

Diseño para la emisión de bonos públicos en Cuba

Artículo
arbitrado

I design for the emission of public bonds in Cuba

ROLANDO HERNÁNDEZ MARTÍNEZ

Centro de Estudios Contables, Financieros y de Seguros, Cuba, rolando@cecofis.cu

RESUMEN

El presente trabajo aborda el tema del financiamiento al déficit fiscal mediante la emisión de bonos públicos, que, aunque constituye una opción de alto costo, resulta más factible en las actuales condiciones de desempeño de la economía cubana por los riesgos que implica la monetización al mismo, que es la fórmula utilizada por el Estado hasta este momento.

Palabras Claves: finanzas, deuda, bonos

ABSTRACT

The present work tackles the topic of the financing to the fiscal deficit by means of the issue of public bonds, which, although it constitutes an option of high cost, turns out to be more feasible in the current conditions of performance of the Cuban economy for the risks that implies the monetization to the same one, which is the formula used by the State up to this moment.

Keywords: finance, debt, bonds

Código JEL: H60 Presupuesto Nacional, Déficit, y Deuda: General

Como citar el artículo (APA)

Hernández Martínez, R. (2018). Diseño para la emisión de bonos públicos en Cuba. *REVISTA CUBANA DE FINANZAS Y PRECIOS*, 2(4), 42-55. Consultado de http://www.mfp.gob.cu/revista/index.php/RCFP/article/view/06_V2N42018_RHM

INTRODUCCIÓN

En este epígrafe se muestra el fundamento teórico del financiamiento del déficit fiscal, partiendo de la definición de bonos, los cuales consideramos un instrumento simple y seguro para invertir. El capítulo II se refiere a identificar las causas y los efectos del diseño para la emisión de bonos. El capítulo III presenta la solución al problema de investigación planteado.

La estabilidad y el crecimiento de la economía de un país dependen de la eficacia y disponibilidad de fondos, con los cuales se puedan financiar las crecientes necesidades, no solo del gobierno y las empresas, sino también de los individuos.

Actualmente, con el proceso de actualización de nuestro modelo de gestión

económico, los Lineamientos de la Política Económica y Social del Partido y la Revolución, en los capítulos de Modelo de Gestión Económica y en los de políticas macroeconómicas, inversionistas, social, para el transporte y para el comercio, aparecen 21 lineamientos relacionados con el tema de este trabajo, en particular el número 95, del epígrafe: Deuda y Créditos, que plantea la necesidad de:

Establecer una política para la concertación de nuevos créditos y su uso racional, así como para el manejo y control de los niveles de endeudamiento del país. Revisar las regulaciones existentes y emitir las nuevas que correspondan, con el fin de garantizar el cumplimiento de esa política. (PCC, 2016)

DESARROLLO

I. Fundamento teórico del financiamiento del déficit fiscal y antecedentes del endeudamiento público en la República de Cuba.

En este capítulo, partimos de la definición de bonos, los cuales son considerados un instrumento simple y seguro para invertir.

¿Qué es un bono?

Es un instrumento de deuda emitido por una empresa o gobierno como compromiso de pago hacia sus prestamistas. El inversor le otorga un préstamo al emisor del bono y recibe a cambio pagarés o títulos. Una vez cumplido el plazo pactado, el emisor del bono devuelve el capital

prestado además de obtener intereses por haber prestado su dinero. Es una inversión a largo o mediano plazo que tiene un nivel de riesgo moderado.

¿Cómo funcionan?

Cuando una empresa o gobierno necesita dinero, emite un bono. Cada emisión tiene sus propias condiciones, que se detallan en el "prospecto de la emisión". Allí se establece la moneda, la fecha de vencimiento (que puede ser de entre 1 mes y 30 años), la tasa de interés, y la frecuencia del pago de los intereses.

Estructura: Tiene que ver con la tasa de interés que paga cada bono. Existen bonos a tasa fija, tasa variable, cupón cero, y con otras opciones incorporadas, como garantías, etc.

Mercado: Los bonos se pueden emitir a escala nacional o en el mercado internacional. Estos últimos son emitidos en una determinada moneda, pero colocados fuera del país emisor.

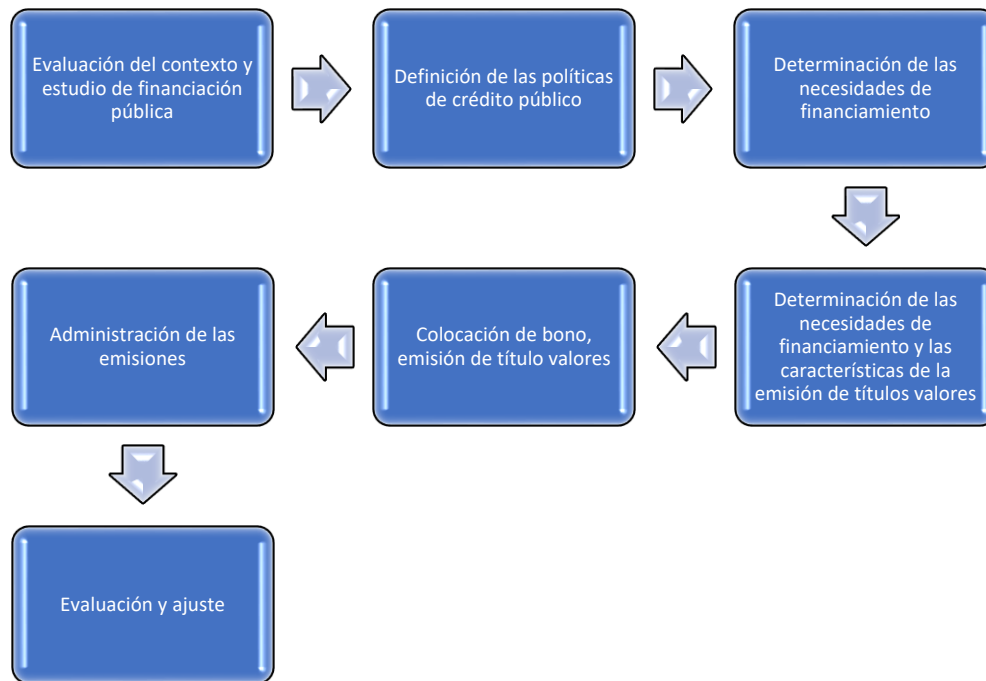
La tasa de rendimiento al vencimiento sube cuanto más grande es la diferencia entre el valor nominal y el valor de reventa. Es lógico ya

que, en general, las tasas suben cuando los precios caen. ¿Qué pasa si las tasas caen? En este caso, como el precio sube, el bono tendrá un precio mayor.

Pero si el inversor piensa quedarse con el bono hasta su vencimiento, no es necesario que se preocupe por esta fluctuación. Al final, el bono pagará su valor nominal.

Sobre la base del estudio teórico y comparado realizado se resume el ciclo de gestión del endeudamiento público de la siguiente forma:

Diagrama 1: Ciclo de gestión del endeudamiento público.



Fuente: Elaboración propia

El ciclo de gestión del endeudamiento público comienza con la valoración política y social del entorno en que se está desarrollando la economía y el sistema presupuestario, así como la conformación de un diagnóstico crítico del desempeño fiscal.

El ciclo de gestión del endeudamiento público continúa con la definición de las políticas de Crédito Público que implica la determinación de los objetivos al alcanzar con este subsistema de Administración Financiera Gubernamental, alineados a las políticas fiscales generales.

En el estudio comparado realizado se enuncian fundamentalmente los siguientes objetivos de endeudamiento.

1. Evitar un financiamiento del déficit presupuestario que produzca tensiones inflacionarias y pérdida de equidad con impuestos inflacionarios.
2. Garantizar la sostenibilidad a mediano y largo plazo del endeudamiento público.
3. Movilizar el financiamiento en tiempo, cuantía a costos menores.
4. Mejorar los mecanismos de gestión de la deuda pública.
5. Optimizar la aplicación superávits presupuestarios.

Dentro de la determinación de las políticas de crédito público especial énfasis se debe hacer en la definición de qué instrumentos de endeudamiento se deban utilizar (letras, bonos, empréstitos) y con qué estructura, así como las medidas a adoptar en dependencia del cambio del contexto económico-financiero y los objetivos del Estado.

Sobre la base de las directivas de políticas y las facultades que tengan los encargados de implementar las políticas de endeudamiento público, se determinarán aquellos montos de financiamiento que deben ser movilizados vía emisión de bonos.

En este caso la práctica comparada aconseja la construcción de modelos econométricos que permiten definir qué parte del déficit presupuestario se financiará con emisión monetaria y cuál mediante endeudamiento.

Una vez fijado los niveles de endeudamiento se establecerían los parámetros operativos de la emisión como: valor nominal del bono, cantidad de bono, series, tasas de interés, plazos, etc.

Después de cubierta la fase de emisión se determinaría a través de qué intermediarios financieros se realizará la colocación, bajo qué condiciones y comisiones.

La próxima etapa del ciclo es la administración de las emisiones que incluiría las siguientes tareas:

1. Custodia de los valores emitidos y no colocados.
2. Pago de intereses a los tenedores de bonos.
3. Devolución del principal.
4. Cancelación de valores monetizados.
5. Seguimiento de indicadores.
6. Supervisión y control de las funciones de los participantes en el ciclo.

Por último, de forma sistemática debe ser evaluada la eficacia del ciclo, procedimientos y herramientas utilizados, para ajustarlos.

Antecedentes de la emisión de bonos públicos en Cuba.

Las transformaciones del sistema bancario en Cuba han creado las condiciones necesarias para que el país implemente la utilización de instrumentos de deudas (bonos) como fuente de financiamiento.

El uso de este instrumento no constituye nada novedoso en la historia económica de la nación cubana; se ha utilizado fundamentalmente para financiar proyectos de envergadura que tuvieron relevancia para el desarrollo económico y social.

En Cuba los préstamos al Estado no fueron realmente importantes hasta la segunda mitad del siglo XVIII. Estos comprendían con frecuencia el suministro con largos créditos de provisiones o de servicios, que la irregularidad en el envío de lo situado de Nueva España impedía atender corrientemente.

II. Diagnóstico del proceso de financiación del déficit presupuestario en Cuba

A partir de la implementación de las resoluciones adoptadas por el Primer Congreso del PCC en 1976, se trabaja en el restablecimiento del sistema presupuestario, creándose el Comité Estatal de Finanzas.

En los primeros años de Liquidación del Presupuesto del Estado se observa un déficit no significativo en relación con los indicadores macroeconómicos, el cual era financiado con préstamos externos provenientes del CAME. Incluso en un año se observó un superávit, como a continuación muestra la tabla:

Tabla No. 1 Comportamiento del déficit presupuestario en el período 1981-1987 en % del PIB.

Años	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Déficit o Superávit	-5,0	-2,6	4,2	-0,4	-1,3	-1,0	-3,3

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe de Liquidación.

A partir de 1987 el déficit creció a un mayor ritmo y se hizo abultado entre el período del campo socialista y la desaparición de la URSS, con la agravante de la pérdida de financiamientos externos. Sólo destacar que el año fiscal 1993

representó el 30% del PIB, lo cual tuvo un reflejo negativo en el nivel de precios y la tasa de cambio en el mercado negro.

El comportamiento del déficit en el período 1989-1993 se observa en la siguiente tabla:

Tabla No. 2 Comportamiento del déficit presupuestario en el período 1988-1993 en % del PIB.

% PIB						
Años	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Déficit	-6,0	-6,7	-9,4	-21,4	-29,7	-30,4

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe de Liquidación.

A partir del año 1994, debido a las medidas de saneamiento financiero como: la aplicación de un nuevo sistema tributario, la eliminación de las gratuidades indebidas y el control del gasto, conjuntamente con la recuperación económica, el

déficit presupuestario disminuye y se mantiene en niveles inferiores al 3% hasta el 2000, como se observa a continuación, pero con la amenaza que su financiación sigue siendo con emisión primaria.

Tabla No. 3 Comportamiento del déficit presupuestario en el período 1994-2001 en % del PIB.

% PIB								
Años	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Déficit	-7,4	-3,5	-2,5	-2,0	-2,4	-2,3	-2,4	-2,5

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe de Liquidación.

A partir del 2002 se observó un incremento del déficit por encima del 3% debido a la necesaria recuperación del gasto social, para paliar las consecuencias del período especial. También

están presentes en la ejecución del 2008 y 2009 las secuelas de eventos climatológicos de gran impacto, que incluso se observaron en la cuenta corriente, la cual también fue deficitaria.

Tabla No. 4 Comportamiento del déficit presupuestario en el período 2002-2009 en % del PIB.

% PIB								
Años	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Déficit	-3,2	-3,4	-3,5	-4,2	-3,2	-3,2	-0,7	-4,9

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe de Liquidación.

En los últimos años se observa una dinámica a la disminución del déficit a pesar del estancamiento de los ingresos tributarios debido a

una política de control del gasto como se observa a continuación:

Tabla No. 5 Comportamiento del déficit presupuestario en el período 2010-2012 en % del PIB.

Años	2010	2011	2012
Déficit	-3,5	-1,7	-2,6

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe de Liquidación.

Del análisis realizado se pueden llegar a las siguientes conclusiones:

1. En todo el período analizado el resultado es deficitario excepto en un año, o sea, se gasta más de lo que se recauda por los ingresos genuinos (tributarios y no tributarios), por lo que el déficit tiene obligatoriamente un componente estructural.
2. Se ha transitado por varias etapas siendo un objetivo de política fiscal a partir de 1994, manteniéndolo en el marco de determinados % del PIB.
3. A partir del 2008 se observa una tendencia a la disminución del déficit sobre el PIB, que se interrumpe en el 2012, por lo que no existe una estabilidad en el período analizado.
4. A partir de 1984 se ha monetizado el déficit.

La existencia de déficits crónicos, genera dos impactos importantes:

1. La diferencia entre los ingresos genuinos y los gastos (déficit fiscal), tiene que financiarse con emisión monetaria o con deuda pública).
2. El déficit se aprueba por la Asamblea Nacional del Poder Popular en una Ley Anual del Presupuesto del Estado, sus erogaciones una vez aprobadas en el presupuesto del Estado, son notificados oficialmente los recursos que debe recibir cada entidad dependiente del Presupuesto para enfrentar su nivel de actividad, por lo que asume de hecho un compromiso con la entrega de esos fondos, en la cuantía y fechas requeridas.

Un rasgo que distingue el funcionamiento del Presupuesto, es que los ingresos y los gastos se gestionan en escenarios diferentes. En una empresa, se gastan (salarios, materias primas e insumos en general) para producir y, por ende, estos gastos se respaldan con ingresos. Si se gasta más, se debe ingresar más y viceversa.

Sin embargo, para el Presupuesto del Estado no funciona esa lógica, pues los gastos se ejecutan básicamente en la esfera social (educación, salud, deporte, cultura) y los ingresos provienen en lo fundamental del sector empresarial.

Esta particularidad, acrecienta el carácter impredecible del Presupuesto. Se puede notificar un monto de recursos para financiar actividades sociales, pero si no se generan los ingresos por parte de las empresas, estos gastos no se podrán ejecutar.

Lo concreto es que esos recursos puede que no se generen por varias causas. Ejemplo: que se contraiga la circulación mercantil por escasez de bienes, se reduzca el precio del níquel o del azúcar, o que arriben al país menos turistas.

Es por lo tanto altamente impredecible el comportamiento del Presupuesto del Estado y se debe administrar estas incertidumbres para que el déficit fiscal se mantenga en el rango de lo aprobado en la Ley Anual del Presupuesto y se logren alcanzar los objetivos económicos y sociales previstos.

El déficit no tiene por qué financiarse en su totalidad a inicios de cada año, pues esto pudiera conducir a la existencia de recursos ociosos.

Bases Jurídicas del Sistema de Crédito Público en Cuba.

El Decreto Ley No. 192 de la Administración Financiera del Estado, con fecha 8 de abril de 1999, del Ministerio de Finanzas y Precios, establece en su Título III, los aspectos principales relacionados con el Sistema del Crédito Público.

En este cuerpo legal se destaca la definición del sistema de crédito público como el conjunto de principios, normas, organismos y recursos que intervienen en las operaciones que

realiza el Estado, con el objetivo de captar medios de financiamiento y que implican un endeudamiento para él.

El empréstito público es un contrato especial de derecho financiero público en virtud del cual el Estado obtiene recursos sujetos a reembolso de acuerdo a las condiciones que se establecen.

La deuda pública se clasifica en externa e interna y en directa e indirecta. La deuda interna es aquella que contrae el Estado con personas naturales o jurídicas del sector público o no, residentes permanentes en la República de Cuba, la cual es exigible solamente dentro del territorio nacional.

Se entiende por deuda externa aquella contraída con otro Estado u organismo internacional o con cualquier persona natural o jurídica sin residencia permanente en Cuba y cuyo pago puede ser exigible fuera del territorio nacional.

La deuda pública directa del Estado es aquella asumida por él mismo, en calidad de deudor principal.

La deuda pública indirecta del Estado es aquella que cuenta con la garantía del Estado y en la que el deudor principal es una persona natural o jurídica, pública o no pública, distinta a aquel.

III. Diseño para la emisión de bonos públicos en Cuba.

En el presente capítulo se trabajarán tres contenidos.

En una **primera parte de este capítulo**, se desarrolla la propuesta de diseño de un programa de acciones para la emisión de bonos como modalidad de financiamiento del déficit presupuestario en Cuba. A continuación, se mostrará la factibilidad de las medidas propuestas

y por último, se desarrollará el programa de implementación.

A partir del marco teórico establecido de la emisión de títulos valores públicos, se deben desarrollar las diferentes líneas de trabajo.

1. Definición de las propuestas de políticas de financiamiento del déficit y en específico, las de endeudamiento público.
2. Identificación de cambios a realizar en la legislación vigente sobre Crédito Público y su complementación.
3. Determinación del procedimiento para el cálculo de necesidades de financiamiento y las características de la emisión de bonos públicos.
4. Propuesta de mecanismo y participantes de la colocación de la emisión de bonos públicos.
5. Propuesta de herramientas de gestión de la deuda pública.
6. Establecimiento de mecanismos de retroalimentación sobre la emisión de deudas soberanas y la gestión de la misma, que permita identificar los ajustes a realizar dentro del ciclo de gestión que se determine.

En cada línea de trabajo se proponen medidas concretas, analizando su impacto y factibilidad.

Una característica de un sistema eficiente de diseño de Política Fiscales es la coordinación con otras políticas macroeconómicas como la monetaria, la cambiaria y la planificación como la relación dominante en la condición de una economía socialista.

Las implicaciones de las formas de financiamiento del déficit son de gran impacto sobre el funcionamiento de la macro y microeconomía y establece complejas interrelaciones por lo que se precisa de un apoyo técnico sólido, donde puede contribuir la academia.

Para elaborar la propuesta de política de financiamiento del déficit (con esto queremos decir que no puede ser diseñado un mecanismo específico de financiamiento del déficit vía emisión de bonos, si no son establecidas las políticas más generales) se debe realizar un estudio preliminar que al menos contenga los siguientes elementos:

1. Enmarcamiento del tema de la financiación pública dentro de los Lineamientos de Política Económica y Social del Partido y la Revolución.
2. Establecimiento del entorno donde se evaluará el estado y las perspectivas de la economía interna y sus principales sectores o componentes. Aquí es esencial determinar los puntos de conexión con la estrategia de desarrollo a largo plazo y la capacidad de generar crecientes ingresos públicos en el futuro que sirvan de base financiera para la devolución de la deuda emitida.
3. Identificación y análisis de los objetivos, instrumentos y medidas de las políticas económicas, sectoriales, monetarias, fiscales, cambiarias y su mutua interrelación.
4. Diagnóstico integral del estado de las finanzas públicas, la ejecución presupuestaria y la estabilidad financiera. Entiéndase esta última, como la estabilidad de los precios, de déficits fiscales y de balanzas de pagos sostenibles. En particular se precisa estudiar el comportamiento actual y las proyecciones de los ingresos y gastos presupuestarios, teniendo en cuenta los escenarios internacionales previsibles y los cambios estructurales de la economía y sociedad cubana. También, debe evaluarse la eficacia de los mecanismos de gestión del presupuesto.

En la definición de las formas de financiamiento del déficit presupuestario es clave esclarecer las determinantes y causas del

comportamiento de los ingresos y gastos, las características del déficit presupuestario y el estado de la circulación monetaria.

Entre las características del déficit a identificar, las que definen en qué cuenta se origina el mismo y como está compuesto (cuenta corriente, de capital y financiera). También es necesario calcular el componente cíclico y estructural del mismo, en qué presupuesto se expresa y sus causas.

1. Realización de un estudio comparado del financiamiento del déficit presupuestado y la gestión de la deuda pública en países seleccionados.
2. Estudio de los antecedentes del tema en el país donde se identifiquen formas de financiamiento, impactos observados, etapas observadas y contexto histórico.
3. Modelación y cálculo de indicadores claves para determinar las líneas de política de financiación del déficit y parámetros de la emisión de títulos valores públicos. Entre ellos podemos citar:
 - a) Riesgo país.
 - b) Brechas del PIB real, tendencial y de pleno empleo.
 - c) Tasa promedio de interés en operaciones activas y pasivas bancarias.
 - d) Nivel y dinámica de tasas de referencia interbancaria en mercados internacionales seleccionados.
 - e) Tasas de acumulación.
 - f) Costos de oportunidad.
 - g) Ciclos de maduración de las inversiones.
 - h) Determinación de los canales de retroalimentación entre la economía real y monetaria.

Parte de estos elementos descritos fueron desarrollados en el capítulo I y II como sustento de

la propuesta de política que a continuación se formula.

Para garantizar la implementación, gestión y adecuado funcionamiento del financiamiento en la actividad del Estado Cubano, vía endeudamiento, se debe primeramente elaborar las propuestas de políticas de financiamiento del déficit público, para su posterior presentación, análisis, ajuste y aprobación.

Las bases de las políticas serían las siguientes:

- La política de endeudamiento o crédito público debe contribuir en primer orden con la consecución de los objetivos de política fiscal a saber: estímulo a la eficiencia económica, redistribución justa de los ingresos generados y equilibrio financiero.

Como fue demostrado, una monetización plena del déficit presupuestario sin tener en cuenta criterios objetivos como el crecimiento de PIB o el Ingreso Nacional Bruto (INB) puede llevar a un crecimiento de la masa monetaria injustificado y por ende un aumento del nivel de precios. Esta situación produce el llamado "impuesto inflacionario" que recae sobre las capas de más bajos ingresos y polariza la riqueza, efecto contrario al expresado en el Lineamiento 3.

El problema radica, que, al aumentar la demanda agregada efectiva producto de una inyección de liquidez monetaria sin una contrapartida en bienes y servicios reales, debe producir un incremento de los precios en los mercados de oferta y demanda y el mercado informal con precios no regulados.

En el caso del mercado formal al aumentar los precios los consumidores tendrán que pagar más impuestos indirectos (Ver: De la imposición al comercio de bienes y servicios Título III de la Ley No. 113 "Del Sistema Tributario"). Al tener la imposición indirecta un carácter regresivo se produce un efecto de pérdida de equidad

impositiva, ya que soportan más impuestos los consumidores de menores ingresos.

Por otra parte, el crecimiento del nivel de precios también produce un cambio en los precios relativos y un aumento de la carga impositiva indirecta, lo que puede producir un efecto conjuntamente de disminución de los salarios reales y por ende, un desestimulo al incremento de la productividad, lo cual atenta contra el primer postulado de la política fiscal cubana.

Con estas situaciones descritas también se deteriora el equilibrio financiero al producirse cambios aleatorios en los precios.

Desde un sentido positivo la incorporación de fórmulas de endeudamiento público produce una diversificación en los mercados financieros, constituyendo una forma alternativa de neutralización de los excedentes monetarios, para la que se establecen formas no coactivas de contribución al financiamiento de los gastos del Estado.

Sin embargo, la restricción del cuerpo legal conlleva a plantearse el siguiente objetivo de la política de endeudamiento público en Cuba.

La implementación práctica (voluntad política y respaldo legal que se encuentra en el Decreto Ley 192 "De la Administración Financiera del Estado" en el capítulo del subsistema de crédito público lo que no niega su necesaria actualización) de la política e instrumentos de endeudamiento público, incluida la emisión de bonos, debe ser gradual y coordinada con el avance en la actualización de otros instrumentos fiscales.

En una primera etapa se debe definir con claridad los participantes, responsabilidades y derechos. En ese sentido, la responsabilidad de emisión de valores públicos y la gestión de la deuda soberana debe recaer en el MFP en la dirección de Tesorería y Crédito Público.

La colocación de los tipos de valores, en nuestro caso los bonos, deben ser desarrollados por instituciones financieras bancarias especializadas, como, por ejemplo, el Banco de inversiones.

En esta primera etapa se emitirán y colocarán valores de circulación interna solamente en el sector empresarial estatal y en específico en las empresas incluidas en el experimento empresarial.

Este diseño controlado y segmentado en un primer momento tendría las siguientes bondades:

1. El mecanismo se ajustaría a aquella parte del sistema empresarial con mejores condiciones organizativas y que opera bajo principios sólidos de auto recuperación y autofinanciamiento.
2. Los resultados empresariales dependerían no solo de una gestión productiva eficiente y de políticas de financiamiento adecuadas, sino también de inversión financiera inteligente, lo que le abriría un campo en el manejo o gestión más integral, acorde a estándares internacionales.
3. Se garantizaría una movilización social de los excedentes que no pueden ser retirados por vía tributaria o no tributaria en el Estado y que refuerza la división o reparto definido y a largo plazo de ingresos y acumulaciones entre el Estado fisco, Estado dueño y empresas en base a criterio de resultados alcanzados, con decisiones económicas y no administrativas.
4. Se establecería una vía de colocación, rentabilización y participación voluntaria de contribución al financiamiento público de excedentes, frutos del aumento de la eficiencia económica.
5. Se podría ajustar en una escala controlada los procedimientos herramientas y sistemas de operación.

Sin embargo, es clave que desde esta etapa se garantice la liquidez necesaria, o sea, que los tenedores de bonos pueden vender y comprar los mismos teniendo en cuenta su situación financiera y proyecciones.

En este sentido, se debe diseñar un sistema on-line de transmisión electrónica donde los potenciales usuarios pueden conocer las emisiones, condiciones y movimientos de las tasas y valor de las nuevas emisiones y realizar compras y ventas de acuerdo a sus necesidades.

Primera etapa: colocación y otorgamiento de los bonos por parte de la banca de inversión pudiendo significar la formación de un fondo de operación o mecanismos ágiles de préstamos interbancarios para hacer frente a las operaciones de compras de bonos que se demanden.

Segunda etapa: acceso a la emisión, la que se podría extender al resto de las personas jurídicas tanto estatales como no estatales, pero de forma controlada en un mercado interno. El aumento del número de potenciales inversores ampliaría la magnitud del mercado de valores públicos.

También se establecería un tratamiento homogéneo a todo este sector. Se sobreentiende que para esa etapa se cuenta con condiciones de gestión más favorables, como la unificación monetaria y una tasa de cambio más fundamentada.

En el plano de funcionamiento ya se habrían completado otros procesos como el perfeccionamiento del Estado, la separación de las funciones empresariales de las estatales, la creación de un mercado mayorista de bienes y servicios y la plena vigencia del principio de autorecuperación de costos y autofinanciamiento, se concluiría el proceso de fortalecimiento de la administración tributaria.

Tercera etapa: se debe crear una organización independiente, vinculada con una bolsa de valores para el manejo de los valores. En esta etapa la emisión estaría dirigida a todas aquellas personas jurídicas y naturales que quisieran comprar los bonos emitidos.

Cuarta etapa: se podría realizar, colocación de los bonos nominales en otras monedas y en los mercados internacionales, lo cual completaría las posibilidades de levantamiento de financiamiento público en cantidades suficientes y con menores costos.

- Otra línea de política es que el endeudamiento público seguirá reglas, principios o directrices que garanticen la sostenibilidad y solvencia de la deuda a corto, mediano y largo plazo, como condición obligatoria para la aprobación de emisión de bonos.

Para garantizar esta solidez se debería utilizar los siguientes elementos:

1. Introducción de macro-reglas de disciplina fiscal vinculada al endeudamiento público. Por macro-reglas de disciplina fiscal se entiende el conjunto de restricciones a largo plazo institucionalizadas que no pueden ser variadas por las autoridades fiscales.
2. Definir las condiciones o características que deban cumplirse para aprobar la emisión.

En primer orden hay que definir qué parte del déficit presupuestario debía cubrirse con emisión monetaria y qué parte con endeudamiento en sus diferentes modalidades.

Según estudios realizados una parte del déficit presupuestario puede ser financiado con emisión monetaria sin producir tensiones inflacionarias, al contrario, el estado recibiría ingresos por señoreaje sin costos de financiamiento y sin costos económicos.

En cuanto al endeudamiento mediante bonos debe destinarse a cubrir la parte del déficit

que no puede ser asumida con emisión monetaria y representa un déficit incurrido por financiar gastos de capital o inversión financiera.

En otras palabras, la emisión de bonos no debería cubrir déficits primarios permanentes al menos en cuenta corriente, ya que se harían a la larga insostenible al no generar los recursos financieros necesarios para el servicio de la deuda (devolución del principal y pago de intereses).

Si esta forma de financiamiento se mantiene en estos rangos podrá elevar y mantener una tasa de inversión pública adecuada, condición imprescindible para garantizar el crecimiento económico sostenido, en un ambiente seguro de distribución de los resultados productivos con criterio social y sin introducir distorsiones macro económicas.

A todo lo dispuesto se deben agregar o desarrollar los siguientes objetivos:

1. Definición de las macro-reglas de endeudamiento y su mecanismo de gestión.
2. Determinación de responsabilidades y facultades de los participantes en el proceso de endeudamiento.
3. Formas y condiciones generales de endeudamiento público.
4. Procedimientos fundamentales de gestión.
5. Facultades especiales o discrecionales para garantizar la aplicación gradual.

Hasta aquí lo relacionado con el diseño y las propuestas de políticas de endeudamiento público.

La **segunda línea de trabajo** es la necesidad de identificar los cambios legislativos que den la suficiente jerarquía y detalle para la implementación de la política que se apruebe. Se identificaron en el diagnóstico como deficiencias, la no utilización de esta forma de financiamiento público y el carácter general y omiso del Decreto Ley No 192 de 1999.

En cuanto a la **tercera línea de trabajo** parcialmente fue desarrollada en la definición de las políticas, aquí solo expondremos algunos aspectos vinculados a la emisión.

El otro elemento esencial es determinar la tasa de interés y periodos de pago de los mismos. La tasa de interés del bono debe tener en cuenta la tabla de intereses a largo plazo y moverse en un rango superior e inferior a la tasa promedio de operaciones pasivas y activas. De todas formas, debe ser diseñado un modelo que a una tasa de referencia libre de riesgo se le adicione el riesgo de este de tipo de inversión.

Una vez definidos estos objetivos como se enuncian en el programa, habría que desarrollar los sistemas de trabajo que garanticen la gestión de la deuda pública. Algunos instrumentos ya han sido enunciados y explicados someramente; adicionalmente se debe montar un sistema de costos que incluya el cálculo y registro de gastos de emisión, colocación, gestión, etc., para poder analizar el costo beneficio de cada emisión.

La factibilidad de este diseño parte de las bases legales actuales, los lineamientos comentados y los trabajos conjunto realizados con el BCC y el MEP. Su viabilidad emana de la lógica de la actualización del modelo de gestión económico y la utilización de la financiación pública en un ambiente de estabilidad macroeconómica.

El otro aspecto para llevar a la práctica la innovación financiera, es estructurar un programa de implementación, que tendría en cuenta lo siguiente:

Definición de las decisiones fundamentales a tomar.

1. Establecimiento de un marco legal apropiado.
2. Determinación de los recursos a aplicar.
3. Definición de estructuras organizativas.
4. Desarrollo de los procedimientos, sistemas de interacción y herramientas analíticas.

Desarrollo de una estrategia de comunicación social.

Este último aspecto se propone contribuir a que la población conozca el concepto de bonos para la emisión de títulos valores como formas de financiamiento del déficit presupuestario, lo que implica que los posibles compradores de bonos (empresarios e inversores) puedan considerar esta decisión como una forma de participar en el financiamiento del Estado y de rentabilizar sus excedentes financieros.

Públicos identificados: La estrategia de comunicación para la emisión de títulos valores como formas de financiamiento del déficit presupuestario, estará dirigida en una primera etapa a los administradores públicos encargados de la gestión de los bonos (especialistas y funcionarios del BCC y MFP) y en una segunda etapa a otros inversores internos y externos (personas naturales y jurídicas; empresas, cooperativas, población, etc.)

Posibles áreas de intervención:

1. La estrategia de comunicación está dirigida también a fomentar la cultura económica y

financiera en esta modalidad, o sea, dotar de conocimientos generales sobre los bonos, su concepto, tipicidades, características y sus funciones, etc.

2. Información sobre las condiciones, lugares y formas de adquisición y reventa de los bonos, que garanticen su operatoria.
3. Fomento de valores de contribución y apoyo a la acción pública.

En la estrategia de información y comunicación deben tenerse en cuenta:

- Medios a utilizar: Prensa escrita a través de un boletín especial destinado a los inversores.
- Contenidos y mensajes a emitir: reportajes, comentarios e informaciones de temas financieros, en particular, sobre la necesidad de la venta de bonos públicos como una vía para poder financiar el déficit fiscal de nuestro país.
- Canales de retroalimentación: encuestas, entrevistas.
- Frecuencia y permanencia: transmitir de forma trimestral informaciones, reportajes y comentarios sobre la venta de bonos públicos para el financiamiento del déficit fiscal.

BIBLIOGRAFÍA.

- Borras Atienzar, Francisco y colectivo de autores. *Cuba: Banca y seguros. Una aproximación al mundo empresarial*. Editora Caja de Ahorros del Mediterráneo. 1998.
- Cuba Económica y Financiera. No. 352. Julio de 1955.
- Díaz Alejandro, Carlos: *América Latina en la depresión 1929 - 1939. Teoría y experiencia del desarrollo económico*. Fondo de Cultura Económica. México 1985.
- Decreto - Ley No. 192, *Administración Financiera del Estado*. Ministerio de Finanzas y Precios. República de Cuba. Publicado el 8 de abril de 1999.
- Gaceta Oficial de la República de Cuba. Edición ordinaria No. 45, 25 de agosto de 1998.
- Instrumentos Financieros: Bonos. Ver en: <http://www.southerndesign.ca/citi/bonos.htm>.
- Pozo Luis, Alberto: *La emisión de títulos de valor. Aproximación al tema y análisis de alternativas para las finanzas públicas cubanas*. La Habana. Enero de 1996.

Rodríguez Rodríguez, Senia; Arrieta Gallardo, Miguel y González del Foyo, María Esperanza: *La emisión de bonos en Cuba: una mirada al pasado*. Ver en:

http://www.bc.gov.cu/.../La_Emision_de_bonos_en_Cuba_una_mirada_al_pasado-RevBCC-No3-2006.pdf.

Strauss-Kahn, Dominique: *Doble desafío en América Latina: Elevar la tasa de crecimiento y gestionar la volatilidad*. Ver en: <http://blog-dialogoafondo.org/?p=686>. Publicado en marzo 25, 2011.

Viñals, José: *Bonos públicos: Ya no existe un mundo sin riesgo*. Ver en: <http://blog-dialogoafondo.org/?p=704>. Publicado en marzo 30, 2011.

DATOS DEL AUTOR

ROLANDO HERNÁNDEZ MARTÍNEZ

Licenciado en Dirección de la Economía, Diplomado en Administración Pública, Especialista en Finanzas. Se ha desempeñado cuadro y funcionario en varias entidades estatales del sistema del Ministerio de Finanzas y Precios, a nivel Municipal, Provincial y Nación durante 20 años, en la actualidad desde hace 4 años se desempeña como profesor principal del CECOFIS en las materias de Administración Financiera, Presupuesto, Tesorería y Multa. Ha participado en varios eventos Nacionales e Internacionales en colaboración con los Ministerios de otros países fundamentalmente, Vietnam, China y Rusia.

Fecha de recepción: 10 de septiembre de 2018

Fecha de aceptación: 29 de septiembre de 2018

Fecha de publicación: 31 de diciembre de 2018