecen al sector exportador (tipo 1) y un segundo grupo que presenta contabilidad mixta en CUC y CUP (tipo 2). Este último puede requerir insumos importados que se valoran en dólares.

Aplicando el esquema de análisis que se desarrolla en el epígrafe 3 (ver anexo 3) y considerando el tipo de cambio CUC/dólar para valorar los bienes importados, es posible aproximarnos a una estimación agregada analítica del monto de subsidios implícitos por tipo de cambio dólar-pesos.

En el sector empresarial la siguiente ecuación expresa la rentabilidad total del sector desagregada entre monedas domésticas y extranjera:

$$RTT = [Py + \hat{P}\hat{y} + P^*ey^*] - [(wL + \hat{w}\hat{L} + w^*eL^*) + (\hat{C}I + CI + CI^*)]$$

donde:

$Py + \hat{P}\hat{y} + P^*ey^*$ = ingresos derivados de las ventas en mercados en pesos, en pesos convertibles y en dólares

$wL + \hat{w}\hat{L} + w^*eL^*$ = pagos de salarios en pesos, CUC (incluye estímulo en CUC) o dólares para las empresas de tipo 1

CI^* = gastos en insumos importados

$\hat{C}I + CI$ = gastos en otros insumos en CUC o pesos

Si aplicamos el concepto de diferencial cambiario antes presentado, a nivel de la empresa, el monto sería equivalente a la diferencia entre los tipos de cambio vigente y de referencia $z > e$, aplicado a la rentabilidad en dólares (RT^*), es decir a la resta de sus ingreso por exportación y los gastos de importación.

$$De = (e - z)(RT^*)$$

Para empresas de tipo 1, cuya rentabilidad en dólares era positiva, esta expresión nos aportaría el impuesto implícito por sobrevaloración del tipo de cambio oficial $\rightarrow De < 0$.

Para el resto de las empresas que no perciben ingresos en dólares, la rentabilidad en esta moneda es negativa y equivalente al monto de insumos importados: $RT^* = -CI \leq 0$, con independencia de si alcanzan niveles de rentabilidad positiva en CUC o pesos. El subsidio implícito por tipo de cambio es equivalente a la diferencia entre el tipo de cambio actual y el de referencia, multiplicado por el monto de insumos importados $\rightarrow De > 0$

$$De = (e - z)(RT^*) = (e - z)(-CI^*) \geq 0$$

La suma del impuesto implícito de las empresas de tipo 1 y el subsidio implícito del resto del sector empresarial, expresa la magnitud de estas partidas dentro del sector.

Si $(e - z)(RT^*) + (e - z)(-CI^*) \leq 0$, esta situación indica que los costos asociados a la sobrevaloración del tipo de cambio se saldan dentro del sector empresarial o generan un excedente para el resto de la economía (impuesto implícito). En el primer caso, los subsidios se cubren a partir de transferencias internas dentro del sector empresarial (desde las empresas del sector generador de divisas, hacia el resto de las empresas del sector no transable). Este caso, aunque ciertamente no representa una carga financiera para la economía, en tanto no demanda financiamiento, tiene implicaciones nocivas en materia de asignación eficiente de los recursos. Es, además, fuente de cuasifiscalidad, ya que a través de este mecanismo se transfiere, a una parte de las empresas, funciones de naturaleza fiscal (subsidios a otras empresas). En cambio, de registrarse en el presupuesto del Estado podría evaluarse la viabilidad o no de mantener dichos subsidios en base a la correcta medición de la posición fiscal.

En el segundo caso, el impuesto implícito quedará disponible para financiar a otros sectores ya sea el gobierno o las familias.

Si $(e - z)(RT^*) + (e - z)(-CI^*) > 0$, esto indica que la demanda de subsidios implícitos del sector empresarial está siendo financiada por el gobierno, los hogares o el sector externo.

En cualquiera de los dos casos, se genera una fuente de cuasifiscalidad que será necesario dimensionar e ir corrigiendo camino a la unificación monetaria.

En la tabla III.2 se presentan los balances de dos empresas hipotéticas correspondientes al año 2009, diferenciados entre moneda doméstica y dólares. La empresa de tipo 1 corresponde al sector turismo y la de tipo 2 al sector de la construcción. En los dos casos la rentabilidad al tipo de cambio actual (e) es positiva. Sin embargo, este mismo indicador calculado a tipos de cambio de referencia de 10 y 24 CUP/CUC, variaría sustancialmente. En la empresa tipo 1, cuya rentabilidad inicial en dólares era positiva la nueva rentabilidad (para $z=10$, por ejemplo) demostraría la subvaloración de sus beneficios y dejaría explícito un impuesto implícito por tipo de cambio equivalente a 4.477,5 mil pesos. La empresa tipo 2, que representa un típico balance de empresa productora de

no transables, pero con un alto componente importado en sus insumos, pasaría a ser no rentabilidad para cualquier tipo de cambio distinto del actual. Para $z=10$, la magnitud del subsidio implícito es equivalente a 12.161,7 mil pesos. Análogamente, para un mayor diferencial entre el tipo de cambio actual y el de equilibrio, los subsidios e impuestos implícitos por tipo de cambio serán cada vez mayores.

Tabla III.2
BALANCE DE DOS EMPRESAS HIPOTÉTICAS
(en miles)

Balance	Empresas	
	Tipo 1	Tipo 2
Ingresos (moneda total)	145.841,8	8.711,8
USD	64.865,7	0,8
moneda doméstica	80.976,1	8.711,0
Gasto (moneda total)	144.268,8	8.680,3
USD	64.368,2	1.352,1
moneda doméstica	79.900,6	7.328,2
Rentabilidad Actual ($e=1$)	1.573,0	31,5
Rentabilidad ($z=10$)	6.050,5	-12.130,2
Diferencial Cambiario ($e-z$) $RT_{USD}=RT_e-RT_z$	-4.477,5	12.161,7
Rentabilidad ($z=24$)	13.015,5	-31.048,4
Diferencial Cambiario ($e-z$) $RT_{USD}=RT_e-RT_z$	-17.493,0	43.210,1

Fuente: Elaboración propia.

Al igual que para el sector empresarial, la segmentación por mercados y tipo de moneda alcanza también al sector gobierno –considerando dentro de éste todas las transacciones, tanto en CUP como en CUC.⁹

⁹ Esta propuesta equivale a considerar un presupuesto unificado que abarque la totalidad de las transacciones independientemente de la moneda en que se realice, es decir, incluye el horizonte actual del presupuesto y la cuenta de financiamiento del Estado.

Siguiendo la misma metodología de cálculo, el diferencial cambiario en las cuentas públicas por efecto de la sobrevaloración del tipo de cambio oficial, se obtendría evaluando las partidas en dólares de la ecuación del gobierno a un tipo de cambio de referencia.¹⁰

$$De_g = (e - z) [(T^* + AP^* + eDo^*) - (eCG^*)]$$

Nótese que si el ingreso en dólares del presupuesto unificado —suma de los impuestos y los aportes en dólares del sistema empresarial con las donaciones externas netas— es menor que el consumo de gobierno en esta moneda, formado fundamentalmente por bienes importados, y el pago de rendimientos por compromisos financieros con el exterior; se puede contabilizar un diferencial cambiario negativo, que de no ser compensado por el presupuesto del Estado, en moneda total, tendría que ser financiado por el sector empresarial, el sector de los hogares o implícitamente por el sector externo.

A manera de ejemplo, ilustraremos, con datos reales, parte del subsidio implícito del presupuesto del Estado, asociado a la importación de alimentos destinado al mercado regulado. La tabla III.3 muestra los ingresos y gastos en CUP derivados de la venta subsidiada de cuatro productos del mercado racionado: arroz, chícharos, aceite y pollo. Nótese que al tipo de cambio vigente (oficial), esta operación constituye un saldo positivo (ingreso) al presupuesto del Estado en CUP.

Una estimación de los gastos en dólares valorados en CUP a diferentes tipos de cambio de referencia nos aportaría directamente el monto del subsidio implícito, a partir de la diferencia con el saldo al tipo de cambio actual. Así, por ejemplo, al tipo de cambio $z=10$, el gasto de importación valorado en CUP sería equivalente a 218.125.028. En tanto, este mismo gasto expresado al tipo de cambio oficial ($e=1$) sería de 21.812.503 CUP. Considerando que el ingreso por ventas a las familias en CUP es de 44.214,05 mil CUP, se obtienen dos saldos presupuestarios del Estado. El primero es positivo y asciende a 22.401.547 CUP. Cuando valorado al tipo de cambio z , arroja un saldo negativo de 173.910.978 CUP. Por consiguiente, el monto del subsidio implícito es la diferencia entre ambos saldos, es decir, 151.509.432. Este mismo ejercicio se repite para tipos de cambio más altos, lo que significa niveles de subsidios implícitos mayores.

10 En el anexo 4 se encuentran las notaciones de la ecuación del gobierno.

Tabla III.3
SUBSIDIO IMPLÍCITO ASOCIADO A LA IMPORTACIÓN DE ALIMENTOS
PARA EL MERCADO REGULADO

Tipo de cambio por dólar	Venta total a las familias en CUP	Costo de la importación en CUP (gasto en USD x TC)	Saldo presupuesto	Subsidio implícito por TC		
				1 USD = 10 CUP	1 USD = 15 CUP	1 USD = 24 CUP
1 CUP	44.214.050	21.812.503	22.401.547	-151.509.432	-260.571.946	-456.884.471
10 CUP	44.214.050	218.125.028	-173.910.978			
15 CUP	44.214.050	327.187.542	-282.973.492			
24 CUP	44.214.050	523.500.067	-479.286.017			

Fuente: elaboración propia con base en listado de precios oficiales regulados y precios de importación.

Vale mencionar, que desde el punto de vista de las cuentas públicas explicitar estos subsidios significa admitir un concepto de presupuesto público unificado. En la práctica actual, aunque no aparezca en el presupuesto del Estado en CUP, gravita sobre el presupuesto en CUC. En consecuencia, realmente no hay modificaciones en la posición fiscal, pero se logra una mayor transparencia en su medición.

La estimación del total de los diferenciales cambiarios de los tres sectores, demostraría un mecanismo subyacente de transferencia entre ellos, que hoy se encuentra distorsionado por el sistema de precios y costos actuales al tipo de cambio vigente.

2.2 Efectos de una Devaluación del Tipo de Cambio Oficial en el Sector Empresarial

Con la intención de ofrecer elementos para una discusión sobre los potenciales efectos de un ajuste del tipo de cambio sobre el sector empresarial, un tema que a nuestro criterio ha sido pobremente abordado en los estudios precedentes, en el caso de Cuba, analizaremos cuatro efectos de una devaluación del tipo de cambio oficial en el sector empresarial: (i) sobre las ventas en divisas en el sector de bienes transables y sobre las estructuras de costos en presencia de componente importado; (ii) sobre las cuentas patrimoniales de las empresas (activos y pasivos); (iii) sobre las exportaciones e importaciones; y (iv) sobre los precios domésticos.

Los dos primeros tienen un carácter estático y se reflejan en los balances contables de las empresas. Los dos restantes, en cambio, son efectos dinámicos y se refieren a la potencial reacción de los agentes ante las modificaciones implícitas en términos de precios relativos.

2.2.1 Efecto contable de una devaluación tipo de cambio sobre la rentabilidad de las empresas

A partir de la ecuación de rentabilidad total presentada en el anexo 4, podemos derivar una ecuación más general para evaluar los efectos que teóricamente han sido identificados como canales de transmisión tradicionales de una devaluación, y otros que serían inéditos en la economía cubana, para cada grupo de empresas:

$$RTT = IT - CT = (IT_D - CT_D) - e \times (X \times P_X - M \times P_M)$$

donde:

RTT = Rentabilidad neta

IT = Ingresos Totales

CT = Costos Totales

$IT_D - CT_D$ = Ventas menos costos en moneda doméstica

$X \times P_X$ = Ventas en divisas equivalentes a exportaciones de bienes o servicios

$M \times P_M$ = Costos en divisas equivalentes a insumos importados

Posterior a una devaluación (∂e), la rentabilidad empresarial se verá afectada por el componente en divisas, de sus ingresos y costos.

$$\partial RTT = \partial e (X \times P_X - M \times P_M)$$

El grado de vulnerabilidad financiera de las empresas quedará determinado por dos tipos de coeficientes:

$$a_1 = \frac{X \times P_X}{IT_t} \quad \text{y} \quad a_2 = \frac{M \times P_M}{CT_t}$$

El primer coeficiente refleja las ventas en dólares con respecto a las ventas totales. Mientras mayor sea a_1 , mayor será el efecto positivo –vía ingreso– de una devaluación sobre el balance. Nótese que el valor de

las exportaciones, expresado en moneda doméstica, crece en sentido proporcional a la magnitud de la devaluación. Su magnitud también es indicativa del tipo de empresa que se representa, mientras mayor sea su valor nos acercamos a empresas del tipo 1, por el contrario, a menor valor las empresas que se consideran son de tipo 2.

El segundo indicador de vulnerabilidad es la participación de los insumos importados en los costos totales. Una devaluación aumenta el valor del componente importado en los costos, expresado en moneda doméstica. Mientras menor sea a_2 , es decir en la medida en que las empresas estén más encadenadas con insumos domésticos, el efecto negativo de la devaluación será menor. Para las empresas del tipo 2, que actualmente no reciben ingresos en dólares, una devaluación efectiva equivalente a z , aumentaría los costos en la cantidad que ahora recoge el subsidio implícito.

$$\Delta \text{Costos} = S = (e - z)(-M \times P_M)$$

Si el incremento de los costos de importación por este concepto, origina pérdidas en moneda total para la empresa, corresponderá valorar si esta pérdida se asume por el presupuesto del Estado, dado el objeto social de la entidad y sus niveles de productividad y competitividad.

En resumen, la vulnerabilidad financiera de las empresas ante una devaluación será mayor mientras menor sea a_1 y mayor sea a_2 , es decir, mientras mayor sea el descalce en las cuentas de resultados de las empresas (flujos de ingresos y gastos corrientes).

2.2.2 Efectos sobre las cuentas patrimoniales de las empresas

Este efecto es similar anterior, sólo que refiere a los potenciales descalces que puedan existir en la posición financiera de la empresa, por ejemplo, cuando una empresa cuyos ingresos son esencialmente en moneda doméstica, adquiere deudas en divisas. Así, el concepto de vulnerabilidad financiera se extiende al potencial descalce de moneda entre los activos y pasivos.

En este caso, luego de una devaluación, se observará un aumento del valor de los activos y los pasivos en dólares expresados en moneda doméstica; mientras que aquellos en moneda doméstica se mantendrán

invariables. La posición patrimonial neta (An) de la empresa podrá fortalecerse o debilitarse, dependiendo de la posición inicial. Si los activos netos en divisas son inicialmente positivos, no habría vulnerabilidad financiera ante una devaluación, sino que la posición patrimonial se fortalecería en términos de la moneda doméstica.

$$An^* = e [A_t - P^*] > 0 \rightarrow \Delta An^* = (\partial e \times An^*) > 0 ; \partial e = z - e > 0$$

Por el contrario, para una posición deudora, una devaluación necesariamente deteriora la posición patrimonial de la empresa, dado un aumento del valor de sus pasivos en dólares superior al de sus activos. La magnitud del impacto sobre la posición patrimonial sería equivalente al diferencial cambiario por el monto de activos netos (positivos o negativos) antes de la devaluación.

$$An^* = e [A_t - P^*] < 0 \rightarrow \Delta An^* = (\partial e \times An^*) < 0 ; \partial e = z - e > 0$$

2.2.3 Efectos dinámicos efecto sobre competitividad

Se han explicado los efectos inmediatos de una devaluación sobre el balance contable y el patrimonio de las empresas, sin embargo, es de esperar que una devaluación tenga efectos adicionales sobre el sector empresarial, el equilibrio externo y las cuentas públicas en el mediano y largo plazo. La teoría económica indica que si una devaluación produce una depreciación real del tipo de cambio, habrá un efecto positivo sobre las exportaciones netas (ver recuadro III.2).

Si una devaluación produce una depreciación del tipo de cambio real, ello significa que en términos relativos (respecto a los precios externos) las exportaciones se abaratan y las importaciones se encarecen, expresadas en moneda doméstica. La reacción previsible es un incremento de la demanda de bienes domésticos, tanto por parte de los consumidores nacionales (sustitución de importaciones), como de los consumidores extranjeros (exportaciones), y un incentivo a desviar la producción hacia la exportación, que ahora paga un precio más alto.

En estas circunstancias, una devaluación reforzaría, en principio, el incentivo hacia la exportación en sectores que actualmente tienen potencialidades, pero que el actual sistema de precios no los favorece.

Considerando el indicador a_t , las empresas que actualmente transan en CUC o pesos en el mercado doméstico estarían mejor, contablemente, si dirigen su producción hacia la exportación, dada la misma estructura de costos. Esta inserción en el mercado externo, dependerá de la competitividad de la empresa en cuestión.

Recuadro III.2

EFFECTO DE LAS DEVALUACIONES SOBRE LA BALANZA COMERCIAL

$$XN = F(\rho, Y^*, Y) \quad (1)$$

Y = demanda externa e interna

$$\rho_t = \varepsilon_t \frac{P_t^*}{P_t} \quad (2)$$

ρ = tipo de cambio real

P = precios externos e internos

Linealizando (2)

$$\log \rho_t = \log \varepsilon_t + \log P_t^* - \log P_t \quad (3)$$

Diferenciando (3)

$$d\rho_t = d\varepsilon_t + dP_t^* - dP_t$$

$$\text{si } dP_t^* = dP_t = 0$$

$$\Rightarrow d\rho_t = d\varepsilon_t$$

Es decir, si después de una devaluación los precios domésticos se mantienen constantes (dado los precios internacionales) en una versión extrema, o al menos se ajustan en menor proporción al tipo de cambio ($dP_t < d\varepsilon_t$), habrá una depreciación real. Bajo el supuesto de las conocidas condiciones de Marshall-Lerner, la suma de las elasticidades de las exportaciones y las importaciones deben ser mayores que la unidad:

$$\xi_x + \xi_m > 1$$

Entonces:

$$\frac{\partial XN}{\partial \rho} = 0$$

En cambio si $d\varepsilon_t = dP_t$, dado los precios internacionales, se anula el efecto sobre el tipo de cambio real y sobre las exportaciones netas. En otras palabras, la devaluación será neutral.

Sin embargo, el estímulo a exportar dependerá de la elasticidad-precio de las exportaciones; y la respuesta a este estímulo dependerá de las restricciones de oferta con que opere el sector exportador, es decir, de sus posibilidades de ampliar las capacidades y escala de producción.¹¹ De ocurrir esto, es de esperar también una dinámica reactivadora en sectores domésticos a través de los efectos multiplicadores de los encadenamientos productivos.

Análogamente el efecto de la devaluación sobre las importaciones, dependerá de la elasticidad precio de las importaciones, y en particular del resultado de dos efectos contrapuestos:

- i. El encarecimiento —vía tipo de cambio— de las importaciones produce un incentivo a importar menos y sustituir importaciones: efecto volumen positivo.
- ii. El componente inelástico de una parte importante de las importaciones hace que las importaciones que no puedan sustituirse gradualmente, resulten más caras al nuevo tipo de cambio: efecto ingreso negativo.

Vale mencionar que aún en el caso de que la sustitución de importaciones sea un proceso lento y, por tanto, prevalezca el efecto ingreso negativo, este encarecimiento no significa un cambio, con respecto a la situación actual, en la cuenta corriente. Lo que sí ocurriría con la devaluación es una modificación en los balances de las empresas, donde los subsidios aflorarían de manera transparente. Adicionalmente, la devaluación mejoraría la posición relativa de los insumos nacionales en el mercado doméstico al encarecer los precios de los insumos importados. Esto favorecería encadenamientos productivos y privilegiaría a la industria nacional.

En el caso de una economía parcialmente dolarizada, una devaluación tendrá impacto sobre el tipo de cambio real si las transacciones domésticas se realizan en moneda nacional. Si una gran parte de las transacciones de la economía se realiza directamente en dólares, entonces los efectos esperados sobre las exportaciones e importaciones serán mucho menores.

11 Ello requiere inversiones de capital físico, contratación de mayor cantidad de fuerza de trabajo, etc.

Las elasticidades precios de las importaciones y exportaciones cubanas han sido estimadas en varios estudios empíricos. En Mañalish y Quiñones (2003) y Cribeiro y Triana (2005), la elasticidad precio de las importaciones se estimó en -0,49 y -0,17 respectivamente. Más recientemente en Quiñones y Morollón (2008) se estimó en -0,65 la elasticidad de largo plazo y en 1,05 la de corto plazo; lo que los autores consideran que podría explicarse por la “baja capacidad de sustitución y la alta proporción que ocupan los alimentos y combustibles en las compras externas”. La elasticidad precio de las exportaciones en este mismo estudio fue estimado en 0,63.

2.2.4 Efectos sobre los precios domésticos

El análisis anterior corresponde al supuesto de que, con posterior a una devaluación, se produce un ajuste lento de precios, ahora exploramos los mecanismos de transmisión del ajustes de precios después de una devaluación (traspaso tipo de cambio-precios)¹², considerando el caso de las economías parcialmente dolarizadas. Conceptualmente, se reconocen tres tipos de canales: (i) costos; (ii) expectativas; y (iii) demanda, en el sentido de la eventual presión de la demanda que puede ocasionar una expansión de la demanda agregada a través de las exportaciones netas.

El primer canal se refiere al previsible espiral inflacionario (ver esquema III.1) ocasionado por el encarecimiento de los precios de los productos importados. Inicialmente los precios de los productos importados aumentan casi de manera automática, lo cual afecta al Índice de Precios al Consumo (IPC), ya que parte de la canasta de consumo está formada por dichos productos. El mayor costo de la canasta puede conducir a un incremento de los salarios —a fin de preservar en algún grado los salarios en términos reales—. ¹³ De ajustarse los costos salariales, es de esperar un incremento de los precios, en mayor o menor medida, dependiendo de las posibilidades que tengan las empresas para mantener márgenes de ganancias constantes (*mark-up*).

12 Este efecto se conoce en la literatura como *pass-through*.

13 Durante las devaluaciones de los ochenta, en varios países latinoamericanos este mecanismo se producía de manera automática, ya que proliferaron cláusulas de indexación al tipo de cambio en los contratos laborales.

Esquema III.1 ESPIRAL INFLACIONARIA



Fuente: Elaboración propia.

En consecuencia, la velocidad del proceso inflacionario posterior a una devaluación, dependerá de factores tales como: importancia relativa de bienes importados en la economía; estructura de los mercados; expectativas inflacionarias y credibilidad de la política monetaria; funcionamiento de los mercados laborales y arreglos institucionales respecto a la fijación de salarios; y no menos importante, capacidad de coordinación de la política económica para conciliar mecanismos de precios entre los diferentes actores.¹⁴

En el caso de las economías parcialmente dolarizadas es de esperar que la mayor parte de los contratos se establezcan sobre la base del tipo de cambio; o dicho en otras palabras, estas economías tienden a mostrar un alto *pass-through* de tipo de cambio a precios.

En el caso de Cuba, varios factores influyen en diferentes sentidos en la magnitud del traspaso. Dentro de aquellos que pueden favorecer el incremento de precios se encuentran:

- El alto componente importado en la economía, particularmente, en la canasta básica. Según algunas estimaciones realizadas por Hernández (2010), a partir de las estadísticas de circulación mercantil minorista, entre el 70% y el 80% de las ventas minoristas que se realizan en pesos cubanos se efectúan con productos importados.¹⁵

14 Se refiere a las concertaciones entre Gobierno, Empresas y Sindicatos que se aplicaron en algunos países como parte de los programas antinflacionarios (heterodoxos). Ejemplo Israel y México (1988).

15 El 59% de los bienes no alimenticios que se comercializan en la red minorista en los mercados paralelos son importados. Debe considerarse, además, que los bienes producidos en el país también se elaboran, en parte, con materias primas provenientes del exterior, por lo que el componente

- Los actuales mecanismos de formación de precios en los mercados estatales se basan en un *mark-up* fijo sobre costos. En un escenario de devaluación los precios reflejarían simétricamente el diferencial cambiario.
- El mercado no regulado toma como referente el tipo de cambio para fijar precios. Asumiendo que la mayor parte de este mercado realiza sus transacciones en pesos, dicho efecto se explica por la modificación de precios relativos que enfrentan los agentes cuando concurren al mercado doméstico en CUC para satisfacer sus necesidades de consumo final o intermedio.
- Relacionado con lo anterior, se pueden producir presiones sobre la demanda, dado el abaratamiento relativo de los productos en los mercados en pesos, y así incrementos en los precios.

Por su parte, entre los que mitigarían los efectos anteriores se encuentran:

- El grado de segmentación y los controles de precios en los mercados estatales.
- La regulación del mercado laboral y, en particular, la regulación de la escala salarial en el sector estatal.
- El peso de la planificación en la política de precios y la menor presencia de mercados no regulados en el modelo económico cubano.

El esquema III.2 resume los mecanismos de transmisión de una devaluación en economías parcialmente dolarizadas.

Como puede observarse, se añade el efecto sobre el balance discutido al inicio del epígrafe. En general se concluye que el efecto sobre el nivel de actividad y los precios queda determinado por la mayor o menor fuerza del traspaso a través de los canales explicados, y por el grado de descalce en los estados de resultados y las cuentas patrimoniales del sector empresarial.

importado de estas ventas no debe ser menor que el 70%. Si se acepta que este análisis se puede extrapolar al resto de las ventas minoristas, entonces el componente importado del consumo estará entre el 70 y el 80%.

Recuadro III.3

CUBA: ESTIMACIÓN DEL *PASS-THROUGH* DE TIPO DE CAMBIO A PRECIOS

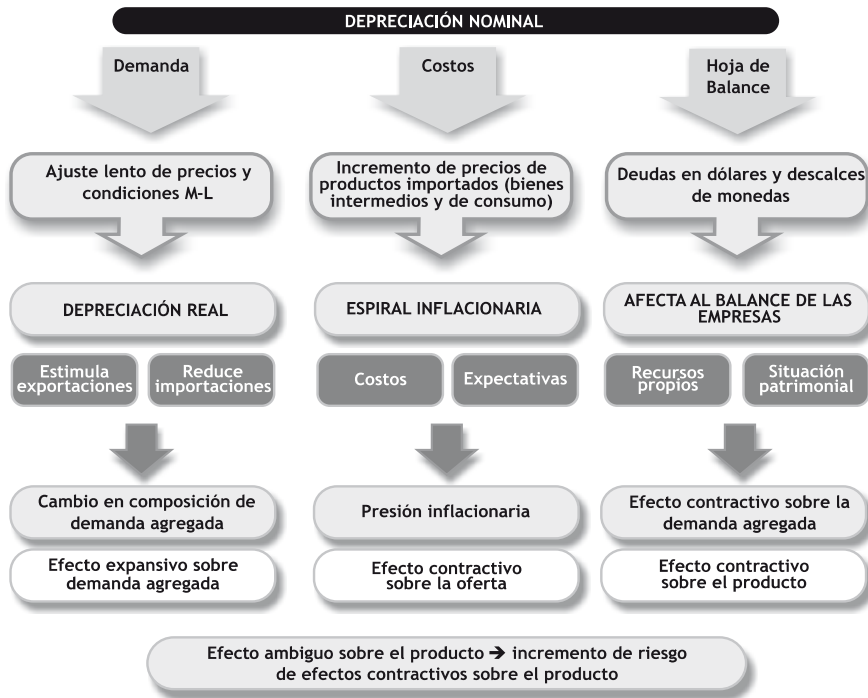
No abundan estudios en relación al traspaso de tipo de cambio-precio en la economía cubana, y la mayor parte de ellos abordan el tema en base a criterios teóricos-metodológicos. Uno de los problemas para realizar las estimaciones, ha sido la ausencia de datos para capturar movimientos de tipo de cambio, ya que por ejemplo en el caso del tipo de cambio de CADECA se mantuvo relativamente estable durante los noventa (antes de la introducción del actual sistema de tipo de cambio fijo) observándose solamente dos movimientos significativos en todo el período.

No obstante, en Hernández (2010), se realiza una aproximación al traspaso de tipo de cambio a precios del mercado informal en el período de flotación del sistema cambiario del circuito hogares (desde 1990 a 1996). Los resultados de este estudio arrojaron que la variabilidad del índice de precios del mercado informal explicada por shocks de tipo de cambio es del 29 %. De acuerdo con los resultados de la representación de las funciones impulso-respuesta, en un margen de rezagos significativos (del 4 al 12), en el período de flotación sucia del tipo de cambio, la respuesta de los precios en el mercado informal frente a shocks cambiarios fue aproximadamente de la mitad; su efecto comenzaba a darse a partir del cuarto mes después del shock y el impacto concluía al cabo del año. En los cálculos no se pudo contemplar el efecto del componente importado, que a criterio del autor, podría elevar hasta un 70% el valor del traspaso del tipo de cambio a los precios. Esto último se esboza sobre la base de una formación de precios con determinado nivel de flexibilidad.

Varios especialistas coinciden en que el traspaso en realidad es mucho mayor atendiendo a las características de la economía.

Esquema III.2

CANALES DE LA DEVALUACIÓN EN ECONOMÍAS PARCIALMENTE DOLARIZADAS



Fuente: Elaboración propia.

3. ANÁLISIS INTEGRAL DE EQUILIBRIO MACROECONÓMICO BAJO DUALIDAD MONETARIA

Los análisis anteriormente expuestos justifican la construcción de un esquema conceptual de consistencia analítica y contable, para examinar integralmente los equilibrios macroeconómicos y el consecuente perfeccionamiento de la planificación y de las políticas económicas.¹⁶ Este

16 Este instrumento no es sólo funcional a una economía donde prima la planificación. De hecho existen varios estudios internacionales donde se presentan diversas versiones para economías de mercados, aplicados a política monetaria. Ver: Fanelli (1991); Carballo, España e Ibarra (2007); Honohan (1993).

esquema, también, puede constituir un instrumento complementario en la evaluación del impacto de medidas económicas, como la corrección de subsidios implícitos asociados a la actual sobrevaluación del tipo de cambio, la eventual devaluación del tipo de cambio y sus efectos sobre las hojas de balances de los sectores, entre otras.

El marco general elaborado parte del sistema de cuentas nacionales y sus indicadores macroeconómicos, e incorpora aspectos metodológicos de las matrices de contabilidad social, en cuanto a la desagregación de los sectores.¹⁷ De hecho, los indicadores que aparecen en las fronteras del modelo son coherentes con los cuadrantes tradicionales de una matriz insumo producto, así como también con los conceptos de ahorro e inversión de la contabilidad nacional. El mismo se complementa con los balances financieros del sector empresarial y los balances macroeconómicos convencionales, como son: el balance de ingresos y gastos de la población, la balanza de pagos, el balance del presupuesto fiscal, el balance del Banco Central y del sector financiero. Este tratamiento metodológico, permite desarrollar una versión para el llamado “cuarto cuadrante” de una matriz de contabilidad social para la economía cubana, donde el interés se centra en la distribución y redistribución del ingreso entre sectores (operaciones reales), con el análisis de la posición financiera de cada uno de estos y de la economía en su conjunto.

En términos generales, este esquema enfatiza los siguientes aspectos funcionales a los objetivos analíticos antes expresados:

- i. Estructura por moneda y componente importado en los diferentes destinos o utilización del producto, y en los balances de cada uno de los agentes institucionales.
- ii. Interrelación entre cuentas de resultados por sectores institucionales y su posición financiera neta.
- iii. Uso de instrumentos de control monetario (fuente de emisión primaria) por parte del Banco Central, y de instrumentos financieros por parte de los diferentes sectores, así como su impacto en la posición financiera sectorial y de la economía nacional.

¹⁷ Si bien la desagregación presentada enfatiza en aspectos institucionales, el modelo no excluye la posibilidad de introducir otras desagregaciones de interés a los efectos de estudios específicos, como pueden ser por ejemplo aquellos asociados a distribución de ingreso.

En el anexo 3 se presenta el esquema elaborado. Como se puede observar éste se divide en cuatro cuadrantes básicos, estructurados por filas. Estos son:

- i. Oferta Global: corresponde a las fuentes y utilización, distinguiendo la producción nacional de las importaciones.
- ii. Distribución primaria del Ingreso Nacional: consumo en capital fijo (depreciación), remuneración de empleados, excedente de explotación e impuestos indirectos netos. Considerando el ingreso nacional, se incluyen además, las transferencias corrientes netas del resto del mundo.
- iii. Redistribución del Ingreso entre sectores institucionales: operaciones de naturaleza fiscal o aquellas realizadas con el sector externo. Por ejemplo: impuestos directos y subsidios (netos), donaciones, remesas, intereses, etc.
- iv. Variación de Activos y Pasivos Financieros por tipo de instrumentos: circulante, depósitos, operaciones cambiarias, crédito interno, crédito comercial, préstamos bancarios, y financiamiento de inversión directa extranjera.

Los resultados por filas de los dos primeros cuadrantes, definen el PIB y el Ingreso Nacional, mientras que el tercer cuadrante suma cero en tanto expresa las transferencias entre sectores de la economía, incluido el sector externo. O sea, las necesidades de financiamiento de un agente son cubiertas por otro agente de la economía o el resto del mundo.

A su vez, el esquema propuesto presenta una lógica por columna que captura tanto la utilización final de la oferta global (consumo de los hogares, consumo del gobierno, inversión neta, exportaciones netas) como el balance real y financiero para cada sector institucional (empresas, familias u hogares, gobierno y sector externo). En definitiva en cada columna se contraponen tanto las operaciones reales de cada agente como su financiamiento (por instrumentos), por lo que cada columna debe sumar cero. La suma de los primeros tres cuadrantes por columnas (para cada sector institucional) representa el ahorro o desahorro doméstico de cada sector. En dicha fila, el ahorro doméstico y externo (desahorro) de toda la economía se contrapone a la inversión neta, representando la típica cuenta macroeconómica Ahorro-Inversión. En el anexo 4 se desarrollan las ecuaciones de ahorro (desahorro) y los balances financieros

para cada sector institucional. De esta forma, el cuadro permite realizar interpretaciones y simulaciones de programación monetaria enfrentando los resultados de las transacciones reales (producción, inversión y consumo en el mercado de bienes y servicios, y la redistribución de ingresos asociada), con las operaciones financieras.

El esquema incorpora, también, la dimensión por monedas teniendo en cuenta su importancia en economías con dualidad monetaria. Ello permite agregar el análisis del mercado cambiario y el impacto monetario. En cada una de las columnas se reflejan los ingresos y gastos de cada sector, así como los movimientos en los activos y pasivos, en las dos monedas domésticas: CUP y CUC.

Los productos importados –intermedios o finales– se registran en CUC,¹⁸ en las columnas correspondientes a cada sector, incluyendo el componente importado del consumo del gobierno, y la importación de bienes de capital, en la columna de inversión neta. Esta distinción ofrece la posibilidad de identificar, dentro de las transacciones realizadas en esta moneda, aquellas que comprometen directamente recursos en divisas. Esto resulta útil tanto para cuantificar la actual distorsión que introduce la sobrevaluación del tipo de cambio en la estructura de costos de las empresas y el sector público (subvaloración del costo real de importación), como para evaluar el impacto que tendría sobre los balances de los sectores institucionales una eventual devaluación del tipo de cambio.

Para el sector empresarial se distinguen tres tipos de empresas compatibles con la tipología que opera en el actual contexto de dualidad monetaria y segmentación mencionados en el capítulo anterior. Un primer grupo integrado por aquellas empresas que transan completamente en CUC, cuyos ingresos se derivan fundamentalmente del sector exportador y que presentan su rentabilidad neta, aportes e impuestos en dicha moneda. Un segundo grupo, compuesto por empresas que pertenecen al sector presupuestado y sus operaciones son fundamentalmente en CUP, aunque puedan acceder, a través de los mecanismos establecidos, a importaciones. Finalmente un tercer grupo que opera en ambas monedas

18 A los fines de simplificación, dichas operaciones se registran en CUC utilizando el tipo de cambio oficial. Asumimos, para simplificar, que el tipo de cambio entre el CUC y el dólar es uno. Al tipo de cambio de CUP/CUC para la población lo denominaremos e ($24CUP/CUC$).

y, por lo tanto, tiene una contabilidad mixta. En el anexo 4 se resumen las ecuaciones de ingresos, gastos y destinos por tipo de empresa.¹⁹

En el sector hogares aparece, también, la columna en CUC para capturar los ingresos que percibe este sector por concepto de remesas, pagos de servicios en el exterior, u otros ingresos en dicha moneda, así como los gastos vinculados al consumo en las TRD y los impuestos, en esta moneda, que gravan a algunos segmentos de los hogares como por ejemplo el sector “cuenta-propia”.

Finalmente, las columnas del sector gobierno representan los ingresos y gastos del fisco, en ambas monedas. Considerando que el Estado opera en ambas monedas, se introduce un tratamiento metodológico consistente en distinguir las funciones fiscales de aquellas relacionadas con las operaciones cambiarias. Este equivale a considerar un presupuesto, donde aparezcan los ingresos y gastos de naturaleza fiscal en ambas monedas.²⁰ A tales efectos, partidas como aportes o impuestos netos (impuestos y subsidios) en CUC se contabilizan, en este ejercicio, como operaciones fiscales y forman parte de los ingresos o gastos del presupuesto del Estado en esta moneda. Además, se incluyen las donaciones y transferencias con contrapartida del resto del mundo y los pagos de intereses por deuda pública con el Banco Central (en ambas monedas).

Las filas del último cuadrante, reflejarán las transacciones financieras (cada una de ellas corresponde a un instrumento monetario) lo que al final resultará en las necesidades de financiamiento de cada sector, una vez deducidas las variaciones de activos físicos. A fin de reflejar las contrapartidas financieras, a nivel de toda la economía, se añade el sector financiero, dividido en Banco Central y sector bancario. En consecuencia, en este cuadrante la suma de las filas debe ser cero. Los signos positivos y negativos denotan variación de activos y pasivos para cada sector. Un signo positivo equivale a una fuente de financiamiento para el agente y un signo negativo una aplicación de fondos.

Antes de explicar el balance financiero para cada sector, resulta conveniente comentar los instrumentos financieros que representa cada una

19 En el epígrafe 2 se utilizó este elemento metodológico, para evaluar la vulnerabilidad financiera empresarial ante una devaluación del tipo de cambio.

20 En la práctica, las operaciones en CUC tengan o no naturaleza fiscal, se registran en la cuenta de financiamiento del Estado. El presupuesto, al igual que el resto de los sectores, registra la contrapartida de estas operaciones en CUP.

de las filas. La primera fila refiere a operaciones cambiarias entre las monedas domésticas (CUP y CUC). Estas abarcan tanto las referidas al circuito hogares, a través de CADECA y al tipo de cambio de 24 CUP/CUC, como aquellas realizadas a través de la cuenta de financiamiento estatal, por parte del sector empresarial y del presupuesto Estatal al tipo de cambio oficial de un CUP/CUC. Esta fila permite realizar, en la práctica, un ajuste de los saldos de los agentes, derivado de la recomposición del ahorro o desahorro en una u otra moneda. Así por ejemplo, si el sector familias requiere completar parte de las transacciones reales en CUC a partir de los excedentes en CUP (en efectivo o en cuentas de ahorro), utilizará el mercado cambiario. Al mismo tiempo, el resultado neto de la fila tendrá su contrapartida en el balance del Banco Central como fuente de emisión o contracción de la base monetaria en las respectivas monedas, dado el sistema de tipo de cambio fijo en ambos arreglos cambiarios.

A partir de la segunda fila, aparecen los movimientos en los activos y pasivos de los agentes, una vez contemplada la recomposición de sus saldos por monedas. La segunda y tercera fila, refleja la llamada base monetaria, es decir el circulante en manos de las familias y empresas, y las reservas bancarias del sistema financiero en el Banco Central. Como el total de estas operaciones por fila queda reflejado como un pasivo para dicha institución, éstas se anulan.

La cuarta fila refleja las cuentas corrientes y a plazos de empresas y hogares, depositadas en el sistema bancario. Éstas conjuntamente con el efectivo, reflejan los agregados monetarios M1 y M2, y M1-A y M2-A; según sean los agentes y el tipo de cuenta.

La quinta fila refleja los depósitos del fisco en el Banco Central, los que se contabilizan como activos del gobierno central y pasivos para el Banco Central. La sexta y séptima fila, reflejan el crédito interno al gobierno y al sector financiero, que a su vez son activos en el balance del Banco Central.

El resto de las filas reflejan otros movimientos en los activos y pasivos de los agentes domésticos contra el sistema financiero o el sector externo, entre otros, las cuentas por cobrar y pagar de las empresas contra el sector externo —ya que las domésticas se anulan dentro del propio sector empresarial—, la variación de reservas internacionales y de préstamos bancarios, así como las transacciones netas por inversión extranjera directa. En el anexo 4 se resumen los balances financieros para cada sector.

A nivel de la economía, la suma de las restricciones financieras de todos los agentes puede expresarse en función de cada uno de los instrumentos. Las necesidades de financiamiento de las empresas, sector bancario, hogares y sector gobierno, se compensan con la variación de la posición financiera del Banco Central y el saldo de la cuenta de capital de la balanza de pagos.

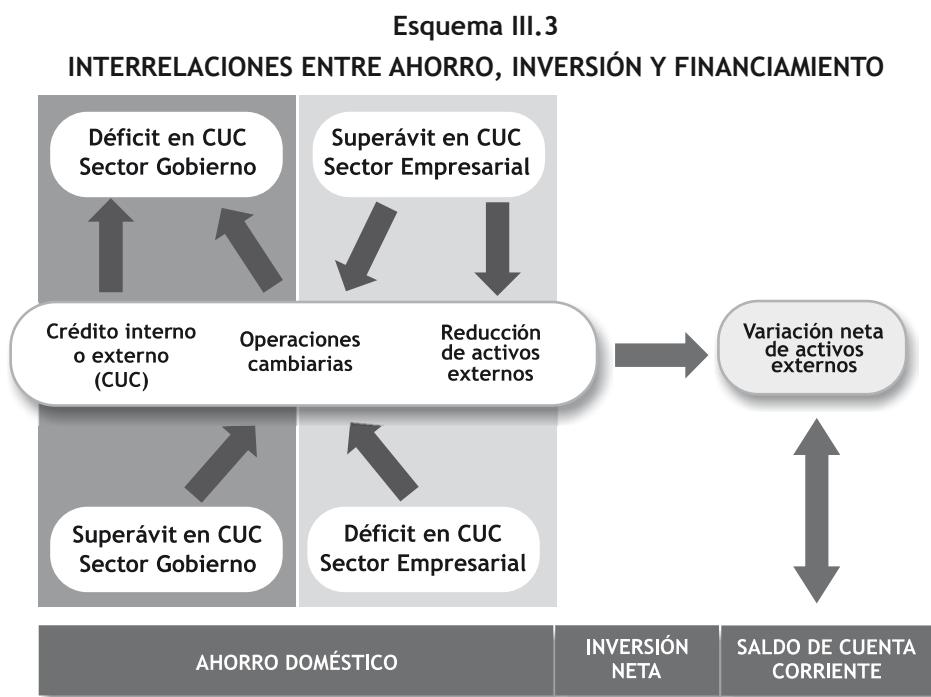
Este esquema permite el análisis de los equilibrios macroeconómicos y financieros, considerando que por columna se expresa el equilibrio entre el sector real y financiero, simultáneamente, para cada agente. Así por ejemplo, en el sector hogares, un exceso de oferta monetaria que conduzca a un exceso de demanda de bienes y servicios en CUP —derivado por ejemplo del aumento de salarios— resultará en un aumento del saldo final en dicho sector. Esto puede tener tres tipos de implicaciones (o combinaciones de ellas): (i) presiones sobre el mercado cambiario y una recomposición de la oferta monetaria a favor del CUC; (ii) un incremento del efectivo en CUP en manos de la población; y/o (iii) aumento de las cuentas de ahorro. En los dos últimos casos podrían producirse presiones inflacionarias en los mercados en pesos no regulados. En el caso de la recomposición a favor del CUC, ello podría igualmente conducir a presiones inflacionarias en dicha moneda, o a presiones sobre las reservas en dólares, o a desabastecimiento en el mercado en CUC. Por consiguiente, la necesaria correspondencia entre los flujos monetarios y la circulación minoristas en las redes estatales, en una u otra moneda, es particularmente relevante para los análisis de equilibrio monetario en el sector hogares.

En el caso de las empresas, se puede observar la distribución del ahorro una vez deducido el aporte y los impuestos de la rentabilidad, representada en el segundo cuadrante. Así por ejemplo, un desahorro en este sector se puede financiar con una disminución de activos —efectivo, depósitos o reducción de cuentas por cobrar— o con un aumento de la deuda interna o externa, ya sea en forma de crédito comercial o financiero. En este sentido, un financiamiento al sector empresarial, vía crédito externo —ya sea en cuentas por pagar a proveedores o préstamos—, incrementa la posición deudora de la economía, la que deberá servirse en el futuro a partir de la generación de ingresos en divisas por parte del sector productivo. En consecuencia, el grado de vulnerabilidad estará asociado a la importancia que tenga el sector de bienes transables

respecto al de bienes no transables. Este análisis es muy importante a los efectos estudiar los arreglos institucionales o regulaciones sobre la mayor o menor apertura de la cuenta de capital de la balanza de pagos.

Por último, es relevante el análisis derivado de la columna Resto del Mundo, en tanto se puede obtener directamente la balanza de pagos y permite, por tanto, realizar el análisis del equilibrio externo en el sector real y su financiamiento. Nótese que un saldo deficitario en cuenta corriente (ahorro de sector externo en el tercer cuadrante) tendría que ser financiado con un aumento de las cuentas por pagar, los préstamos netos, la inversión extranjera directa o con variación de las reservas internacionales.

Para toda la economía el esquema III.3 permite ilustrar las interrelaciones mencionadas, partiendo de una situación hipotética.



Nota: suponemos saldo nulo en las familias asumiendo que se compensan las cuentas en ambas monedas.

A manera de resumen, se pueden mencionar la siguiente utilidad del instrumento propuesto frente a los retos de la unificación monetaria:

- i. Es un poderoso instrumento para la planificación y la coordinación de políticas que buscan conciliar metas económicas y sociales con la estabilidad monetaria, dado que presenta información desagregada de las interrelaciones entre las operaciones reales y financieras de los diferentes sectores en ambas monedas.
- ii. Permite, a partir del tratamiento metodológico para registrar las transacciones entre los diferentes agentes económicos, el presupuesto del Estado y la cuenta de financiamiento, delimitar la naturaleza de las diferentes operaciones ofreciendo una perspectiva más realista de las cuentas fiscales y financieras.
- iii. Constituye un marco de consistencia estadística para mejorar la calidad de la información y perfeccionar el cálculo de los indicadores de las cuentas nacionales, en el contexto de una economía con dualidad monetaria. Las asimetrías que se detecten entre las diferentes fuentes de información, obligan a realizar conciliaciones y los correspondientes ajustes estadísticos.
- iv. Permite perfeccionar el cálculo de la base monetaria y del resto de los agregados monetarios, tanto desde una perspectiva metodológica como práctica, al registrar las diferentes operaciones monetarias y financieras por sectores y relacionar estas con los instrumentos monetarios y cambiarios.
- v. Permite, a partir del reordenamiento de los principales balances de la economía, identificar algunas de las actuales partidas cuasifiscales y de esta forma proponer medidas para su corrección.
- vi. Facilita determinar, con mayor precisión, la demanda de divisas de la economía a partir de la descomposición por monedas y el componente importado, dada la convertibilidad incompleta del CUC al tipo de cambio vigente. Esta distinción permite captar directamente la dependencia de la economía del sector externo. Asimismo, presenta una utilidad particular si se quiere cuantificar la distorsión que introduce la existencia de un tipo de cambio sobrevaluado en la estructura de costos de las empresas y del sector público, y en la contabilidad nacional.

4. REFLEXIONES SOBRE LA SECUENCIA DEL PROGRAMA DE UNIFICACIÓN MONETARIA

Reconociendo la situación de partida y en base a la discusión del epígrafe precedente, parece razonable pensar en un diseño de unificación que incorpore, en un primer estadio, la simultaneidad de las medidas orientadas a reactivar el aparato productivo, y así flexibilizar las presiones sobre el equilibrio interno y externo, con la corrección del sistema de precios y costos necesarios en este proceso.

La secuencia de la unificación no es irrelevante. Aún cuando las transformaciones estructurales son una premisa para la unificación –como principal vía de recuperación del poder adquisitivo de la moneda– su viabilidad está sujeta, en gran medida, también a la presencia de un adecuado sistema de precios y costos. Así nos enfrentamos a una suerte de círculo que exige un ordenamiento lógico del programa en diferentes etapas.

Sin ánimo de responder a todas las interrogantes de uno de los principales retos de la política económica en Cuba, es nuestra intención aportar elementos metodológicos y conceptuales a tomar en consideración, específicamente, en el diseño de la secuencia de un programa de unificación monetaria por etapas.

La unificación significa ir eliminando los rasgos esenciales del esquema de dualidad monetaria vigente, descrito en el capítulo anterior. Estos son:

- i. Dolarización parcial de la economía.
- ii. Base bi-monetaria.
- iii. Segmentación de mercados de bienes y servicios.
- iv. Tipos de cambios múltiples.
- v. Controles cambiarios en el circuito empresarial y unidades presupuestadas tanto desde el punto de vista del acceso a la divisa o moneda convertible, como en cuanto a montos (asignaciones centralizadas).
- vi. Marco institucional diferenciado en el ámbito fiscal y monetario acorde a la segmentación.

En este epígrafe se argumenta la necesidad de unificar las monedas domésticas y perfeccionar los marcos institucionales en etapas tempranas, e ir avanzando posteriormente hacia la eliminación de la segmentación y de los tipos de cambios múltiples. Vale sin embargo hacer dos aclaraciones. La primera está vinculada a los controles cambiarios. En el modelo económico cubano, donde la planificación prima como instrumento de asignación de recursos de la economía, deberá jugar un papel esencial el presupuesto estatal en divisas. En consecuencia, una importante proporción de las asignaciones de divisas, se administrará de manera centralizada. La diferencia respecto al caso actual, estriba en una mayor objetividad del sistema de precios para valorar las partidas fiscales. De otro lado, las lecciones derivadas de las experiencias de gestión empresarial, aconsejan —una vez que se creen los marcos regulatorios apropiados y se alcance niveles de eficiencia en la economía— descentralizar la asignación de divisa para cubrir el capital de trabajo y la inversión, dentro del sector empresarial. En este sentido la creación de un mercado cambiario regulado empresarial, permitiría establecer un sistema de precios y costos que refleje adecuadamente las condiciones de la economía en búsqueda de elevar su eficiencia.

La segunda observación refiere al grado de dolarización de la economía. Paradójicamente aún y cuando se admita la existencia de una desdolarización institucional, en el sentido de eliminar el uso de la moneda extranjera en las transacciones domésticas, esta característica es la más difícil de revertir tal y como indica la experiencia internacional (ver capítulo I). La sustitución parcial de moneda, no sólo se refiere a la función de medio de pago sino también a las funciones de unidad de cuenta (explícita o implícitamente) y reserva de valor. En el último epígrafe de este capítulo, argumentaremos que la eliminación gradual de la dolarización dependerá tanto de la persistencia de los equilibrios internos y externos, como de la eficacia en la regulación del sistema financiero.

La secuencia de medidas hacia la unificación monetaria que proponemos, se distribuye en tres etapas, las que analizaremos a continuación.

4.1 Primera Etapa: ¿Qué Hacer antes de Unificar las Monedas Domésticas?

El objetivo principal de esta etapa es la recuperación de la moneda doméstica en base a la reactivación del aparato productivo, las transformaciones institucionales y regulatorias, y la corrección de los desequilibrios monetarios.

El esquema III.4 sintetiza la situación de partida y los conflictos a resolver en el camino a la unificación. La frágil situación de las cuentas externas, unido a la magnitud actual de la oferta monetaria doméstica en condiciones de baja productividad del trabajo, explica los altos niveles de precios y el tipo de cambio (explícito o implícito²¹) de la economía en su conjunto, y su consecuente reflejo en los ingresos reales o poder adquisitivo de la moneda. Plantearse la unificación de monedas y mercados en este contexto, sin las requeridas transformaciones estructurales y reordenamiento monetario y fiscal, sería no sólo contraproducente, sino posiblemente ineficaz.

Las principales medidas que deberían adoptarse son:

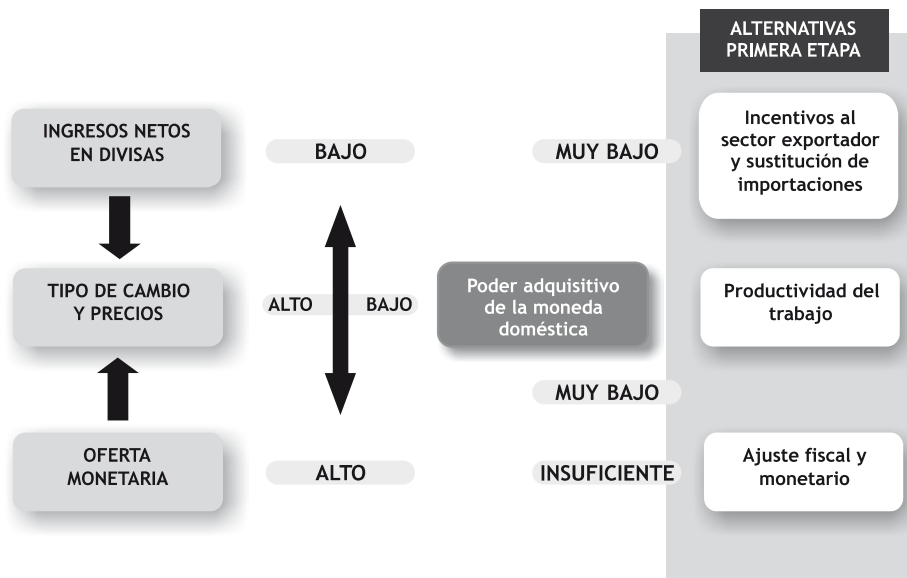
- a. ***Transformaciones estructurales, institucionales y regulatorias*** que permitan la reactivación de la producción nacional, la que debe jugar un rol protagónico en el equilibrio interno y externo. En el recuadro III.3 se presentan los elementos que consideramos indispensables desde el punto de vista estructural para acompañar cualquier intento de unificación monetaria exitosa.²² En el mismo se analizan las medidas orientadas a incentivar un salto cuantitativo en la productividad de los factores de producción,²³ así como las medidas dirigidas a resolver el dilema relacionado con el poder adquisitivo de la moneda doméstica y los patrones de distribución de ingreso, y su consecuente influencia negativa sobre la productividad del trabajo.

21 No se refiere al tipo de cambio de CADECA, sino al valor hipotético del tipo de cambio para toda la economía, en un contexto en que los agentes pudieran acudir al mercado cambiario en las actuales condiciones.

22 Es conveniente aclarar que, en su mayoría han sido enunciados por los lineamientos económicos planteados por las autoridades económicas y algunos han comenzado a ponerse en práctica desde finales del año 2010 (véase anexo 1).

23 Una discusión profunda sobre el tema de la recuperación económica y las transformaciones estructurales trasciende los objetivos de este estudio.

Esquema III.4
CUBA: CAMINO A LA UNIFICACIÓN MONETARIA
SITUACIÓN DE PARTIDA Y CONFLICTOS



Recuadro III.4

REFORMA ESTRUCTURAL: PREMISA INDISPENSABLE PARA LA UNIFICACIÓN MONETARIA

La contribución en el ámbito estructural: principal prioridad

Dentro de las acciones más inmediatas al menos deben estar:

- a. *Transformaciones en el sector agropecuario*: no sólo dirigidas a abrir mayores espacios al sector no estatal. Es importante revisar los marcos institucionales y los mecanismos de regulación de la producción y comercialización, de formación de precios; y muy especialmente, perfeccionar y ampliar los esquemas de financiamiento. Deben completarse las cadenas productivas hacia atrás –insumos y bienes de capital, servicios tecnológicos– y hacia delante –mercados mayoristas y redes de distribución y comercialización para la agroindustria alimentaria.
- b. *Articulación de cadenas productivas*, como condición necesaria para la recuperación del sector agropecuario y, en general, de la actividad productiva. La actual situación, caracterizada por la débil articulación

y la casi inexistencia de servicios personales y empresariales, ha sido un obstáculo al dinamismo productivo, afectando la eficiencia económica, elevando extraordinariamente los costos de transacción, y promoviendo la actividad informal. La creación de sólidas redes productivas tiene que extenderse también a temas de financiamiento y apoyo tecnológico.

c. Perfeccionamiento de los procesos de descentralización territorial de los presupuestos públicos: un factor clave de la recuperación deben ser las estrategias locales de desarrollo de los territorios, considerando la estructura socio-económica propia.

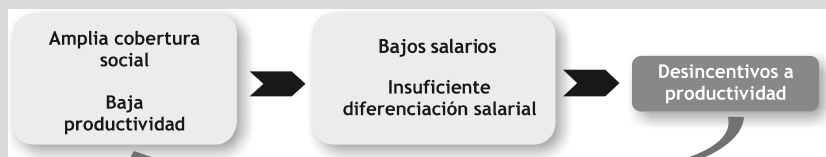
d. Perfeccionamiento del aparato institucional y del marco regulatorio en el entorno empresarial y en el sector no estatal: se debe desplazar la actividad informal hacia el sector formal de la economía, intentando eliminar definitivamente la actividad ilegal. Se debe procurar recuperar la base recaudatoria en ambas monedas, y sustentarla en un marco regulatorio funcional a este objetivo. La introducción de estos espacios (no estatales) permitirá fortalecer la recaudación, estimular la productividad del trabajo y comenzar a corregir los niveles salariales sin presiones fiscales.

e. Modificación de los mecanismos tradicionales de gestión empresarial y dirección económica, con el consiguiente redimensionamiento del aparato estatal: el proceso de redimensionamiento de las empresas públicas deberá acelerarse a fin de alcanzar mayor eficiencia, continuar eliminando los subsidios por pérdidas y liberar recursos para utilizarlos más eficientemente. Los costos de mantener indefinidamente empresas ineficientes, con rezagos tecnológicos insuperables, conspiran en contra de los equilibrios macroeconómicos y comprometen el crecimiento.

Productividad y poder adquisitivo del salario: círculo vicioso

La economía cubana parece estar atrapada en un círculo vicioso productividad-salario-inflación. La disminución significativa del salario real, además de impactar negativamente en la estructura social, conspira en contra de la productividad del trabajo y el equilibrio monetario.

CIRCULO VICIOSO ENTRE SALARIO Y PRODUCTIVIDAD



Conflicto entre incentivo salarial y productividad

Existe consenso en cuanto a la necesidad de elevar los niveles de ingresos de las familias como uno de los principales incentivos a la productividad del trabajo²; pero a su vez, preocupa el impacto del crecimiento de los salarios -no sustentado en crecimiento económico- sobre la estabilidad monetaria, lo que neutralizaría los efectos en términos reales de tales incrementos.

Un examen crítico de la situación permite identificar reservas para perfeccionar los esquemas de distribución de ingreso una vez internalizadas las restricciones impuestas por la nueva situación económica. Algunas de estas son:

- *Adecuado balance entre fondos privados y sociales* para legitimar el trabajo como principal fuente de ingreso y así estimular la productividad.
- *Reforma salarial* consistente con un principio de distribución con arreglo al trabajo, lo que implica mayor diferenciación acorde a los resultados e importancia del sector en la economía y la sociedad.
- *Rediseño de sistema de incentivos* (positivos y negativos) en los mecanismos económicos y marcos legales e institucionales, a favor de elevar la eficiencia y eficacia del rol del sector público.
- *Responsabilidad social del Estado con las metas de empleo*, lo que no significa total responsabilidad económica del sector público para garantizarlo. El Estado debe promover también el empleo en otras formas de propiedad que impriman mayor racionalidad a la dimensión del sector público.
- *Revisión de sistema de precios y tarifas públicas.*
- *Rediseño de esquemas de subsidios e impuestos*, priorizando la progresividad en la distribución del ingreso.
- *Reducción de subsidios y exceso de gratuidades*, a fin de liberar recursos y focalizarlos hacia los sectores más vulnerables. Eliminación de subsidios a productos de manera discriminada.

1 De hecho, como resultado de las medidas de inicio de los noventa, el 75% de la tierra está en poder de este sector, sin que exista una significativa respuesta productiva.

2 Los desincentivos a la productividad del trabajo pueden tener, también, impactos negativos sobre la eficiencia del gasto público en términos de crecimiento. De no existir articulación entre la demanda productiva y la formación de capital humano, habrá una ineficiente asignación de la fuerza de trabajo calificada -hacia sectores domésticos menos complejos pero mejor remunerados o incluso hacia el exterior- obstaculizando este potencial círculo virtuoso del crecimiento (Hidalgo, 2008).

b. **Política fiscal:** la política fiscal deberá centrarse en las funciones de estabilización, apoyo a la reactivación económica, y distribución del ingreso. Necesariamente habrá que redefinir metas fiscales (ver recuadro III.5) para cerrar la brecha causante de los principales desequilibrios internos y externos. Además, se deberá perfeccionar el sistema impositivo, el sistema de precios y de salarios, así como el alcance de los subsidios y de los fondos sociales de consumo.

Un énfasis especial debe ponerse en las acciones de reanimación del trabajo como fuente fundamental de ingresos de las familias, de manera de flexibilizar el conflicto entre crecimiento de salarios e inflación. En las primeras etapas, para evitar presiones inflacionarias, debería privilegiarse la diferenciación salarial con arreglo al trabajo en sectores claves de la economía (especialmente en sector exportador). Una reforma salarial de segunda generación podrá, paulatinamente, realizarse dentro de los márgenes de las metas fiscales y conforme a la reanimación. La corrección del sistema de subsidios, y el ajuste de otras partidas de gastos son potenciales fuentes de recursos fiscales para restablecer los salarios reales en la administración pública.

No menos importante es formalizar la actividad económica y así recuperar base recaudatoria —a través del perfeccionamiento del sistema de incentivos derivado de las transformaciones estructurales— institucionalizando una mayor cultura tributaria y una mejora de eficiencia de la administración. A este objetivo puede aportar la revisión de los mecanismos de precios en la red estatal minorista de comercio de bienes y servicios en CUC (proveniente del esquema de recaudación de divisa de la primera etapa de la dualidad), basado en un significativo *mark-up* sobre costos de adquisición. Los altos precios de ventas constituyen un incentivo al mercado negro de productos escasos de primera necesidad.²⁴ Sería conveniente recomponer la estructura de precios a favor de reducir paulatinamente el precio de algunos productos de primera necesidad, y al propio tiempo, diferenciar precios acorde con criterios de elasticidad-precio y calidad de productos, intentando contrarrestar ambos efectos. Aunque es generalmente aceptado el menor grado de elasticidad de los productos de

24 En Hidalgo (2008) se discute el tema, argumentando también “... se toma el riesgo de legitimar el rol de este mercado, deteriorando con ello el sistema de valores”.

primera necesidad, a los niveles actuales de precios es previsible una reacción positiva en la demanda, que no afectaría significativamente la recaudación por este concepto. De otro lado, ello sería más que compensado si efectivamente se logra desviar el mercado informal y se amplía la oferta con productos de alta elasticidad ingreso. No es despreciable tampoco el impacto positivo que tendría sobre la reanimación de parte del sector no estatal (elaboración y servicios de alimentos), en condiciones de ausencia de mercados mayoristas de insumos. Esta medida deberá ser balanceada con un sistema de impuestos más eficaz y transparente sobre las remesas.²⁵ En general, ambas acciones lograría ampliar la base imponible del consumo, con efectos redistributivos más favorables.²⁶

- c. **Entorno institucional monetario y fiscal:** como se explicó en el epígrafe 3.1, se hace necesario eliminar las posibles fuentes de cuasificalidad y sobre-emisión derivadas de la actual institucionalidad en la administración macroeconómica, separando las funciones fiscales y cambiarias de la cuenta única. A partir de una fundamentada planificación del presupuesto en divisas (expresada en CUC) deberá cumplirse la resolución 86/2010 del Banco Central evitando la monetización o crédito interno en CUC. Sería recomendable implementar una metodología para el análisis integrado del presupuesto, aún cuando no se cuente con un tipo de cambio realista para expresarlo en una única moneda. Ello significa presupuestar ingresos y gastos para el sector público (unidades presupuestadas) en cada moneda eliminando el actual mecanismo de contravalor, el cual funcionaría sólo para saldar los resultados de las cuentas fiscales (caso de existir un déficit presupuestario en CUC). En este caso el mecanismo exigiría un superávit en CUP para financiarlo a través de la cuenta única (vista en su función cambiaria). Efectivamente, la intervención cambiaria por esta vía podría presionar más o menos las reservas internacionales en la medida en que los gastos en CUC comprometan divisas; pero impide la monetización en una u otra monedas a través de crédito interno. Finalmente es imprescindible eliminar el contravalor de los llamados aportes dentro del sector empresarial, ajustando las actuales transacciones cambiarias empresariales a las

25 Ver una discusión mayor de estas medidas en Hidalgo (2008).

26 El actual mecanismo de recaudación es más regresivo en términos de distribución del ingreso.

magnitudes correspondientes a la demanda de una u otra moneda, para cubrir necesidades productivas.

- d. **Política monetaria y crediticia:** dentro de la política monetaria, es fundamental la creación del mercado interbancario de moneda doméstica, con el fin de elevar la eficacia de los instrumentos convencionales de control monetario y al mismo tiempo contar con una estructura de tasas de interés que exprese mejor las necesidades de liquidez en el mercado monetario.²⁷ Además, ello permitiría, en general, una mejor administración de la liquidez y, en particular, ordenar de manera más eficiente las actuales transacciones vinculadas a la deuda pública entre el sistema bancario y el Gobierno.

De particular importancia es la introducción del crédito bancario para apoyar la actividad productiva en el sector privado y cooperativo, en el nuevo entorno, así como lograr completar los mercados de bienes intermedios y de capital, dirigidos a estos sectores.²⁸

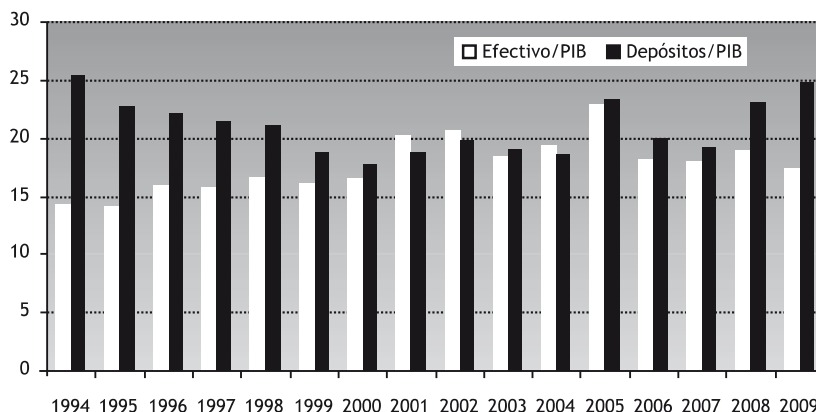
Sin embargo, habrá que prestar atención al impacto de ambas medidas sobre la estabilidad monetaria (precios domésticos y tipo de cambio) teniendo en cuenta la magnitud de circulante inmovilizado en los depósitos a la vista de las familias. Actualmente, estos activos no han significado un desequilibrio monetario de flujos, ya que las cuentas de ahorro dentro del sector bancario se han mantenido relativamente estables. De hecho, la inmovilización forzosa de estos activos financieros actuó como mecanismo de ajuste del mercado de dinero (Hidalgo, Tabares y Vidal, 2000), a inicios de los noventa. Posteriormente las restricciones de ventas de bienes de capital o bienes de alta elasticidad ingreso, reforzaron la tendencia mencionada.

En el gráfico III.1 puede notarse que las cuentas de ahorro representan una proporción mayor con relación al PIB, que la correspondiente al efectivo en manos de las familias. No puede descartarse que esta situación esté expresando algún grado de desequilibrio del stock, originado en períodos anteriores, y sólo resuelto parcialmente a lo largo de las últimas décadas.

27 En los recientes lineamientos del PCC sobre la actualización del modelo económico, se propone la creación del mercado interbancario como parte de las modificaciones a la política monetaria en el futuro.

28 Recientemente hubo un anuncio público por parte del Gobierno en relación a la importación de bienes de este tipo para apoyar el mercado no estatal (Periódico Granma, 26 de Noviembre 2010).

Gráfico III.1
AGREGADOS MONETARIOS (CUP) DE LOS HOGARES
(en porcentaje)



Fuente: ONE: Anuario Estadístico de Cuba (varios años).

Además de los potenciales efectos desestabilizadores sobre el tipo de cambio y los precios, la presencia de estos volúmenes de stock en una economía donde los mercados financieros y de créditos han sido muy reducidos, involucra también una serie de riesgos adicionales para la política monetaria y crediticia (ver Pérez-Soto, Hernández e Hidalgo, 2003). Vale mencionar dentro de estos:

- Obliga a los bancos a mantener niveles de reservas excedentarias por encima de lo deseado con lo cual, se reduce la efectividad de los instrumentos de control monetario —especialmente el encaje— al tiempo que se puede afectar la rentabilidad del sistema financiero.²⁹
- Debilita el rol del sistema financiero en la intermediación de recursos y la capacidad para imponer disciplina financiera.
- Incentiva malas prácticas de asignación del crédito y financiamiento indirecto de partidas fiscales.
- Puede generar incentivos a la especulación y así atentar contra los avances logrados en términos de estabilización.

²⁹ Un paliativo a este problema ha sido la venta de deuda pública acumulada al sistema financiero.

De existir efectivamente las previsible tensiones sobre la estabilidad, el Banco Central podría diseñar una cartera combinando instrumentos de deuda, fondos de inversión, certificados de depósitos, e impuestos para transacciones de capital. Esta alternativa evita traspasar a todo el sector familia los costos del ajuste monetario (vía o precios o tipo de cambio), minimizando efectos regresivos sobre la distribución de ingresos, y en cambio, actuando directamente sobre el segmento que concentra las cuentas de ahorro.³⁰ Otra ventaja sería la mayor flexibilidad que esta medida ofrece para el ajuste fiscal.

Similar análisis exigen las cuentas en CUP del sector empresarial, evaluando la presencia o no de un desequilibrio de stock ocasionado en los orígenes de la dualidad monetaria y la posterior introducción del contravalor. En este caso, podrían diseñarse instrumentos financieros aprovechando también el mercado interbancario.

Estos estudios constituyen un requisito para la unificación monetaria, así como para la expansión del crédito hacia el sector privado y cooperativo. De lo contrario, se alimentarían además los desequilibrios a través de la mayor oferta monetaria, pues comenzaría a operar el multiplicador.

- e. **Política cambiaria:** se mantiene la base bi-monetaria así como la segmentación entre el circuito de población y empresas, y los tipos de cambios múltiples. Se propone la introducción de un régimen intermedio de bandas cambiarias en el circuito de las familias, a fin de observar el valor del tipo de cambio ante las nuevas condiciones de mayor apertura al sector privado y cooperativo, y de desregulación. La mayor flexibilidad del tipo de cambio, coloca al Banco Central en una posición más cómoda para administrar la liquidez y las reservas asociadas a este circuito.

En este nuevo escenario, varios factores podrían actuar de manera contrapuesta sobre las condiciones de estabilidad en el mercado cambiario de las familias. Dentro de los que apuntarían a una apreciación, sin duda, está la recuperación de la productividad del trabajo, resultado de las transformaciones estructurales y la mayor oferta

30 Ver Hidalgo, Tabares y Vidal (2000).

de bienes y servicios en moneda doméstica, así también un shock positivo sobre los flujos de remesas. Dentro de aquellos que pueden actuar en sentido contrario está la movilización de las cuentas a plazos de las familias, a través de la apertura de mercados de insumos y de capital, o la expansión del crédito al sector no estatal.

Con el propósito de explicar el potencial riesgo desestabilizador, supongamos que el Estado introduce un mercado en CUP de bienes duraderos o de capital, utilizando, para fijar el precio, el tipo de cambio de CADECA. A fin de recuperar la inversión en divisas, el Estado tendrá que comprar los dólares, en principio en el mercado cambiario de CADECA a través del actual mecanismo con el MINCIN. Esto sería equivalente a suponer que las ventas fueran directamente en CUC, ya que en este caso las familias cambiarían los depósitos en moneda doméstica por CUC en el mercado de CADECA.³¹ El riesgo estriba en la presión sobre el tipo de cambio de CADECA, a través de la mayor demanda de CUC, dado el incremento de la disponibilidad de CUP, financiada a cuenta de una reducción de las cuentas de ahorro. De producirse efectivamente este fenómeno, el Banco Central podría defenderse a través de las bandas cambiarias pero en cierta medida ello sería traspasar este costo a dicha entidad. Parece más aconsejable evitar esto a través de las medidas financieras previamente explicadas. Obviamente, la pertinencia o no de su introducción dependerá de la evaluación de las autoridades monetarias, atendiendo a las condiciones de estabilidad.

En cuanto al circuito de las empresas, se propone introducir un mercado cambiario de flotación regulada muy incipiente entre el CUC y la divisa, con controles y para un reducido número de empresas y operaciones. Podrían seleccionarse las empresas con mayor volumen de transacciones en CUC y aquellas generadoras de divisas o de sustitución de importaciones, previa evaluación de la situación financiera de las mismas.

En la práctica, el mecanismo propuesto equivale al actual (distribución centralizada de la divisa), sólo que sobre la base de un tipo de cambio ajustado. Es decir, se mantienen los principios de asignación

31 Suponer que el Estado use el tipo de cambio oficial no es realista pues implicaría un subsidio innecesario al sector familia.

de la divisa y los controles, así como la segmentación entre mercados cambiarios. Sin embargo, tendría los siguientes potenciales beneficios:

- Contar con otro referente de tipo de cambio en la economía —además de CADECA— a fin de aproximarse a un valor de equilibrio para la economía y, al mismo tiempo, evaluar de manera más realista el impacto de la unificación monetaria. Los efectos de esta primera corrección pueden modelarse a través de los canales explicados en el epígrafe anterior.
- Permitir gradualidad en los ajustes de precios y costos en el sector empresarial, evitando efectos excesivos sobre la rentabilidad empresarial.
- Registrar de forma más realista los balances empresariales.
- Incentivar tempranamente al sector exportador y estimular la eficiencia en el sector de bienes transables de la economía. La mayor rentabilidad reconocida en el sector exportador debe ser distribuida adecuadamente entre la empresa y los trabajadores, a fin de crear un sistema de incentivos positivos.
- Contribuir a una cultura en el sector financiero y empresarial en relación al mercado cambiario.

Sin embargo, ante la ausencia de un referente de tipo de cambio de equilibrio —unido a los desequilibrios que aún persisten— la unificación de mercados cambiarios podría ocasionar sobre-reacciones del tipo de cambio.

Al término de la primera etapa, sería prudente evaluar el universo contable —empresarial y público— al tipo de cambio de referencia del mercado cambiario empresarial, y realizar un diagnóstico preliminar de las finanzas y el sistema de transferencias (impuestos y subsidios) previo a la unificación monetaria, así como perfeccionar, sobre esta base, los esquemas de subsidios al sector productivo.³²

¿Cuándo transitar a la segunda etapa? Sería prudente apoyarse en el cumplimiento de metas previamente definidas, sobre un conjunto de indicadores relevantes:

32 Existe la voluntad política por parte de las autoridades económicas de apoyar en base a respuestas productivas y de manera decreciente en el tiempo.

- Meta fiscal en base a objetivos plurianuales (ver recuadro III.5).
- Meta sobre tasa de crecimiento del nivel de actividad económica y exportaciones.
- Meta sobre déficit cuenta corriente de balanza de pagos en base a un objetivo de largo plazo.
- Meta baja y estable de inflación total (índice de precios al consumidor compuesto³³).
- Estabilidad de indicador de (Base bi-monetaria)/RIN.

Recuadro III.5

CUBA: REFLEXIONES SOBRE METAS FISCALES

Una de las tendencias en las políticas macroeconómica ha sido la generalización de reglas a fin de otorgarle a éstas credibilidad, mediante el escrutinio público al que se someten. Así por ejemplo, se definen metas de inflación y también metas sobre las cuentas fiscales y externas.

Aunque las metas fiscales, inicialmente estuvieron orientadas a objetivos de estabilización, más recientemente hay consenso respecto a la necesidad de establecer ciertos márgenes de flexibilidad, consistente con la función anti-cíclica de la política fiscal. De aquí la importancia de distinguir el componente cíclico del déficit, respecto al estructural. Generalmente, las metas se orientan sobre este último, impidiendo un patrón pro-cíclico de la política fiscal.

Otro punto relevante del debate —especialmente en la década de los noventa— ha sido la necesidad de reflejar en los presupuestos todas las partidas de naturaleza fiscal. En otras palabras, eliminar la cuasificalidad, con la intención de reflejar objetivamente la posición fiscal y así definir metas realistas.

La sustentabilidad de los déficits, es también otro elemento clave a la hora de fijar metas. Aunque convencionalmente se aceptan, por los países, ciertas reglas teóricas (modelo de Blanchard) y empíricas generales (+/- 3% del PIB); estas deben responder a las condiciones de cada economía y particularmente al grado de acceso y estabilidad, a las fuentes de financiamientos externas (Martner y Trombern, 2004). Finalmente, existe una amplia discusión en torno a la temporalidad de las metas (carácter anual o plurianual), bajo los tradicionales criterios de credibilidad versus flexibilidad.

En Cuba, el énfasis de las autoridades económicas en relación a la disciplina fiscal se ha materializado en metas fiscales sobre el déficit, la cual se somete a la aprobación de la Asamblea Nacional. Además de su importancia en términos de

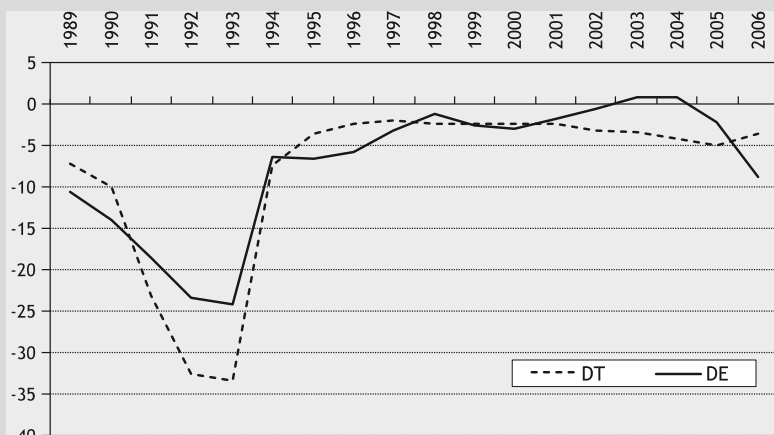
33 Índice de inflación, ponderando inflación en CUP, CUC y tipo de cambio de CADECA.

disciplina fiscal, tal y como se argumenta en este epígrafe, ellas son relevantes para orientar la secuencia de un proceso de unificación monetaria. Por lo tanto, se impone reflexionar en torno a estos criterios.

Aunque la meta debe ser lo suficientemente estricta para evitar la discrecionalidad; es necesario, también, que sea lo suficientemente objetiva y alcanzable en el plazo de planeación, a fin de fortalecer su credibilidad. Por ello, tal vez convenga combinar metas anuales con objetivos de mediano plazo. De otro lado, debería valorarse la conveniencia de internalizar la capacidad de maniobra de la autoridad fiscal para jugar un rol anti-cíclico y así evaluar la posibilidad de fijar metas sobre el déficit estructural más que sobre el déficit total. Al igual que en todos los países, la economía cubana se enfrenta a factores coyunturales que influyen en sus resultados fiscales (positiva o negativamente), y deben tomarse en cuenta a la hora de definir metas. En este sentido, una referencia útil se encuentra en Cribeiro (2008), donde se estima el déficit estructural en el período 1989-06².

En el gráfico se confirma que el componente cíclico explica una parte significativa del déficit en el período; aunque no tergiversa la tendencia definida por la política fiscal.

CUBA: EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT TOTAL Y ESTRUCTURAL



Fuente: Cribeiro (2008).

Sin embargo, es indiscutible que el mayor desafío a enfrentar por la política fiscal en Cuba en los próximos años, es la eliminación de las actuales fuentes de cuasifiscalidad, muchas de las cuales causadas por el actual esquema de dualidad, como se ha discutido ampliamente en este capítulo.

- 1 No existen estudios sobre mecanismos de transmisión de la política fiscal en Cuba, por lo que este recuadro tiene el propósito, también, de motivar futuras líneas de investigación.
- 2 Según metodología de Martner (1999).

Lograr las metas anteriores es equivalente a reconocer la corrección de los desequilibrios como condición de la unificación. Al término de esta etapa es de esperar una recuperación del poder adquisitivo, a través de la estabilidad monetaria y particularmente de la apreciación explícita o implícita del tipo de cambio de la economía. No obstante, conviene insistir en que la apreciación del CUP tiene que responder a las condiciones de la economía y no a decisiones arbitrarias, de lo contrario, se toma el riesgo de insostenibilidad, ajustes sucesivos y, en consecuencia, pérdida de credibilidad en el programa.

4.2 Segunda Etapa: ¿Cómo Unificar las Monedas Domésticas?

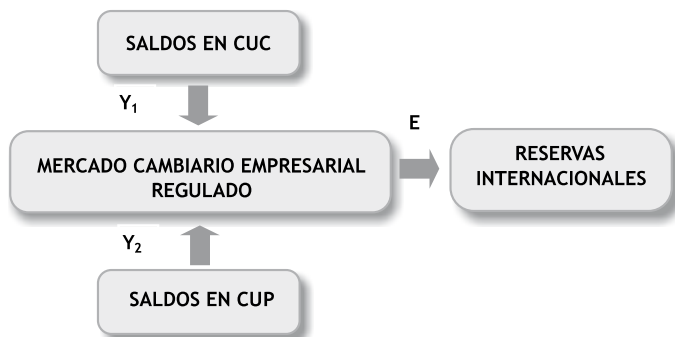
El objetivo es eliminar la dualidad monetaria en los agregados monetarios domésticos —tanto en el circuito de las familias como de las empresas—, continuar las transformaciones estructurales para consolidar la reactivación económica y la recuperación del valor de la moneda doméstica, e incorporar instrumentos monetarios para crear condiciones favorables a la unificación de los mercados cambiarios y eliminación de tipos de cambios múltiples. En esta etapa se reduce la diferencia entre tipos de cambios múltiples.

¿Qué moneda doméstica escoger para la unificación? Aunque cualquier definición requiere información en relación al comportamiento de los indicadores relativos a los agregados monetarios, en principio, podría ser cualquiera de las dos monedas. Sin embargo, una u otra opción llevaría a diseños diferentes de política, que tendrán que incorporarse desde la primera etapa. A favor del CUP podría argumentarse que, al ser la moneda más antigua, está más arraigada en los patrones de cultura económica de los hogares y empresas. Pero también como veremos adelante, una unificación, donde previamente conviven varias expresiones monetarias, generalmente origina nuevos agregados, independientemente de la denominación adoptada.

Las principales medidas que se plantean son:

- a. ***Unificación de las monedas domésticas en toda la economía:*** una vez elegida la moneda doméstica —en este caso el CUP— se deberían conformar los nuevos agregados monetarios, en base al análisis y comportamiento de los mismos en la primera etapa, tal como se presenta en el esquema III.5.

Esquema III.5
ESQUEMA DE UNIFICACIÓN MONETARIA



Fuente: Elaboración propia.

Respecto a los agregados monetarios en el circuito de las familias (conocidos como M-A), se propone convertir los saldos en CUC a CUP al tipo de cambio de CADECA, o sea, al menor valor que se espera al término de la primera etapa. Con posterioridad a la revisión de los precios minoristas y a la reforma salarial, las ventas en CUC se contabilizarían al mismo tipo de cambio. Igual procedimiento se aplicaría a las cuentas de ahorro de las familias, previo análisis de las condiciones de equilibrio del mercado monetario y cambiario. En cuanto a los agregados monetarios en el circuito del sector público y empresarial, considerando el grado de convertibilidad del CUC y la actual situación de las finanzas externas, se propone aplicar un coeficiente de conversión (γ_1) entre esta moneda y la divisa, lo que resulta equivalente a admitir una devaluación. Posteriormente, se recompraría la base monetaria al tipo de cambio de referencia.

El tipo de cambio de referencia podría calcularse como un promedio ponderado entre aquel aplicado al incipiente mercado empresarial y el de CADECA, y complementarse con el análisis de:³⁴

- Los coeficientes de demanda de divisas promedios por ramas de actividad.
- La relación de precios domésticos y externos de las principales empresas del sector de bienes transables.

34 Sería conveniente realizar este análisis desde la primera etapa.

- El valor del tipo de cambio que garantiza rentabilidad cero de las principales empresas.
- Encuestas de intención al sector empresarial para indagar sobre posibles precios a los que estarían dispuestos a pagar la divisa.

Por otra parte, si los stocks inmovilizados en CUP se consideran sobredimensionados en relación a las condiciones de estabilidad de la economía, convendría, análogamente, deflactarlos por un coeficiente de conversión γ_2 .

En la práctica la aplicación de los coeficientes de conversión —aún cuando no se modifique formalmente la denominación de CUP— equivale a la introducción de una nueva moneda doméstica, como han hecho muchos países.³⁵

Los valores de los coeficientes y el tipo de cambio, deben ser consistentes con las siguientes relaciones de sostenibilidad macroeconómica:

$$\frac{(MA_{CUC} \times ECADECA + MA_{CUP}) + (y_1 \times Me_{CUC} \times Ee) + (M_{CUP} \times \gamma_2)}{E} \times \frac{1}{RIN} = k \leq 1$$

$$\frac{Mn}{RIN} < Ee < ECADECA$$

donde

MA = agregados monetarios en el circuito de las familias

Me = agregados monetarios en el circuito de las empresas

ECADECA = tipo de cambio en el mercado de CADECA

Mn = nuevo agregado monetario

Ee = tipo de cambio empresarial

E = tipo de cambio de la economía

RIN = Reservas internacionales

A fin de facilitar la comprensión de esta propuesta, suponemos los siguientes datos sobre agregados monetarios y tipos de cambio.

35 En rigor podría valorarse la denominación de “nuevos pesos cubanos” (NCUP).

$MA_{CUP} = 25.000$	$Me_{CUP} = 40.000$	$ECADECA = 20$	$\gamma_1 = 0,8$
$MA_{CUC} = 10.000$	$Me_{CUC} = 15.000$	$Ee = 10$	$\gamma_2 = 0,9$

Unificación y determinación del nuevo agregado monetario (Mn)

$$Mn = (MA_{CUC} \times ECADECA + MA_{CUP}) + (\gamma_1 \times Me_{CUC} \times Ee) + (Me_{CUP} \times \gamma_2)$$

$$Mn = (10.000 \times 20 + 25.000) + (0,8 \times 15.000 \times 10) + (40.000 \times 0,9)$$

$$Mn = 225.000 + 120.000 + 36.000 = 381.000$$

b. Mecanismo de asignación de divisa y mercado cambiario: como se dijo inicialmente, la planificación del presupuesto del Estado en divisas debe continuar siendo el mecanismo más importante de asignación. Sin embargo, su registro contable en un contexto de unificación monetaria debe realizarse a los tipos de cambio vigentes. Especialmente relevante es el diseño de la política tributaria empresarial y de otras políticas no tributarias que rijan las relaciones entre las empresas públicas y el presupuesto estatal, así como definir el grado de descentralización de la asignación de divisas en el circuito empresarial.

Institucionalizar un mercado cambiario empresarial más amplio, supone constituir el mercado interbancario en divisas, al que concurrirían diariamente los bancos más importantes (no las empresas) para canalizar la demanda de las empresas (clientes). El tipo de cambio interbancario flotaría en bandas y su valor correspondería al precio mayorista. A partir del precio mayorista se imputaría un estrecho margen para formar el precio minorista de la divisa para el sector empresarial.

El acceso de las empresas a este mercado continuaría siendo regulado y consistente con las reglas de descentralización establecidas. En principio, deberían concurrir las empresas exportadoras a ofertar divisas y comprar pesos para cubrir sus costos. El acceso a la divisa para importaciones, nuevamente supone un análisis de la situación de solvencia y liquidez en el sector empresarial, para evitar las posibles distorsiones sobre el tipo de cambio, provenientes de exceso de liquidez o de cadena de impagos en el sector empresarial.

Con la introducción del mercado interbancario de divisas y el mercado empresarial, se daría continuidad al proceso de corrección de distorsiones

en el sistema de precios y costos, consolidando la disciplina financiera y fiscal. Además, se fortalecería la función de intermediación del sector bancario en el proceso de asignación y control de la divisa.

De la experiencia internacional y propia, hemos aprendido los inconvenientes de tipos de cambios diferenciados, por lo que este esquema tendría un carácter transitorio en plazos acordado. No obstante la ventaja del gradualismo, hay que ser consciente que entraña varios riesgos. Entre ellos:

- La posibilidad de que opere un arbitraje desestabilizador y que el costo de la regulación para impedirlo, sea excesivo. Dos precios diferentes para la divisa, genera el incentivo de especulación, comprando barato en un mercado e intentando desviar la venta hacia aquel que reconoce mayor precio.
- Distorsión de precios relativos y en consecuencias señales incorrectas para asignar recursos.

Conviene detenerse en este último aspecto. De valorarse los ingresos del sector exportador al tipo de cambio empresarial (más bajo) y la producción nacional de bienes finales, destinados al mercado interno, al tipo de cambio de CADECA, se generaría un incentivo anti-exportador. Las empresas se beneficiarían adquiriendo insumos importados al tipo de cambio más barato en el mercado cambiario (empresarial), y vendiendo su producción en el que reconoce el tipo de cambio más alto (mercado interno). Mientras permaneciera este diferencial entre ambos tipo de cambio, sería necesario introducir en el mecanismo de formación de precios, una distinción entre el precio de empresa (independientemente del destino) y el precio de venta final;³⁶ transfiriendo el diferencial cambiario al Banco Central. Esto a su vez compensaría el diferencial entre la venta de CUP a la población por parte de CADECA y la venta de dólares al sector importador de bienes finales.

De otro lado, el ajuste del tipo de cambio trae aparejado impactos redistributivos sobre el sector empresarial, que tendrán que acompañarse de acciones compensatorias, ponderadas por criterios de planificación, políticos y sociales. Las empresas con pérdidas podrán o no ser

³⁶ Es decir, las empresas estarían en igualdad de condiciones frente a la exportación o al mercado interno.

subsidiadas por el presupuesto del Estado,³⁷ pero los subsidios deben reflejarse en forma transparente en las finanzas públicas. Otra posibilidad es subsidiar con crédito blando, a través del sistema bancario, en cuyo caso debería registrarse el diferencial de tasas en el presupuesto del Estado, y crear una partida de “pasivo contingente” la que se iría reduciendo en el tiempo, en la medida en que se amortice el crédito.

4.3 Tercera Etapa: ¿Y después de la Unificación Monetaria?

Los objetivos de esta tercera etapa consisten en la implementación de un nuevo esquema monetario que considere: (i) elección de monedas de referencia internacional; (ii) definición del régimen cambiario; (iii) mecanismos de asignación de divisas; y (iv) marcos regulatorios y legales.

El primer paso sería efectuar un proceso de convergencia entre ambos mercados cambiarios hasta su completa unificación, apoyado por instrumentos monetarios y fiscales. En la medida en que se amplíe el acceso y se establezca el tipo de cambio, en cada mercado, el Banco Central, mediante el arbitraje, podría ir igualando los tipos de cambio de ambos mercados.

En esta etapa también deberían consolidarse los arreglos institucionales y las reglas de política, funcionales a la estabilidad monetaria de más largo plazo. De particular interés es la definición de las fronteras en los mecanismos de asignación de divisa. El ejercicio de planificación debe ser cada más riguroso —garantizando las inversiones estratégicas y gastos esenciales— basado en los precios de la economía. El presupuesto del Estado en ambas monedas, se unificaría contablemente a través del tipo de cambio de la economía. El gobierno compensaría los saldos en ambas monedas a través de operaciones cambiarias.

Definir cuál debería ser la moneda extranjera de referencia para el tipo de cambio, es otro aspecto relevante del esquema monetario. En el caso de Cuba, incluir además del dólar, por ejemplo el euro, ofrecería potenciales ventajas para las relaciones comerciales y financieras con Europa, y reduciría la vulnerabilidad asociada al bloqueo económico

37 En los lineamientos de política económica del PCC, se reconoce la posibilidad de liquidación de empresas que no “...muestren sostenidamente en sus balances financieros pérdidas, capital de trabajo insuficiente, que no puedan honrar con sus activos las obligaciones ...”

impuesto por Estados Unidos por más de 50 años. No puede ignorarse el tradicional rol del dólar como moneda de referencia en la economía cubana, ni tampoco las crecientes relaciones económicas previsible con el área latinoamericana. Sin embargo, las transacciones comerciales y financieras con la zona euro han mostrado un crecimiento acelerado en los últimos años. Parece bastante factible la viabilidad de una canasta que combine monedas, dependiendo del escenario de las relaciones económicas de Cuba en el futuro, y del grado de vulnerabilidad que implica para Cuba optar por una única moneda, y que esta sea el dólar.³⁸ La evidencia internacional exhibe varias experiencias exitosas de países que optaron por canastas de monedas para reducir vulnerabilidad.

¿Cuál sería el régimen cambiario más apropiado para Cuba?, es otra pregunta crucial. Como se explicó en el primer capítulo, los regímenes cambiarios de las economías en desarrollo, se han movido de posiciones extremas —posterior a las crisis financieras de los noventa— hacia esquemas más flexibles sustentados en sólidos arreglos institucionales. En particular, se han popularizado con resultados favorables en materia de estabilización, los esquemas de *Inflation Targeting*. No obstante, hay consenso en relación a que los bancos centrales no pueden desentenderse de la trayectoria de una de las variables más importante de una economía, como es el tipo de cambio, especialmente cuando se trata de economías abiertas y con cierto grado de dolarización.

La presencia del fenómeno de dolarización parcial en las economías, inclina la balanza a favor de regímenes cambiarios con menor flotación, como se deduce de los temas discutidos a lo largo de este trabajo. A continuación recordamos algunos de los más notorios para el caso cubano:

- i. La mayor inestabilidad de la demanda de dinero —causada por este fenómeno— en principio supone una mayor inestabilidad del producto y el tipo de cambio bajo flexibilidad cambiaria.³⁹ La consecuente inestabilidad del tipo de cambio tiende a incentivar los contratos y transacciones en dólares en los mercados internos, actuando en contra de los esfuerzos de revertir la dolarización. Además, se debilitan los vínculos entre agregados

38 En Hernández (2010) se fundamenta una propuesta de esta índole.

39 Esto es fácilmente demostrable utilizando el modelo de Mundell Flemig para una economía abierta, o el modelo de Poole.

monetarios y la inflación, haciendo más difícil la conducción de la política monetaria.

- ii. El elevado *pass-through* de tipo de cambio a precios que habitualmente se observa en estas economías.
- iii. Los potenciales efectos destructivos de las devaluaciones en presencia de pasivos dolarizados en los balances empresariales y del Gobierno, lo que aumenta la vulnerabilidad ante shock negativo sobre el tipo de cambio.
- iv. Una importante proporción del valor real de los activos y pasivos financieros, cuando se observa un alto grado de dolarización, se aísla de las variaciones del tipo de cambio, con lo cual se elimina otro canal predecible de la devaluación.⁴⁰

Una modalidad de régimen cambiario flexible basado en metas de inflación, tampoco sería adecuado debido a que el modelo económico cubano: (i) no es compatible con el desarrollo de los mercados financieros que requiere este esquema; (ii) contempla un fuerte vínculo entre objetivos monetarios y fiscales, como parte de la programación monetaria ; y (iii) los instrumentos convencionales de control monetario tienen un alcance más limitado, considerando el protagonismo de la planificación en la asignación de recursos en la economía.

Tampoco se justificaría una propuesta de tipo de cambio fijo, dado el grado de apertura de la economía cubana y el alto grado de vulnerabilidad a shocks reales y financieros externos. En estas circunstancias se reducen los grados de libertad de la autoridad monetaria. Entonces, tal vez lo más conveniente sería un régimen de bandas cambiarias (relativamente estrechas), el cual, además de lo discutido, tendría las siguientes ventajas:

- i. Efecto auto-estabilizador sobre el tipo de cambio de las bandas cambiarias.
- ii. Coherencia con el modelo de planificación, al ofrecer más estabilidad del tipo de cambio.
- iii. Fortalece la credibilidad si se combina con arreglos institucionales y marcos legales adecuados.

40 Hay varias referencias teóricas sobre este tema. Ver Pérez-Soto, Hernández e Hidalgo (2003) para un ejemplo del caso cubano.

- iv. Ofrece cierta flexibilidad en la asignación de recursos vía precios.
- v. Mayor transparencia para orientar al Banco Central en cuanto a potenciales desequilibrios, pues éstos se reflejarían de inmediato en el tipo de cambio.

Vale la pena sintetizar los rasgos esenciales de la propuesta de esquema monetario formulada para la economía cubana:

- i. Rol protagónico de la planificación como mecanismo de distribución de la divisa en el sector público.
- ii. Definición del grado de descentralización de la asignación de divisas a través de firmes marcos legales y regulatorios.
- iii. Unificación monetaria: una sola moneda doméstica y un único tipo de cambio en la economía.
- iv. Unicidad fiscal.
- v. Sólidos arreglos institucionales a favor de disciplina fiscal y monetaria. Reducción significativa de la dominación fiscal.
- vi. Régimen de bandas cambiarias con controles más laxos respecto al esquema actual y enfatizando en las transacciones de capital.
- vii. Mayor rol de los mercados monetarios y crediticios.
- viii. Fuerte regulación y supervisión del sistema financiero.

¿Vencimos la dolarización parcial de la economía? El éxito del programa hacia la unificación monetaria es el paso más trascendental para consolidar la moneda doméstica. Pero como mencionamos al inicio, mirando la experiencia internacional es probable que aún perdure la sustitución de moneda en su función de reserva de valor. Esta experiencia internacional también ofrece algunas pautas útiles, aún cuando otras la distancie del modelo cubano. Particularmente interesantes, a los efectos de una agenda futura, es, de un lado, el fortalecimiento de la regulación orientada a la desdolarización en la red de seguridad del sistema bancario (como por ejemplo, fondos de garantías que favorezcan depósitos en moneda doméstica, encajes más altos en dólares, entre otras), y de otro, la “pesificación” de los mercados crediticios (Licandro y Licandro, 2010). Sin embargo, indiscutiblemente, la condición necesaria está en afianzar la estabilidad de largo plazo de la moneda doméstica, sobre sus dos pivotes más importantes: la disciplina financiera y fiscal.

ANEXOS

Anexo 1

ETAPAS DE TRANSFORMACIÓN EN EL MODELO ECONÓMICO CUBANO PRINCIPALES MEDIDAS ADOPTADAS

A. PRIMERA ETAPA (1993-2000). RECUPERACIÓN DE LA CRISIS ECONÓMICA POSTERIOR A LA CAÍDA DEL CAMPO SOCIALISTA

a. Medidas de Saneamiento Fiscal y Financiero (estabilización macroeconómica)

- Salarios estables para evitar tensiones inflacionarias.
- Incremento de los precios en algunos servicios y bienes de consumo no esenciales.
- Eliminación de gratuidades asociadas a servicios, en centros laborales y escuelas.
- Implementación de reforma tributaria.
- Reducción de subsidios a empresas estatales.
- Introducción del esquema de dualidad monetaria: despenalización de la tenencia de dólares, tipos de cambios múltiples, y controles de cambios.
- Introducción del CUC como moneda convertible.¹

¹ Es conveniente precisar que en el mismo año en que se despenaliza la tenencia de divisas, la autoridad monetaria emitió una nueva moneda, el peso convertible, con una tasa de cambio frente al dólar de uno por uno. Desde su lanzamiento, y por casi una década, se utilizó de manera muy limitada como medio de pago y reserva de valor en el sector de las familias. Para introducirlo en la circulación, las casas de cambio (CADECA) en vez de dólares, vendían pesos convertibles a cambio de pesos cubanos; la red minorista en dólares lo ofrecía a sus clientes como alternativa de cambio y el sector estatal incorporó, en sus mecanismos de retribución del trabajo, la modalidad de estímulos en esa nueva moneda.

b. Transformaciones en la Estructura Productiva

- Introducción de esquemas de autofinanciamiento en divisas para las empresas que conforman el sector emergente de la economía, esencialmente vinculadas a la actividad turística.
- Introducción de nuevas formas organizativas en la estructura empresarial del sector agropecuario: Unidades Básicas de Producción Campesina (UBPC) y entrega de tierras en usufructo —anteriormente administradas por empresas estatales— para la explotación agrícola privada.
- Implementación de mercados campesinos para la venta de productos alimentarios a precios de mercado.
- Creación de mercados de productos industriales y apertura limitada a actividades productivas no estatales.
- Redimensionamiento del sector empresarial estatal.
- Implementación de un nuevo esquema de financiamiento de inversiones empresariales. A partir de 1997, las inversiones se financian con recursos propios o créditos bancarios. El presupuesto del Estado sólo financia las inversiones de unidades presupuestadas y algunas inversiones empresariales de interés nacional.
- Nuevos esquemas de incentivos productivos en divisas a trabajadores y empresas.

c. Reformas Institucionales

- Introducción de un nuevo marco legal para la inversión extranjera y creación de zonas francas.
- Creación del Banco Central de Cuba (BCC) y puesta en funcionamiento del sistema financiero.
- Reducción y reestructuración sustancial de Ministerios y Órganos Centrales del Estado (de 50 unidades se pasó a 32).
- Creación de la Oficina Nacional Tributaria.
- Descentralización del comercio exterior y descentralización de algunas actividades territoriales.

- Marco institucional diferenciado en el ámbito monetario acorde a la segmentación: mercado de cambio para los hogares (CADECA) y Caja Central de divisas.

B. SEGUNDA ETAPA (2000-2009). PROCESO DE DESDOLARIZACIÓN INSTITUCIONAL DE LA ECONOMÍA CUBANA - VUELCO A LA CENTRALIZACIÓN

a. Transformaciones en el Modelo de Gestión

- Ampliación o creación de programas especiales de desarrollo económico social en áreas como cultura, educación, salud y seguridad social.
- Énfasis en los métodos de control económico a nivel empresarial y ahorro productivo.
- Modificaciones sustanciales en el esquema de autofinanciamiento empresarial, en divisas: menor autonomía y fortalecimiento del proceso de centralización en la captación y asignación de divisas por parte del Estado central.
- Fortalecimiento de la planificación económica centralizada.
- Impulso a las exportaciones de servicios y menor énfasis en el esfuerzo exportador de bienes.

b. Medidas en el Ámbito Monetario e Institucional

- Obligatoriedad del uso del peso convertible (CUC) como único medio de pago para denominar y ejecutar las transacciones que se realizan entre las entidades cubanas, incluyendo los créditos y otros financiamientos (Resolución No 65/2003 Banco Central de Cuba).
- Obligatoriedad del uso del peso convertible para transacciones en la red minorista de bienes y servicios, en todas las entidades que hasta ese momento utilizaban dólares en efectivo

(transacciones de los hogares). Como respuesta a las medidas adoptadas por el gobierno de Estados Unidos², encaminadas a impedir el flujo de dólares hacia Cuba, entra en vigor la Resolución 80/2004 del Banco Central de Cuba.

- Introducción del impuesto sobre efectivo en dólares. Ello no significó prohibir la tenencia de dólares, ni eliminar el sistema de convertibilidad implantado para las monedas nacionales.³
- Apreciación de las dos monedas emitidas por el Banco Central de Cuba (Acuerdos 13 y 15/2005 del Comité de Política Monetaria del Banco Central de Cuba). El resultado conjunto de ambos acuerdos condujo a una apreciación del 15% del peso cubano en relación al dólar para las transacciones de los hogares.
- Concentración de todos los ingresos en moneda convertible por concepto de aportes, impuestos, recaudaciones u otros, en el Banco Central de Cuba en la denominada “Cuenta Única de Ingresos en Divisas del Estado”, controlándose centralmente la asignación de estos recursos (Resolución 92/2004 del Banco Central de Cuba).

C. TERCERA ETAPA (2010 EN ADELANTE). ACTUALIZACIÓN DEL MODELO ECONÓMICO CUBANO

a. Reformas Estructurales

- Transformaciones metodológicas y organizativas en el sistema de planificación socialista —que continuará protagonizando la dirección de la economía nacional— para dar espacios a nuevas formas productivas y de gestión.

2 Mediante presiones y amenazas a bancos extranjeros, se intenta impedir que Cuba pueda depositar en el exterior los dólares estadounidenses en efectivo que la población y los visitantes extranjeros gastaban en los establecimientos cubanos que vendían mercancías o prestaban servicios en esa moneda.

3 Existe un recargo de 10% sobre el efectivo en dólares, a fin de desestimular las entradas de divisas en esta moneda a favor de otras. Esta medida responde a las actuales penalizaciones derivadas del bloqueo económico contra Cuba.

- Ampliación y estímulo de otras formas de propiedad, además de la estatal, como las empresas de capital mixto, los usufructos de tierras, los arrendamientos y el trabajo por cuenta propia.
- Reducción del empleo en el sector estatal y ampliación del trabajo por cuenta propia y su utilización como alternativa de empleo.
- Revisión de mecanismos de distribución y redistribución del ingreso, favoreciendo el rol de la remuneración como estímulo a la productividad del trabajo. Ejemplos: reducción de gratuidades indebidas y subsidios personales excesivos, énfasis en la vinculación del salario a resultados del trabajo, entre otros.
- Modificaciones del modelo de gestión y de los mecanismos económicos tradicionales (sistema de incentivos) expresados en: mayor descentralización empresarial y territorial; flexibilización de regulación en mercados de bienes y servicios, y en mercado laboral; énfasis en instrumentos económicos-financieros en la gestión empresarial y pública, en lugar de mecanismos administrativos, entre otros.
- Revisión de los marcos legales y regulatorios para adaptarlos a las transformaciones del entorno.
- Mayor protagonismo y grado de autonomía en la gestión económica de los gobiernos locales.
- Profunda transformación del sector agroindustrial, a través de mayor presencia de formas productivas no estatales, cambios institucionales, descentralización de los mecanismos de gestión económica y financiera, entre otras medidas, para contribuir a la autosuficiencia alimentaria y aliviar la actual tensión sobre las finanzas externas.
- Prioridad a la reorganización del proceso de inversión a fin de dinamizar su rol en la economía.
- Impulso a las inversiones productivas y en infraestructura, propiciando la participación del capital extranjero como complemento del esfuerzo inversionista nacional.

b. Medidas de Política Monetaria y Fiscal

- Introducción de reglas para la emisión monetaria.
- Desarrollo del mercado interbancario.
- Fortalecimiento de la política crediticia para estimular la producción nacional, en aquellas actividades que generan divisas o sustituyen importaciones.
- Transformación del Sistema Tributario: nuevas figuras impositivas y ampliación de las existentes; mayor progresividad en los impuestos, elevando su eficacia en términos de equidad y manteniendo los principios de generalidad, entre otras.
- Énfasis en sostenibilidad fiscal y de gastos sociales.
- Eliminación del subsidio automático al sistema empresarial proveniente de que fondos presupuestales del Estado, discriminando según se corresponda con necesidad de apoyos transitorios y problemas de eficiencia económica.
- Descentralización presupuestaria territorial, especialmente en la conducción de proyectos locales.

Anexo 2

SEGMENTACIÓN DE MERCADOS BAJO DUALIDAD MONETARIA

A. MERCADO DE BIENES Y SERVICIOS FINALES

Mercado	Moneda	Oferentes	Acceso de Consumidores	Formación de Precios	Características	Ponderación sobre el consumo en CUP
Formal Normado	CUP	Empresas Estatales a través de la red minorista	Masivo	Regulados administrativamente y subsidiados en su totalidad	Cuotas de racionamiento sobre oferta limitada de productos (libreta de abastecimiento)	40%
		Empresas Estatales a través de la red minorista	Libre demanda dependiente de precios relativos, variedad y calidad de la oferta	Regulados, no subsidiados. Se conforman con referencia a los precios en las TRD (ligeramente inferiores) y el tipo de cambio de CADECA	La oferta incompleta y limitada en cantidad y variedad. No hay racionamiento	
Agropecuario	Fundamentalmente en CUP	Campeños privados o cooperativos y un segmento de producción estatal	Libre demanda dependiente de precios relativos, variedad y calidad de la oferta	Básicamente determinados por la oferta y demanda	Barreras a la entrada y restricciones de oferta	30%
Informal	CUP o CUC	Trabajadores por cuenta propia registrados o no	Masivo	Determinados por la oferta y demanda	Barreras a la entrada y restricciones de oferta. Predominan estructuras oligopólicas en servicios registrados	30%
Tiendas "Recaudadoras de Divisas" (TRD) y Ventas de Servicios	CUC	Empresas Estatales autorizadas, mixtas y extranjeras a través de la red minorista ²	Libre demanda dependiente de precios relativos	Regulados, se conforman aplicando un mark-up sobre los costos, homologando un típico mercado oligopólico	Productos de mayor calidad y variedad. La oferta, dada las estructuras de mercado y el alto componente de bienes importados, en principio, es muy elástica	-

1 La denominación de recaudadoras de divisas se debe a su origen, es decir, a la etapa de circulación interna del dólar. Sin embargo, como se ha explicado, actualmente su función se ha modificado.

2 Como se comentó anteriormente, las empresas se insertaban acorde a sus niveles de competitividad.

Anexo 3

ESQUEMA DE CONSISTENCIA ANALÍTICA Y CONTABLE
PARA EXAMINAR LOS EQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS
BAJO DUALIDAD MONETARIA

CUADRANTE		INSTITUCIONES						INVERSIÓN		RESTO DEL MUNDO	INSTITUCIONES FINANCIERAS				PBI	TOTAL
		EMPRESAS		HOGARES		GOBIERNO					BANCO CENTRAL		SISTEMA FINANCIERO			
		CUP	CUC	CUP	CUC	CUP	CUC	CUP	CUC	CUC	CUP	CUC	CUP	CUC		
OFERTA GLOBAL Y SU UTILIZACIÓN	Producción bruta	Consumo intermedio	Consumo intermedio	Consumo hogares	Consumo hogares	Consumo gobierno	Consumo gobierno	Inversión bruta	Inversión bruta	Exportaciones					VALOR AGREGADO NETO	
	Importaciones		Bienes intermedios importados		Bienes finales importados		Componente importado		Bienes de capital importados	- Importaciones						
DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO NACIONAL	Factores de producción	Rentabilidad neta (RT)	Rentabilidad neta (RT)	Salarios (w)	Salarios (w)	Impuestos indirectos (IIN)	Impuestos indirectos (IIN)							INGRESO NACIONAL		
	Depreciación								- Depreciación							
	Transferencias del Resto del Mundo		-Transferencias a inversores extranjeros y pagos de intereses (TRnX)		+Remesas y pagos por servicios en el exterior (RE)		+Donaciones - Intereses obligaciones externas (Do)			+Transferencias corrientes netas						
REDISTRIBUCIÓN DEL INGRESO ENTRE SECTORES INSTITUCIONALES	Instituciones	Empresas				+Impuestos directos netos	+Impuestos directos netos y aportes a la cuenta única			+Donaciones						
		Hogares				+Impuestos directos netos	+Impuestos directos netos									
		Gobierno	-Impuestos directos netos y aportes	-Impuestos directos netos y aportes a la cuenta única	-Impuestos directos netos	-Impuestos directos netos										
AHORRO-INVERSIÓN		Saldo CUP	Saldo CUC	Ahorro hogares CUP	Ahorro hogares CUC	Ahorro gobierno CUP	Ahorro gobierno CUC	Inversión neta CUP	Inversión neta CUC	Saldo cuenta corriente balanza de pagos						

CUADRANTE		INSTITUCIONES						INVERSIÓN		RESTO DEL MUNDO	INSTITUCIONES FINANCIERAS				PBI	TOTAL	
		EMPRESAS		HOGARES		GOBIERNO		CUP	CUC		BANCO CENTRAL		SISTEMA FINANCIERO				
		CUP	CUC	CUP	CUC	CUP	CUC				CUP	CUC	CUP	CUC			
FUENTES Y NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO POR TIPO DE INSTRUMENTO (Variación de activos y pasivos netos)	Operaciones cambiarias	Saldo neto del sector empresarial		Ventas netas CADECA		Saldo nego gobierno con cuenta única					Emisión neta por intervención cambiaria					0	
	Circulante		Efectivo en caja		Efectivo en poder de los hogares						Billetes y monedas	Billetes y monedas				0	
	Reservas bancarias										Encaje y otras reservas	Encaje y otras reservas		Reservas en el BCC			
	Depósitos		Cuentas corrientes y a plazos		Depósitos a la vista y a plazos									Depósitos empresas y hogares		0	
	Depósitos del fisco					Cuentas en el BCC	Depósitos cuenta única				Cuentas del fisco	Depósitos de la cuenta única					
	Crédito interno al gobierno					Monetización déficit	Monetización déficit				Monetización déficit	Monetización déficit				0	
	Crédito interno al sistema financiero											Créditos al sistema financiero bancario		Créditos del BCC			
	Deuda interna		Cuentas por cobrar y pagar				Cuentas por cobrar y pagar							Variación deuda			
	Deuda externa								Cuentas por cobrar y pagar a proveedores								
	Inversión extranjera directa							Financiamiento inversión extranjera	Inversión extranjera								
	Activos financieros externos								Variación reservas internacionales			Variación reservas internacionales					0
	Activos físicos		Activos fijos				Activos fijos										
	Crédito		Préstamos netos				Préstamos netos				Préstamos netos				Préstamos netos		
	Variación de posición financiera neta										Saldo cuenta de capital de la balanza de pagos				0		

Anexo 4

ECUACIONES Y BALANCES FINANCIEROS POR SECTOR INSTITUCIONAL

A. ECUACIONES DE AHORRO POR SECTOR INSTITUCIONAL

A continuación se presentan las ecuaciones de ahorro (desahorro) para cada sector institucional (columnas del esquema desarrollado en el anexo 3).

i. Ahorro del sector empresarial:

$$Se = RTT - TDn - AP - TRnX \quad (1)$$

ii. Ahorro de los hogares:

$$Sh = W + RE - Ch - TDn \quad (2)$$

iii. Ahorro del gobierno:

$$Sg = Iln + TDn + AP - Cg - Do \quad (3)$$

iv. Ahorro del sector externo:

$$CC = Xn + TRnX + RE + Do \quad (4)$$

donde:

Se = ahorro del sector empresarial

Sh = ahorro de los hogares

Sg = ahorro del gobierno

RTT = rentabilidad neta (ingresos menos consumo intermedio, depreciación, remuneración de empleados e impuestos indirectos netos)

TDn = impuestos directos netos del sector empresarial y hogares (impuestos menos subsidios)

AP = aportes al sector gobierno

TRoX = transferencias netas con el exterior del sector empresarial

W	= salarios
RE	= remesas y pagos por servicios en el exterior
Ch	= consumo de los hogares
Cg	= consumo del gobierno
Iln	= impuestos indirectos netos
Do	= donaciones menos intereses de obligaciones externas
Xn	= exportaciones netas
CC	= saldo cuenta corriente

A nivel macroeconómico⁴ la ecuación de fuentes y usos de financiamiento se expresaría en:

$$(Se+Sh) + Sg -CC = Inversión Neta \quad (5)$$

El ahorro privado (suma del sector empresarial y hogares) más el ahorro del sector gobierno general y el financiamiento externo son las fuentes para financiar la inversión neta de la economía. Un desahorro del gobierno (déficit)⁵ significaría también una demanda de financiamiento y no una fuente por lo que pasaría al miembro derecho de la expresión.

B. BALANCES FINANCIEROS PARA CADA SECTOR

Se presenta la variación de la posición financiera neta o variación de posición financiera neta de cada uno de los sectores, las que representan las respectivas restricciones financieras de cada sector.

4 A diferencia de las convenciones de la contabilidad nacional con fines analíticos se separa el llamado ahorro privado en productivo (empresas) y familias. Esto también responde al hecho de que en el caso cubano las empresas en su mayoría son públicas. Esto a su vez implica que el ahorro del gobierno se refiere al agregado del gobierno central y el sector financiero.

5 Por desahorro del sector gobierno no estamos considerando sólo el déficit fiscal (presupuesto en pesos cubanos) sino que se incluye también el saldo de la cuenta única que responda a operaciones de naturaleza fiscal. Se puede observar que en la ecuación de Ahorro del gobierno, los aportes de las empresas, si son en CUC entran como una fuente a la caja central y por tanto se consideran un ingreso de este sector, aunque por razones de segmentación asociada a la dualidad monetaria y al diseño institucional vigente, no se compilen explícitamente en el presupuesto del Estado.

i. Variación de la posición financiera neta del sector empresarial:

$$\Delta An_E + CU_E = EF + DEP_E + CxC - CRED - CredX - IED \quad (6)$$

ΔAn_E = patrimonio neto financiero del sector empresarial no financiero

CU_E = recomposición por monedas del ahorro del sector empresarial contra la cuenta única

EF = efectivo en caja

$DEPp$ = depósitos corrientes y a plazos

CxC = cuentas por cobrar domésticas o al sector externo

$CRED$ = crédito del sector financiero doméstico

$CredX$ = crédito del sector externo valorado al tipo de cambio nominal (e)

IED = inversión extranjera directa

La suma de estas dos últimas variables representa el financiamiento externo.

El saldo de ahorro proveniente del cuadrante II (operaciones reales) del esquema desarrollado en el anexo 3, debe ser ajustado por las operaciones cambiarias, a fin de capturar la recomposición por monedas del sector empresarial contra la cuenta única (CU).

ii. Variación de la posición financiera neta del sector de los hogares:

$$\Delta An_h + CAD = EFh + DEPh - CRED \quad (7)$$

ΔAn_h = patrimonio neto financiero de los hogares

CAD = ajuste del ahorro de los hogares con las operaciones cambiarias de CADECA

EFh = efectivo en poder de la población

$DEPp$ = depósitos a la vista y a plazos

iii. Variación de la posición financiera neta del gobierno:

$$\Delta An_g + CU_g = DEP_g - DEF - CxP - CredX \quad (8)$$

ΔAn_g = patrimonio neto financiero del sector gobierno

- CU_s** = recomposición por moneda contra la cuenta única
 $DEPg$ = depósitos en el sistema bancario
 DEF = crédito interno neto al gobierno
 CxP = cuentas por pagar al sector empresarial y al sector financiero (doméstico o externo)
 $CredX$ = crédito del sector externo valorado al tipo de cambio nominal (e)

iv. Variación de la posición financiera neta del sistema financiero:

$$\Delta An_f = RES + CRED - DEP - Cd - Pn \quad (9)$$

- ΔAn_f** = patrimonio neto financiero del sector financiero
 RES = reservas en el Banco Central
 $CRED$ = crédito al sector empresarial y al sector hogares
 DEP = depósitos de empresas, hogares y gobierno ($DEPp + DEPh + DEPg$)
 Cd = crédito del Banco Central
 Pn = préstamos netos internos o con el resto del mundo

v. Variación de la posición financiera neta con el resto del mundo:

$$CK = e \times (CredX + IED + CxC - RIN) \quad (10)$$

- CK** = saldo de la cuenta capital de la balanza de pagos
 $CREDx$ = préstamo neto del sector externo a los sectores domésticos
 IED = inversión extranjera directa
 CxC = cuentas netas por cobrar con el sector externo
 RIN = variación de reservas internacionales

La última fila del anexo 3 representa la variación de activos fijos de cada sector cuya suma debe ser equivalente a la inversión neta corriente.

C. ECUACIONES DE INGRESO, GASTOS Y DESTINOS DEL SECTOR EMPRESARIAL POR TIPO DE EMPRESA

La ecuación (11) refleja la rentabilidad neta (RTT) del sector empresarial expresada en moneda nacional (pesos), y recoge todas las operaciones de este sector dividido por tipo de moneda y tipo de mercado en el que se realizan las transacciones. El primer paréntesis del lado izquierdo de la ecuación recoge los posibles ingresos derivados de las ventas en los diferentes mercados: regulados en peso, no regulados en peso, en CUC, en TRD o en otros destinos intermedios en esta moneda, y las ventas derivadas del sector exportador que se expresan en dólares. A este ingreso se le deducen el conjunto de gastos agregados también por tipo de moneda (segundo paréntesis de lado izquierdo). Por su parte en el lado derecho se presentan los posibles destinos de esta rentabilidad, asociados a la acumulación de activos o pasivos en las diferentes monedas; los aportes que se realizan al presupuesto del Estado y los impuestos directos que pagan.

$$RTT = \left[P_t^r y_t^r + P_t^{nr} y_t^{nr} + \hat{P}_t \hat{y}_t + P_t^* e_t y_t^* \right] - \left[w_t L_t + \hat{w}_t \hat{L}_t + w_t^* e_t L_t^* + P_t C_l + \hat{P}_t \hat{C}_l + P_m^* e_t C_l^* \right] \\ = \left[\Delta A_t + \Delta \hat{A}_t + \Delta A_t^* e_t \right] + \left[AP_t + A\hat{P}_t + e_t AP_t^* \right] + \left[T_t + \hat{T}_t' + eT_t^* \right] \quad (11)$$

donde:

$P_t^r y_t^r + P_t^{nr} y_t^{nr} + \hat{P}_t \hat{y}_t + P_t^* e_t y_t^*$ = ingresos derivados de las ventas en mercados regulados, no regulados en pesos, en pesos convertibles y en dólares

$w_t L_t + \hat{w}_t \hat{L}_t + w_t^* e_t L_t^*$ = pagos de salarios en pesos, dólares o CUC (incluye estímulo en CUC)

$P_t C_l + \hat{P}_t \hat{C}_l$ = gastos en otros insumos en pesos o CUC

$P_m^* e_t C_l^*$ = gastos en insumos importados

$\Delta A_t + \Delta \hat{A}_t + \Delta A_t^* e_t$ = representa la variación de activos netos nominados en las tres posibles monedas

$AP_t + A\hat{P}_t + e_t AP_t^*$ = aporte o subsidio por pérdida explícita en cada moneda del sector empresarial

$T_t + \hat{T}_t' + eT_t^*$ = pagos por impuestos

e_t = tipo de cambio pesos convertibles/dólar. La convertibilidad de pesos a dólares y viceversa pasa necesariamente por la convertibilidad del CUC⁶

\hat{e}_t = tipo de cambio CUC/pesos equivalente a 1 en el sector empresarial y por ello omitido por el momento

Dos supuestos son importantes para eliminar sesgos. En primer lugar, para la contabilidad de las empresas exportadoras el ingreso equivalente a esta actividad o una parte de éste se refleja en CUC en sus hojas de balance. No obstante, hemos dividido los ingresos y otras partidas en dólares del resto del ingreso en CUC, dado el efecto que tiene en la restricción externa. En consecuencia consideraremos el ingreso en CUC como la diferencia entre un ingreso total en CUC que percibe la empresa en su contabilidad menos el ingreso en dólares ajustado por el tipo de cambio oficial.

$$\hat{P}_t \hat{y}_t = IT_{CUC} - P_t^* e_t y_t^*$$

De igual manera los gastos totales que reporta la empresa en CUC pueden dividirse en gastos en insumos importados y del sector doméstico.

$$\hat{P}_t \hat{C}l_t = GT_{CUC} - P_m^* e_t Cl_t^*$$

En el caso de la partida de salarios sería importante aclarar que L^* se refiere al caso de las empresas generadoras de divisas, que se encuentran sujetas al arreglo institucional que exige abono de la partida de salario en CUC a las agencias empleadoras. En este caso, se produce una operación cambiaria y es relevante la corrección del tipo de cambio. En el resto de las empresas, asumimos que sus partidas de salarios son en pesos, independientemente de que generen CUC o incluso divisas, dado que no están sujetas al anterior arreglo. Hemos incluido un componente de estimulación salarial en CUC, que mantienen fundamentalmente empresas que presentan contabilidad mixta en CUC y CUP. En consecuencia:

$w_t^* e_t L_t^*$ representa los salarios en dólares convertidos a CUC que abonan algunas empresas exportadoras a las agencias empleadoras.

6 Aunque inicialmente 1 dólar fue equivalente a 1 CUC, con posterioridad al 2005 $e_t = \frac{\hat{e}_t}{1+\tau}$ donde $\tau=0,08$.

$\hat{w}_t \hat{L}_t$ representa las posibles estimulaciones del resto de las empresas a sus trabajadores en CUC. El salario de este grupo de empresas es en pesos.

En segundo lugar, para simplificar el esquema no se representará, el tipo de cambio CUC-pesos en la ecuación dado que para el sector empresarial esta relación es igual a 1.

Por otra parte, los impuestos que pagan las empresas los podemos representar como un porcentaje de la rentabilidad bruta y cuya proporción varía por tipo de moneda.

$$[T_t + \hat{T}_t + e_t T_t^*] = \gamma(RT_t) + \lambda(\hat{RT}_t) + \sigma e_t (RT_t^*)$$

$RT_t + \hat{RT}_t + e_t RT_t^*$ = suma de las rentabilidades brutas alcanzadas en las tres monedas expresada en pesos.

Agrupando las operaciones del sistema empresarial por tipo de moneda podemos presentar las rentabilidades brutas diferenciadas. Es importante aclarar que esta agrupación no representa la contabilidad observada a nivel de cada empresa, sino considerando a todo el sector como una única contabilidad, lo que es útil para relacionar las operaciones del sector empresarial con el sector externo y el sector gobierno. Nótese que por ejemplo, que la rentabilidad en CUC no contemplará los ingresos que pueda percibir una empresa exportadora cambiados a CUC, ni los costos en productos importados que la empresa contabiliza en CUC pero que en algún punto de la cadena constituyó una importación en dólares.

$$RT_t^* = P_t^* y_t^* - P_m^* Cl_t^* - w_t^* e_t L_t^* \quad (12)$$

$$\hat{RT}_t = \hat{P}_t \hat{y}_t - (\hat{w}_t \hat{L}_t + \hat{P}_t \hat{Cl}_t) \quad (13)$$

$$RT_t = (P_t^r y_t^r + P_t^{nr} y_t^{nr}) - (w_t L_t + P_t Cl_t) \quad (14)$$

Para comprender la segmentación que caracteriza al sector empresarial es posible profundizar en una tipología que lo diferencie no sólo por moneda sino también por mercados, a partir de las ecuaciones planteadas.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adams, J. y J. Greenwood (1985). "Dual Exchange Rate Systems and Capital Controls: An Investigation". *Journal of International Economics*, February, Vol. 18, Issue 1-2, pp. 43-63.
- Arestis, P. y A. Caner (2009). "Capital Account Liberalization and Poverty: How Close is the Link?" [Working Paper WP04-09] Cambridge, Mass.: Cambridge Centre for Economic and Public Policy (CCEPP).
- Asamblea General (1993). "Decreto Ley 140". La Habana: Gaceta Oficial de la República de Cuba, extraordinaria del 13 de agosto.
- Banco Central de Cuba. *Informe Económico*. La Habana: Banco Central de Cuba, 1997, 1998, 1999 y 2000.
- Banco Central de Cuba (1998). "Decreto-Ley N° 172 y 173". *El Sistema Bancario y Financiero de Cuba*. La Habana: Banco Central de Cuba.
- Banco Central de Cuba (1998). "Resolución N° 64/1998 del Banco Central de Cuba". La Habana: Banco Central de Cuba.
- Banco Central de Cuba (2003). "Resolución N° 65/2003 del Banco Central de Cuba". La Habana: Banco Central de Cuba.
- Banco Central de Cuba (2004). "Resolución N° 80/2004 del Banco Central de Cuba". La Habana: Banco Central de Cuba.
- Banco Central de Cuba (2004). "Resolución N° 92/2004 del Banco Central de Cuba". La Habana: Banco Central de Cuba.
- Banco Central de Cuba (2010). "Resolución N° 86/2010 del Banco Central de Cuba". La Habana: Banco Central de Cuba.
- Banco Central de Cuba (2005). "Acuerdo N° 13 del Comité de Política Monetaria del Banco Central de Cuba". La Habana: Banco Central de Cuba.
- Banco Central de Cuba (2005). "Acuerdo N° 15 del Comité de Política Monetaria del Banco Central de Cuba". La Habana: Banco Central de Cuba.
- Baliño, T.; A. Bennett y E. Borensztein (1999). "Monetary Policy in Dollarized Economies". [IMF Occasional Paper, N° 171]. Washington D.C.: International Monetary Fund.

- Barceló, A. (2011). “Una aproximación a la problemática de cuasifiscalidad en Cuba”. [Tesis Diploma]. La Habana: Facultad de Economía, Universidad de la Habana.
- Barzena, D. (2011) “Emisión primaria y equilibrios macroeconómicos en Cuba en condiciones de dualidad monetaria”. [Tesis Diploma]. La Habana: Facultad de Economía de la Universidad de La Habana.
- Berg, A. y E. Borensztein (2000). “The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in highly Dollarized Economies”. [IMF Working Paper WP/00/29]. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Berg, A. y E. Borensztein (2000). “The Pros and Cons of Full Dollarization”. [IMF Working Paper WP/00/50]. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Binici, M.; M. Hutchinson y M. Schindler (2009). “Controlling Capital? Legal Restrictions and the Asset Composition of International Financial Flows”. [IMF Working Paper WP/09/208]. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Blanchard, O.; G. Dell’Ariccia y P. Mauro (2010). “Rethinking Macroeconomic Policy”. [IMF Staff Position Note, SPN/10/03]. Washington D.C.: International Monetary Fund, February.
- Broda, C. y E. Levy Yeyati (2003). “Dollarization and the Lender of Last Resort”. En E. Levy-Yeyati and F. Sturzenegger (editors). *Dollarization: Debates and Policy Alternatives*. Cambridge, United States: MIT Press.
- Burnside, C.; M. Eichengreen y S. Rebelo (2000). “Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange Rate Regimes”. [Mimeo]. Chicago: Northwestern University.
- Caballero, R.J. y A. Krishnamurthy (2000). “Dollarization of Liabilities: Underinsurance and Domestic Financial Underdevelopment”. [NBER Working Paper N° 7792]. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research. Disponible en www.nber.org
- Calvo, G. (1978). “On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy”. *Econometrica*, November, Vol. 46, Issue 6, pp. 1411-1428
- Calvo, G. (1999). “Fixed Versus Flexible Exchange Rates: Preliminaries of a Turn-of-Millennium Rematch”. [Mimeo]. Disponible en <http://hdl.handle.net/1903/9>.
- Calvo, G. (2010). “Controls on Cyclical Capital Inflows: Some Skeptical Notes”. [Nota preparada para el XXXI encuentro de Ministros de Economía y Presidentes de Bancos Centrales]. Abril, Washington D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo (BIID).

- Calvo, G. y P. Giudotti (1990). "Indexation and the Maturity of Government Bonds: An Exploratory Model". En R. Dornbusch y M. Draghi (Eds). *Public Debt Management: Theory and History*. Cambridge, Mass.: Cambridge University Press, pp. 52-82.
- Calvo, G. y C. Reinhart (2000). "Fear of Floating: Theory and Evidence". [Manuscript]. College Park, USA: Center for International Economics, University of Maryland.
- Carballo, P.; V. España y A. Ibarra (2007). "El financiamiento entre los distintos agentes institucionales de la economía uruguaya". [XXII Jornadas Anuales de Economía]. Montevideo: Banco Central de Uruguay.
- Carranza, J.; L. Gutiérrez y P. Monreal (1995). "La desmonetización de la economía cubana". *Revista Economía y Desarrollo*, Nº 2, La Habana: Facultad de Economía, Universidad de La Habana.
- CEEC (1999). *Balance de la economía Cubana*. La Habana: Centro de Estudios de la Economía Cubana, Universidad de La Habana.
- CEEC (2002). *Cuba reflexiones sobre su economía*. La Habana: Centro de Estudios de la Economía Cubana, Universidad de La Habana.
- CEPAL (1997, 2000). *La economía cubana. Reformas estructurales y desempeño en los noventa*. México D.F.: Naciones Unidas/CEPAL, Fondo de Cultura Económica.
- CEPAL-PNUD. "Proyecto Regional de Política Fiscal". Santiago de Chile: CEPAL-PNUD, Serie de Política Fiscal Nº 19-25, 27 y 29. Disponible en http://biblioteca.cepal.org/search*spi
- Céspedes, L.F.; R. Chang y A. Velasco (2000). "Balance Sheets and Exchange Rate Policy". [NBER Working Paper Nº 7840]. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research. Disponible en www.nber.org
- Céspedes, L.F.; R. Chang y A. Velasco (2002). "Dollarization of Liabilities, Net Worth Effects, and Optimal Monetary Policy". En S. Edwards y J. A. Frankel (Eds). *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*. Cambridge, Mass.: NBER Books, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Cribeiro, Y. (2008). "Descomposición del déficit fiscal en cuba. Déficit estructural y déficit cíclico". [CD-ISSEM, 2009]. La Habana: Universidad de La Habana -Universidad de Humboldt. Disponible en www.fec.uh.cu
- Cribeiro, Y. y Triana, L. (2005). "Las elasticidades en el comercio exterior cubano. Dinámica de corto y largo plazo". [Tesis Diploma]. La Habana: Facultad de Economía, Universidad de La Habana.

- Díaz, R. (2003). *Historia económica del Uruguay*. Montevideo: Taurus - Santillana.
- Doimeadiós, Y. (2002). “Debate sobre dualidad monetaria en Cuba”. [Tesis Maestría]. La Habana: Facultad de Economía, Universidad de La Habana.
- Dornbusch, R. y M. Draghi (Eds) (1990). *Public Debt Management: Theory and History*. Cambridge, Mass.: Cambridge University Press.
- Edwards, S. (2006). “Managing the Capital Account”. En R. Caballero; C. Calderón y L. Céspedes (editors). *External Vulnerabilities and Preventive Policies*. Santiago de Chile: Banco Central de Chile.
- Edwards, S. y J. A. Frankel (Eds.) (2002). *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*. Cambridge, Mass.: NBER Books, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Fanelli, J.M. (1991). “Tópicos de teoría y política monetaria”. Santiago de Chile: CIEPLAN, Serie Docente, N° 5.
- Gancedo, N. y V. Hidalgo (1998). “Reforma del Estado y equidad: la experiencia cubana de los noventa”. *Revista Economía y Desarrollo*, N° 1 y 2/1998, La Habana: Facultad de Economía, Universidad de La Habana.
- Glick, R. y M. Hutchinson (2010). “The Illusive Quest: Do International Capital Controls Contribute to Currency Stability?”. [Working Paper 2010-15]. San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Goeckler (2007). “PAR - Sistema de aportes al Fondo de Garantía de Depósitos Bancarios de acuerdo al riesgo de las instituciones”. [Documento presentado en las XXII Jornadas Anuales de Economía]. Montevideo: Banco Central del Uruguay.
- Gonzalez, A. (1997). “Los retos del modelo económico”. *Revista Temas*, N° 11, La Habana: ICAIC-Ministerio de Cultura.
- González A. (1999). “El nuevo modelo de análisis de las finanzas internas”. *Cuba: Investigación Económica*, La Habana: Instituto Nacional de Investigaciones Económicas, N° 2, abril-junio.
- Hernández, E. (2010). “La elección cambiaria: propuesta para Cuba”. [Tesis Doctoral]. La Habana: Facultad de Economía, Universidad de La Habana.
- Hidalgo, V. (2001). “El debate sobre regímenes cambiarios en economías dolarizadas”. [Tesis Doctoral]. Barcelona: Universidad de Barcelona.
- Hidalgo, V. (2002) “Dolarización: de qué estamos hablando?”. *Revista Economía y Desarrollo*, La Habana: Facultad de Economía, Universidad de La Habana.

- Hidalgo, V. (2008). "De la dolarización a la unificación monetaria en Cuba". *Revista Economía y Desarrollo*, N° 1/2008, La Habana: Facultad de Economía, Universidad de La Habana.
- Hidalgo V. y C. Pérez Soto (2006). "Los cambios de la política monetaria en Cuba en el nuevo milenio: perspectiva hacia el futuro". [CD - 45 Aniversario de los Estudios de Economía]. La Habana: Universidad de La Habana. Disponible en www.fec.uh.cu
- Hidalgo, V. y C. Pérez Soto (2010): "Estabilidad y política monetaria en la economía cubana". *Revista del Banco Central de Cuba*, 2010/ Año 13, N° 1, La Habana: Banco Central de Cuba.
- Hidalgo, V.; L. Tabares y Y. Doimeadiós (2002): "El debate sobre regímenes cambiarios en economías dolarizadas: el caso Cuba". En CEEC. *Cuba reflexiones sobre su economía*. La Habana: Centro de Estudios de la Economía Cubana, Universidad de La Habana.
- Hidalgo, V.; L. Tabares y P. Vidal (2000). "Equilibrios monetarios y políticas económicas". *Revista Economía y Desarrollo*, N° 2/2000, La Habana: Facultad de Economía, Universidad de La Habana.
- Honohan, P. (1993). "Intersectoral Financial Flows in Developing Countries". *Economic Journal*, May, N° 103.
- IADI-Comité de Basilea (2009). "Principios básicos para sistemas de seguros de depósitos eficaces". Basilea: Banco de Pagos Internacionales, junio. Disponible en www.iadi.org/docs/Spanish_IADI_BCBS_Core_Principles.pdf
- Isard, P.; A. Razin y A. Rose (Eds.) *International Finance and Financial Crises*, Dordrecht, Holland: Kluwer Academic Publishers.
- Ize, A. y E. Levy-Yeyati (1998). "Dollarization of Financial Intermediation: Causes and Policy Implications". [IMF Working Papers WP 28/98]. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Krugman, P. (1999). "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crisis". En P. Isard, A. Razin y A. Rose (Eds.) *International Finance and Financial Crises*, Dordrecht, Holland: Kluwer Academic Publishers.
- Kydland F. y E. Prescott (1977). "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans". *Journal of Political Economy*, June, Vol. 85, N° 3, pp. 473-490.
- Lage, C. (2011). "Principios para la medición de la emisión monetaria en Cuba". [Tesis Maestría]. La Habana: Facultad de Economía, Universidad de La Habana.

- Levy Yeyati, E. (2003). “Financial Dedollarization: A Carrot and Stick Approach”. (May, 29). Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=412369>
- Levy Yeyati, E. (2011). “Are Capital Controls Effective?”. [Artículo corto]. Disponible en VOX EU: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6031>
- E. Levy-Yeyati and F. Sturzenegger (editors). *Dollarization: Debates and Policy Alternatives*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Licandro, G. (2010). “Independencia del Banco Central del Uruguay: ¿podemos decir cuándo es suficiente?”. En J. Licandro y G. Licandro (editores): *Reconstruir el mercado en pesos. Desdolarización y fragilidad financiera: avances y agenda pendiente*. [Mimeo]. Montevideo: Universidad Católica del Uruguay.
- Licandro, G. y A. Masoller (1998). “La composición óptima por monedas de la deuda pública uruguaya”. *Revista de Economía*, Segunda Época, Vol. VII, Nº 2, Montevideo: Banco Central del Uruguay.
- Licandro, J.A. (2001). “The Scope for Inflation Targeting in Uruguay”. [Mimeo]. Montevideo: Banco Central del Uruguay.
- Licandro, G. y J.A. Licandro (2003). *Una agenda de reformas para el sistema financiero uruguayo*. Montevideo: Editorial Universidad para la Paz de las Naciones Unidas, Facultad de Ciencias Sociales-Departamento de Economía.
- Licandro, G. y J.A. Licandro (2010). *Reconstruir el mercado en pesos: desdolarización y fragilidad financiera: avances y agenda pendiente*. [Mimeo]. Montevideo: Universidad Católica del Uruguay.
- Lucas, R. (1988). “On the Mechanics of Economic Development”. *Journal of Monetary Economics*, July, Vol. 22, Issue 1, pp 3-42.
- Mañalich, I. y N. Quiñones (2003). “Exportaciones competitivas, un desafío para Cuba”. [Documento presentado en el 41 Aniversario de los Estudios Económicos]. La Habana: Universidad de La Habana. Disponible en www.fec.uh.cu
- Marquetti, H. y A. García (1999). “Proceso de reanimación del sector industrial. Principales reflexiones y problemas”. En CEEC, *Balance de la economía Cubana*. La Habana: Centro de Estudios de la Economía Cubana, Universidad de La Habana.
- Martner, G. (1999). *Gobernar el mercado*. Santiago de Chile: Editorial Lom.
- Martner, G. y V. Tromben (2004). “La sostenibilidad de la deuda pública, el efecto bola de nieve y ‘el pecado original’”. Santiago de Chile: CEPAL, Serie Gestión Pública, Nº 46.

- Mizen, P. y E. Pentecost (eds). *The Macroeconomics of International Currencies, Theory, Policy and Evidence*. New York: Edward Elgar Publishing.
- Morón, E. y D. Winkelried (2001). “Monetary Policy Rules for Financially Vulnerable Economies”. [Mimeo]. Lima, Perú: Universidad del Pacífico.
- Obstfeld, M. (1984). “Rational Mid Self –Fulfilling Balance– of Payments Crises”. [NBER Working Paper N° 1486]. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research. Disponible en www.nber.org
- Obstfeld, M.; J. Shambaugh y A. Taylor (2004). “The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility”. [NBER Working Paper N° 10326]. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research. Disponible en www.nber.org
- ONE. *Anuario Estadístico de Cuba*. La Habana: Oficina Nacional de Estadística, varios años.
- Ostry, J.; A. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. Qureshi y D. Reinhardt (2010). “Capital Inflows: The Role of Controls”. [IMF Staff Position Note 2010/04]. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Partido Comunista de Cuba (2010). “Lineamientos del PCC sobre la actualización del modelo económico”. [Manuscrito]. La Habana: Partido Comunista de Cuba.
- Pérez Soto, C. (2010). “Esquema de política monetaria para el segmento de la población de la economía cubana”. [Tesis Doctoral]. La Habana: Facultad de Economía, Universidad de La Habana.
- Pérez Soto, C.; E. Hernández y V. Hidalgo (2003). “Mecanismos de transmisión de la política monetaria”. *Revista Economía y Desarrollo*, La Habana: Facultad de Economía, Universidad de La Habana.
- Pérez Soto, C. y Lage, C. (2011). “Medición y control de la emisión primaria en Cuba”. *Revista del Banco Central de Cuba*, marzo, N° 1, La Habana: Banco Central de Cuba.
- Periódico Granma. 26 de noviembre 2010, La Habana.
- Poole, W. (1970). “Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model”. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, pp. 197-216.
- Quiñones, N. y F. Morollón (2008). “Evolución del déficit por cuenta corriente de la economía cubana. ¿Han resuelto los cambios de orientación comercial y el crecimiento del comercio de servicios los desequilibrios externos de Cuba?”. *Tribuna de Economía*, N° 845 185, noviembre-diciembre, La Habana: ICE.

- Reinhart, C. y K. Rogoff (2009). “The Aftermath of Financial Crises”. [NBER Working Paper N° 14656]. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research. Disponible en www.nber.org
- Reportes anuales bancos comerciales BANDEC y BPA (1998, 1999, 2000).
- Sahay, R. y C. Végh (1995). “Dollarization in Transition Economies: Evidence and Policy Implications”. [IMF Working Papers WP 95/96]. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Savastano, M. (1992). “The Pattern of Currency Substitution in Latin America: An Overview”. *Revista de Análisis Económico*, junio, Vol. 7, N° 1, pp. 29-72, Santiago de Chile: ILADES y Universidad Alberto Hurtado.
- Savastano, M. (1996). “Dollarization in Latin America: Recent Evidence and Policy Issues”. En P. Mizen y E. Pentecost (eds), *The Macroeconomics of International Currencies, Theory, Policy and Evidence*. New York: Edward Elgar Publishing.
- Tamirisia, N. (1998). “Exchange and Capital Controls as Barriers to Trade”. [IMF Working Papers WP/98/81]. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Tanzi, V. (1993). “Fiscal Policy and the Economic Restructuring Transition Economies”. [IMF Working Paper WP 22/93]. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Thomas, L.R. (1985). “Portfolio Theory and Currency Substitution”. *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 17, N° 3, pp. 347-357.
- Vaz, D. (1999). “Four Banking Crises Their Causes and Consequences”. *Revista de Economía*, mayo, Vol. 6, N° 1, Montevideo: Banco Central del Uruguay.
- Wang, Y. (2010). “Effectiveness of Capital Controls and Sterilization in China”. *China and the World Economy*, May-June, Vol. 18, N° 3, pp. 106-124.
- Xiao, T. (2010). “Capital Flow, Foreign Exchange Control and the Coexistence of the External Appreciation and the Domestic Inflation of the RMB”. *Management Review*, February, N° 2, China.

OTRA BIBLIOGRAFÍA DE REFERENCIA

- BIS (1998). "The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market-Economics". *Policy Papers*, January, N° 3.
- Calvo, G. y C. Végh (1991). "Exchange Rate Based Stabilization under Imperfect Credibility". [IMF Working Papers WP 91/77]. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Calvo, G. y C. Végh (1993). "Stabilization Dynamics and Backward-looking Contracts". [IMF Working Papers WP 93/79]. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Catao, L. y M. Terrones (2000). "Determinants of Dollarization: The Banking Side". [IMF Working Paper 00/146]. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Disyatat, P. (2001). "Currency Crises and the Real Economy: The Role of Banks". [IMF, Working Paper WP 49/2001]. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Edwards, S. (1996). "The Determinants of the Choice between Fixed and Flexible Exchange-rate Regimes". [NBER Working Paper N° 5756]. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, September. Disponible en www.nber.org
- Fernández-Arias, E. y E. Talvi (1999). "Devaluation or Deflation? Adjustment Under Liability Dollarization". [IADB Documents N°801445]. Washington D.C.: Inter-American Development Bank.
- González, A. (1995). "La economía sumergida en Cuba". En Dirmoser y Estay (coord.) *Economía y reforma económica en Cuba*. Caracas: Editorial Nueva Sociedad-Fundación Friedreich Ebert-Oficina para el Caribe.
- Guidotti P. y C. Rodríguez (1991). "Dollarization in Latin America: Gesham's Law in Reverse?". [IMF Working Papers WP 91/117]. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- Hausman, R. (1999). "Currencies: Should There Be Five or One Hundred and Five?". *International Affairs*, 116: 65-79.
-

- Hausman, R.; M. Gavin, C. Pagés-Serra y E. Stein (1999). “Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime”. [IADB Working Paper N° 400]. Washington D.C.: Inter-American Development Bank.
- Hausman, R.; U. Panizza y E. Stein (1999). “Why Do Countries Float the Way They Float?”. Washington D.C.: Inter-American Development Bank, Research Department.
- Levy Yeyati, E. y F. Sturzenegger (2001). “Dollarization: a Primer”. [Mimeo]. Buenos Aires: Universidad Torcuato Di Tella.
- Licandro, G. (2000). “Las reglas de responsabilidad fiscal en el Uruguay”. [Documento de Trabajo del BCU 01/2000]. Montevideo: Banco Central del Uruguay.
- Melvin, M. y J. Gobitz (1998). “La dolarización en América Latina como una reforma monetaria impuesta por el mercado”. *Estudios*, enero-marzo, Tempe, Arizona: Arizona State University.
- Mendoza (2000). “On the Benefits of Dollarization when Stabilization Policy Is Not Credible and Financial Markets Are Imperfect”. [NBER Working Paper N° 7824]. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, September. Disponible en www.nber.org
- Obstfeld, M. y K. Rogoff (1995). “The Mirage of Fixed Exchange Rates”. [Working Paper 95-08]. San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco, March.
- Puchet, J. y F. Torres (2000). “Las finanzas públicas y la política fiscal en las economías de Centroamérica durante los años noventa y perspectivas de corto y mediano plazo”. Santiago de Chile: CEPAL-ONU, Serie Política Fiscal.
- Rogoff, K. (1998). “The Risks of Unilateral Exchange Rate Pegs”. [Paper prepared for Bank of Korea Conference on “Implications of Globalization for Macroeconomic Policy”]. Seoul: Bank of Korea, June 22-23.
- Savastano, M. y F. Mishkin (2000). “Monetary Policy Strategies for Latin America”. [Paper presentado en “Interamerican Seminar on Economics”]. Buenos Aires: National Bureau of Economic Research, diciembre 2-4.
- Schmidt-Hebbel, K. (2011). “Central Banking in Latin America: Changes, Achievements, Challenges”. [Lecture prepared for the Fifth High-Level Seminar of the Eurosystem and Latin American Central Banks]. Madrid: Banco de España, Documentos Ocasionales N° 1102.
- Soberón, F. (1997). *Fourth Roundtable with the Government of Cuba*. [Intervención en “The Economist Conferences”]. La Habana: The Economist.

- Tugores, J. (1999). *Economía internacional: globalización e integración regional*. 4.ª Edición. Madrid: McGraw Hill Interamericana de España.
- Vidal, P. (2003). “Aspectos de la política monetaria en la economía cubana”. *Revista Banco Central*. La Habana: Banco Central de Cuba.
- Zamorano, J. (2000). “Dolarización: conceptos básicos, consecuencias y su posible aplicación a Cuba”. [Mimeo].

